

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

23 février 2012 – N°165

### **Les cours boursiers sont-ils un indicateur avancé ou un déterminant de l'investissement, de la consommation et de la croissance ?**

*Les cours boursiers peuvent avoir un effet sur l'économie réelle, et pas seulement annoncer les mouvements futurs de l'économie réelle : les entreprises peuvent utiliser l'information contenue dans les cours boursiers (croissance globale ou du secteur, profitabilité à anticiper...) pour faire leurs choix d'investissement ; les dirigeants d'une entreprise sont incités à investir quand la valeur de l'action de l'entreprise est élevée puisque cela crée une valeur supplémentaire importante pour les actionnaires et que leur rémunération est liée à la valeur des actions de l'entreprise ; les ménages sont plus riches quand les cours boursiers sont élevés, et peuvent donc dépenser davantage ; enfin, les cours boursiers peuvent avoir un effet, éventuellement irrationnel, sur l'optimisme des agents économiques et donc sur leur comportement de dépense.*

*Les cours boursiers seraient donc non seulement des indicateurs avancés de l'économie (de l'investissement, de la consommation, du PIB) mais aussi des déterminants des évolutions économiques. Les cours boursiers causeraient l'économie en plus de la prévoir. Pour tester cette idée, il faut se demander si les cours boursiers précèdent non seulement les évolutions de l'économie, mais les anticipations et les perceptions des agents économiques.*

*Nous regardons les cas des Etats-Unis et de la zone euro. Les cours boursiers sont certainement un indicateur avancé de la croissance ; ils semblent causer la croissance au travers du comportement des ménages aux Etats-Unis, du comportement des ménages et des entreprises dans la zone euro.*

RECHERCHE ECONOMIQUE  
Rédacteur :  
Patrick ARTUS

**Les cours boursiers :  
indicateurs avancés ou  
causes des évolutions  
économiques**

**Les cours boursiers sont "forward looking" :** ils dépendent des anticipations de profit, de croissance..., donc ils sont naturellement des **indicateurs avancés de l'économie.**

**Mais ils peuvent aussi être des causes des mouvements futurs de l'économie** et pas seulement des prédicteurs de ces mouvements. Par exemple :

- les entreprises utilisent l'information prévisionnelle contenue dans les cours boursiers pour former leurs décisions d'investissement ;
- les dirigeants des entreprises sont incités à investir quand les cours boursiers sont élevés parce que les investissements sont alors davantage valorisés par le marché ;
- la richesse plus élevée des ménages lorsque les cours boursiers sont élevés dispense les ménages d'épargner ;
- les cours boursiers élevés augmentent l'optimisme, même si c'est pour des raisons irrationnelles.

**Comment savoir si les cours boursiers sont seulement des indicateurs avancés ou aussi des déterminants des évolutions économiques futures ?**

**Dans le second cas, les cours boursiers doivent avoir un effet sur les perceptions (l'optimisme, les anticipations) des agents économiques, et ne pas seulement bouger avant l'économie réelle.** C'est ce que nous regardons pour les Etats-Unis et la zone euro en prenant comme variables mesurant les perceptions des agents économiques :

- **les perspectives de production (PMI) ;**
- **la confiance des ménages ;**
- **le sentiment économique des entreprises pour la zone euro ;**
- **optimisme des entreprises (PME) NFIB (US) ;**
- **CEO Confidence, Conference Board (US).**

**Cours boursiers et  
fluctuations  
économiques**

Nous comparons :

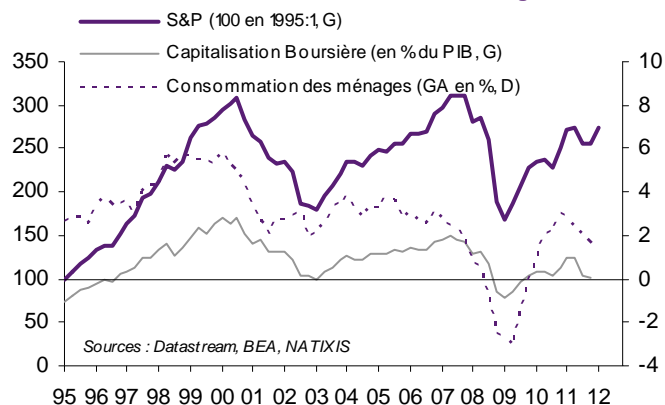
- les cours boursiers ;
- la croissance de la consommation, de l'investissement des entreprises, et en logements, du PIB.

### **# 1 Etats-Unis**

Les **graphiques 1a-1b-1c-1d** et les **tableaux 1a-1b-1c-1d** montrent **qu'aux Etats-Unis la croissance** (et non le niveau) **de l'indice boursier et la variation** (et non le niveau) **de la capitalisation boursière sont des indicateurs avancés de la croissance des composantes de la demande et du PIB avec 1 à 2 trimestres d'avance.**

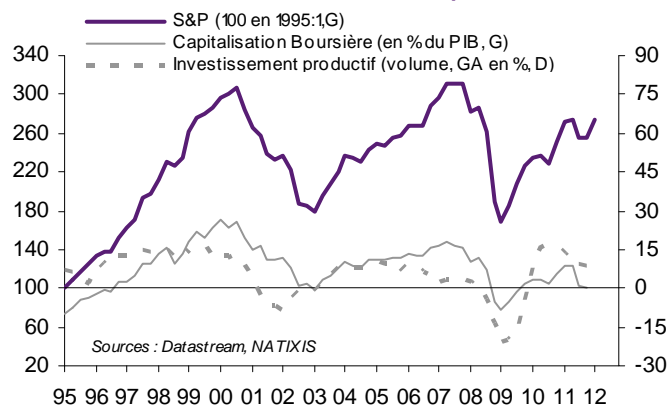
Graphique 1a

Etats-Unis : indice boursier, capitalisation boursière et consommation des ménages



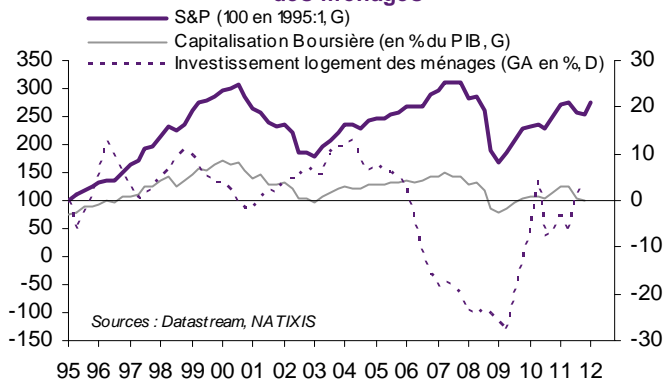
Graphique 1b

Etats-Unis : indice boursier, capitalisation boursière et investissement productif



Graphique 1c

Etats-Unis : indice boursier, capitalisation boursière et investissement logement des ménages



Graphique 1d

Etats-Unis : indice boursier, capitalisation boursière et croissance du PIB

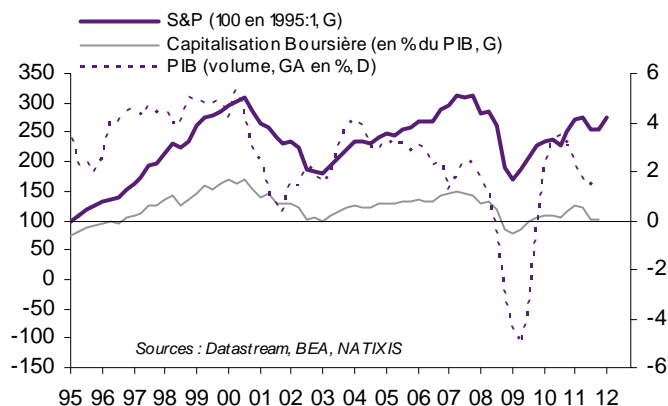


Tableau 1a  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Etats-Unis	T	T+1	T+2	T+3
	<b>Consommation des ménages (volume, GA en %)</b>			
S&P (niveau, T)	0,18	0,07	-0,07	-0,22
<b>Investissement productif (volume, GA en %)</b>				
S&P (niveau, T)	0,15	0,04	-0,13	-0,33
<b>Investissement logement des ménages (volume, GA en %)</b>				
S&P (niveau, T)	-0,21	-0,28	-0,39	-0,48
<b>PIB (volume, GA en %)</b>				
S&P (niveau, T)	0,11	0,01	-0,14	-0,33

Sources : Datastream, BEA, NATIXIS

Tableau 1b  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Etats-Unis	T	T+1	T+2	T+3
	<b>Consommation des ménages (volume, GA en %)</b>			
S&P (GA en %, T)	0,62	0,65	0,62	0,56
<b>Investissement productif (volume, GA en %)</b>				
S&P (GA en %, T)	0,80	0,86	0,81	0,65
<b>Investissement logement des ménages (volume, GA en %)</b>				
S&P (GA en %, T)	0,42	0,42	0,33	0,21
<b>PIB (volume, GA en %)</b>				
S&P (GA en %, T)	0,74	0,78	0,72	0,57

Sources : Datastream, BEA, NATIXIS

**Tableau 1c**  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Etats-Unis	T	T+1	T+2	T+3
	<b>Consommation des ménages (volume, GA en %)</b>			
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,59	0,48	0,33	0,17
<b>Investissement productif (volume, GA en %)</b>				
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,36	0,26	0,09	-0,13
<b>Investissement logement des ménages (volume, GA en %)</b>				
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,13	0,06	-0,05	-0,16
<b>PIB (volume, GA en %)</b>				
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,46	0,37	0,20	-0,0017

Sources : Datastream, BEA, NATIXIS

**Tableau 1d**  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Etats-Unis	T	T+1	T+2	T+3
	<b>Consommation des ménages (volume, GA en %)</b>			
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,28	0,38	0,42	0,44
<b>Investissement productif (volume, GA en %)</b>				
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,28	0,43	0,57	0,57
<b>Investissement logement des ménages (volume, GA en %)</b>				
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,19	0,24	0,28	0,27
<b>PIB (volume, GA en %)</b>				
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,28	0,41	0,53	0,53

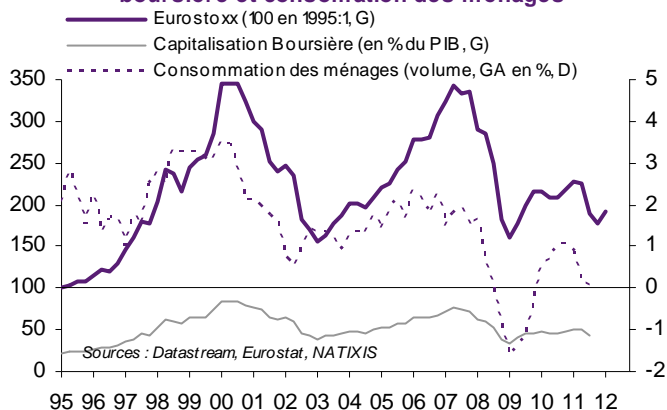
Sources : Datastream, BEA, NATIXIS

## # 2 Zone euro

Les graphiques 2a-2b-2c-2d et les tableaux 2a-2b-2c-2d montrent que, dans la zone euro, la croissance (et non le niveau) de l'indice boursier et la variation (et non le niveau) de la capitalisation boursière sont des indicateurs avancés avec en général deux trimestres d'avance de la croissance des composantes de la demande et du PIB.

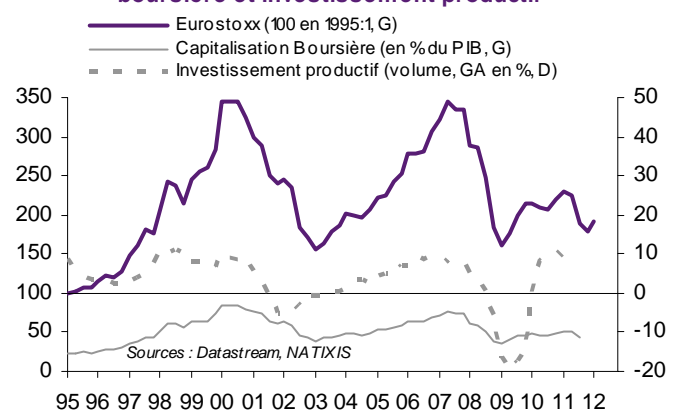
**Graphique 2a**

**Zone euro : indice boursier, capitalisation boursière et consommation des ménages**

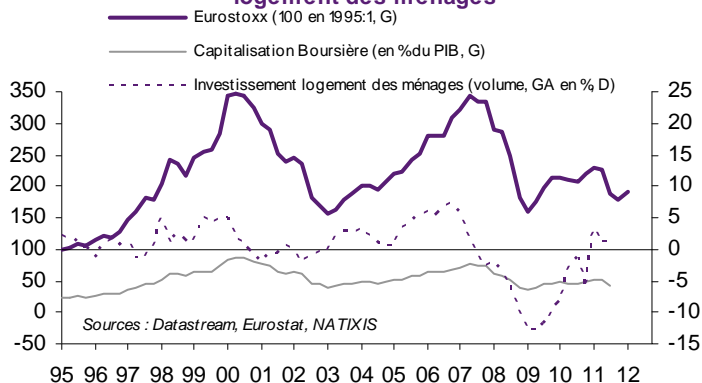


**Graphique 2b**

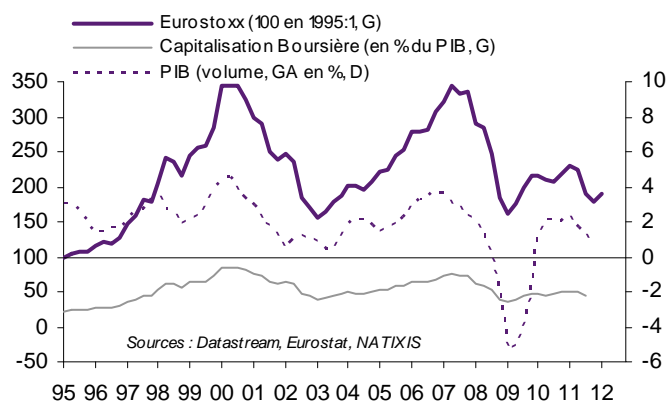
**Zone euro : indice boursier, capitalisation boursière et investissement productif**



**Graphique 2c**  
Zone euro : indice boursier, capitalisation boursière et investissement logement des ménages



**Graphique 2d**  
Zone euro : indice boursier, capitalisation boursière et croissance du PIB



**Tableau 2a**  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Zone euro	T	T+1	T+2	T+3
	<b>Consommation des ménages (volume, GA en %)</b>			
Eurostoxx (niveau, T)	0,29	0,20	0,10	-0,03
<b>Investissement productif (volume, GA en %)</b>				
Eurostoxx (niveau, T)	0,05	-0,07	-0,23	-0,42
<b>Investissement logement des ménages (volume, GA en %)</b>				
Eurostoxx (niveau, T)	-0,28	-0,35	-0,44	-0,52
<b>PIB (volume, GA en %)</b>				
Eurostoxx (niveau, T)	0,08	-0,02	-0,18	-0,37

Sources : Datastream, Eurostat, NATIXIS

**Tableau 2b**  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Zone euro	T	T+1	T+2	T+3
	<b>Consommation des ménages (volume, GA en %)</b>			
Eurostoxx (GA en %, T)	0,59	0,65	0,69	0,64
<b>Investissement productif (volume, GA en %)</b>				
Eurostoxx (GA en %, T)	0,76	0,80	0,73	0,54
<b>Investissement logement des ménages (volume, GA en %)</b>				
Eurostoxx (GA en %, T)	0,35	0,31	0,19	0,06
<b>PIB (volume, GA en %)</b>				
Eurostoxx (GA en %, T)	0,73	0,75	0,65	0,48

Sources : Datastream, Eurostat, NATIXIS

**Tableau 2c**  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Zone euro	T	T+1	T+2	T+3
	<b>Consommation des ménages (volume, GA en %)</b>			
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,39	0,32	0,24	0,11
<b>Investissement productif (volume, GA en %)</b>				
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,09	-0,02	-0,17	-0,35
<b>Investissement logement des ménages (volume, GA en %)</b>				
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	-0,11	-0,17	-0,26	-0,34
<b>PIB (volume, GA en %)</b>				
Capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,17	0,08	-0,06	-0,24

Sources : Datastream, Eurostat, NATIXIS

Tableau 2d  
Corrélations entre les variables (1995 - 2011), données trimestrielles

Zone euro	T	T+1	T+2	T+3
	Consommation de ménages (volume, GA en %)			
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,29	0,37	0,48	0,52
Investissement productif (volume, GA en %)				
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,37	0,50	0,60	0,58
Investissement logement des ménages (volume, GA en %)				
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,22	0,26	0,24	0,20
PIB (volume, GA en %)				
Variation de capitalisation Boursière (en % du PIB, T)	0,33	0,46	0,57	0,57

Sources : Datastream, Eurostat, NATIXIS

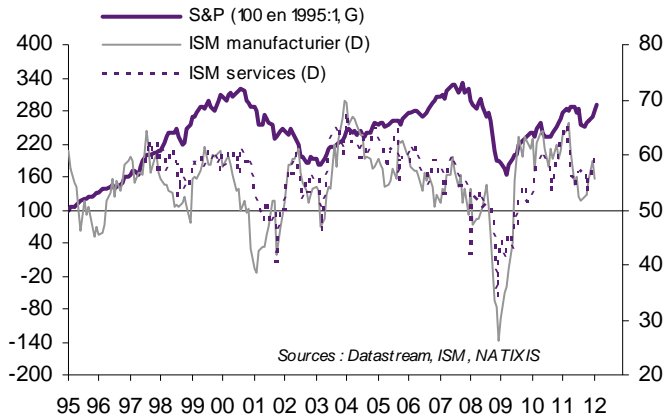
### Cours boursiers et perception des ménages et des entreprises

Nous comparons ici les cours boursiers et les différents indicateurs cités plus haut de la perception économique des ménages et des entreprises, aux Etats-Unis et dans la zone euro.

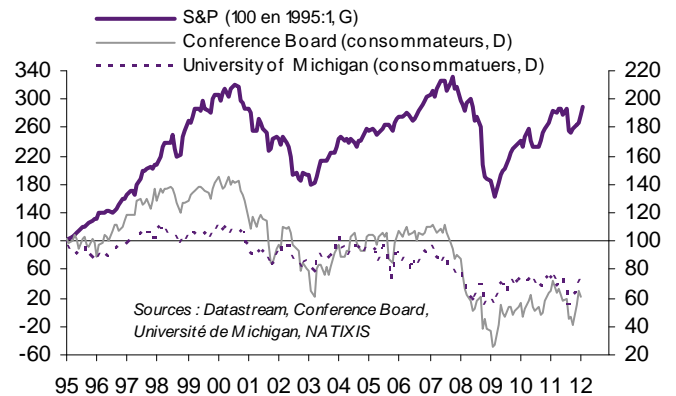
#### # 1 Etats-Unis

Les graphiques 3a-3b-3c et les tableaux 3a-3b montrent que la croissance du S&P (pas son niveau) est simultanée aux Etats-Unis, avec les PMI, l'optimisme des entreprises, et n'est un indicateur avancé que de la confiance des ménages.

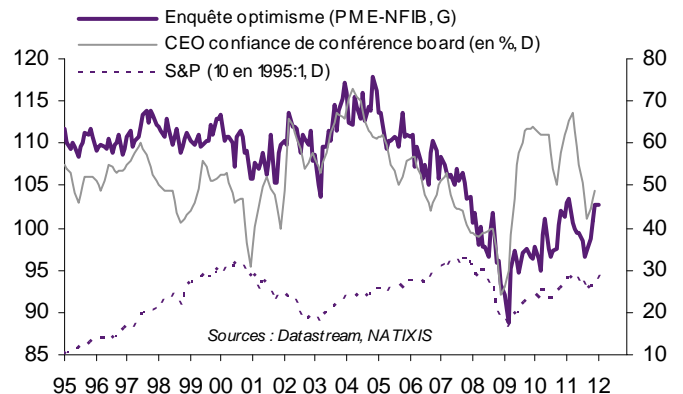
Graphique 3a  
Etats-Unis : indice boursier et ISM



Graphique 3b  
Etats-Unis : indice boursier et indice de confiance des ménages



Graphique 3c  
Etats-Unis : indice boursier, enquête d'optimisme NFIB et confiance des entreprises





**Tableau 3a**  
**Etats-Unis : corrélations - S&P (niveau) avec PMI manufacturier, services, confiance des ménages, optimisme des petites entreprises et confiance du Conference Board**

	Indice boursier S&P (100 en 1995:1)											
	t	T + 1	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5	t + 6	t + 7	t + 8	t + 9	t + 10	t + 11
PMI manufacturier	0,17	0,14	0,09	0,02	-0,05	-0,12	-0,18	-0,23	-0,28	-0,31	-0,34	-0,38
PMI services	0,27	0,20	0,10	0,00	-0,09	-0,17	-0,25	-0,30	-0,35	-0,40	-0,46	-0,52
Confiance des ménages (Michigan)	-0,01	-0,03	-0,06	-0,10	-0,14	-0,18	-0,21	-0,24	-0,26	-0,29	-0,32	-0,34
Confiance des ménages (Conference Board)	0,15	0,13	0,10	0,07	0,04	0,01	-0,03	-0,06	-0,09	-0,12	-0,15	-0,17
Optimisme des petites entreprises	-0,08	-0,11	-0,14	-0,17	-0,19	-0,22	-0,25	-0,27	-0,29	-0,31	-0,33	-0,34
Confiance du Conference Board (CEO)	-0,12	-0,15	-0,20	-0,26	-0,32	-0,38	-0,44	-0,47	-0,49	-0,49	-0,49	-0,49

Sources : Datastream, ISM, Conference Board, Université de Michigan, NATIXIS

**Tableau 3b**  
**Etats-Unis : corrélations - S&P (GA en %) avec PMI manufacturier, services, confiance des ménages, optimisme des petites entreprises et confiance du Conference Board**

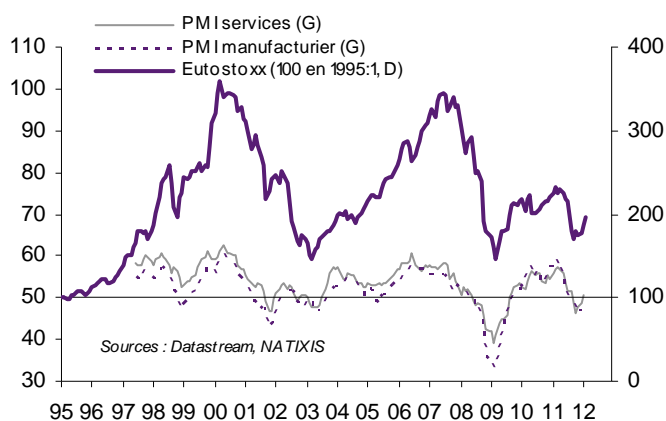
	Indice boursier S&P (GA en %)											
	t	t + 1	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5	t + 6	t + 7	t + 8	t + 9	t + 10	t + 11
PMI manufacturier	0,52	0,49	0,44	0,37	0,29	0,22	0,15	0,08	0,02	-0,02	-0,05	-0,09
PMI services	0,71	0,69	0,64	0,58	0,52	0,46	0,41	0,38	0,34	0,31	0,26	0,19
Confiance des ménages (Michigan)	0,48	0,48	0,47	0,46	0,44	0,42	0,41	0,40	0,40	0,39	0,39	0,38
Confiance des ménages (Conference Board)	0,43	0,45	0,46	0,47	0,47	0,47	0,47	0,48	0,49	0,50	0,51	0,52
Optimisme des petites entreprises	0,40	0,40	0,38	0,37	0,35	0,34	0,32	0,32	0,31	0,30	0,29	0,28
Confiance du Conference Board	0,39	0,33	0,26	0,18	0,09	0,00	-0,08	-0,14	-0,19	-0,23	-0,26	-0,29

Sources : Datastream, ISM, Conference Board, Université de Michigan, NATIXIS

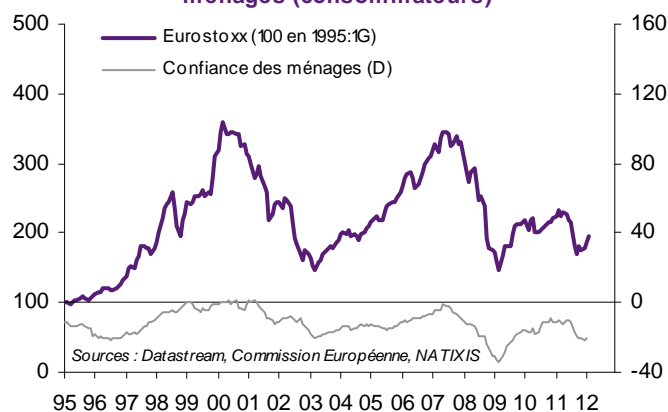
## # 2 Zone euro

Les graphiques 4a-4b-4c-4d et les tableaux 4a-4b montrent que le **taux de croissance de l'Eurostoxx (c'est moins clair pour le niveau de l'Eurostoxx) est un indicateur avancé, dans la zone euro avec 1 mois d'avance des PMI, avec plusieurs mois d'avance (5 à 8 mois) de la confiance des ménages et de la confiance des entreprises.**

**Graphique 4a**  
**Zone euro: indice boursier et PMI**

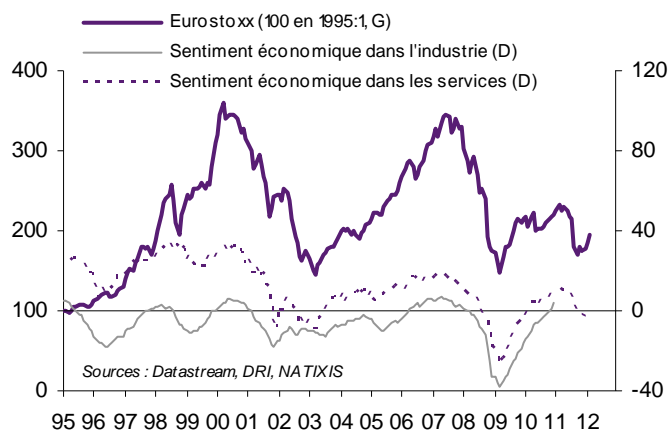


**Graphique 4b**  
**Zone euro: indice boursier et confiance des ménages (consommateurs)**



Graphique 4c

## Eurostoxx et sentiments économiques



Graphique 4d

## Eurostoxx et sentiments économiques

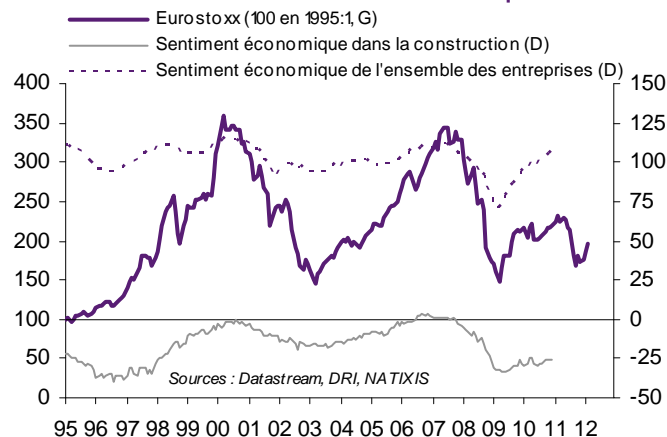


Tableau 4a

## Corrélations de l'indice Eurostoxx (en niveau) avec ...

1995- 2012	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8	t+9	t+10	t+11
PMI manufacturier	0,48	0,44	0,37	0,29	0,20	0,10	0,003	-0,08	-0,15	-0,22	-0,29	-0,34
PMI services	0,53	0,48	0,41	0,32	0,23	0,12	0,02	-0,06	-0,15	-0,23	-0,29	-0,35
Confiance des ménages	0,70	0,69	0,66	0,63	0,60	0,56	0,51	0,47	0,43	0,38	0,33	0,28
Sentiment économique dans l'industrie	0,50	0,50	0,49	0,47	0,44	0,40	0,35	0,30	0,25	0,19	0,13	0,07
Sentiment économique dans les services	0,32	0,29	0,25	0,20	0,16	0,11	0,06	0,01	-0,04	-0,09	-0,14	-0,19
Sentiment économique dans la construction	0,83	0,83	0,83	0,82	0,80	0,79	0,76	0,73	0,70	0,67	0,64	0,61
Sentiment économique de l'ensemble des entreprises	0,51	0,50	0,48	0,45	0,41	0,36	0,31	0,26	0,20	0,14	0,08	0,01

Sources : Bloomberg, DRI, Datastream, Natixis

Tableau 4b

## Corrélations de l'indice Eurostoxx (GA en %) avec...

1995- 2012	t	t+1	t+2	T+3	t+4	t+5	t+6	t+7	t+8	t+9	t+10	t+11
PMI manufacturier	0,77	0,79	0,77	0,74	0,69	0,62	0,56	0,50	0,44	0,38	0,31	0,24
PMI services	0,85	0,86	0,84	0,80	0,75	0,69	0,63	0,58	0,53	0,48	0,42	0,36
Confiance des ménages	0,44	0,48	0,51	0,53	0,55	0,57	0,58	0,59	0,60	0,60	0,59	0,58
Sentiment économique dans l'industrie	0,56	0,62	0,66	0,68	0,70	0,70	0,69	0,67	0,65	0,61	0,56	0,50
Sentiment économique dans les services	0,72	0,75	0,76	0,77	0,77	0,77	0,76	0,75	0,74	0,72	0,70	0,67
Sentiment économique dans la construction	0,08	0,13	0,16	0,20	0,23	0,26	0,28	0,31	0,33	0,35	0,38	0,40
Sentiment économique de l'ensemble des entreprises	0,64	0,69	0,72	0,73	0,74	0,75	0,74	0,72	0,70	0,66	0,63	0,58

Sources : Bloomberg, DRI, Datastream, Natixis



**Synthèse : les cours boursiers, prédicteurs ou déterminants de l'économie ?**

Nous nous demandons si les cours boursiers sont seulement "forward looking" ou s'ils ont un effet sur le comportement des agents économiques.

Pour cela, nous analysons les liens causaux entre les cours boursiers, les grandeurs macroéconomiques (consommation, investissement, PIB) et des variables d'enquêtes qui représentent les perceptions, l'optimisme des ménages et des entreprises.

**Les cours boursiers (en fait leur taux de croissance) sont bien un indicateur avancé (avec 1 ou 2 trimestres d'avance) de la croissance des composantes de la demande et du PIB ; mais ils ne sont un indicateur avancé que de la confiance des ménages aux Etats-Unis, alors qu'ils sont un indicateur avancé des PMI, de la confiance des ménages et de la confiance des entreprises dans la zone euro.**

**Au total, les cours boursiers sont certainement un indicateur avancé de la croissance ; ils semblent causer la croissance au travers du comportement des ménages aux Etats-Unis, du comportement des ménages et des entreprises dans la zone euro.**