

Un hiver de stress ... qui annonce un printemps plus calme ?

Le bilan économique de l'hiver 2015-2016 vu au travers des marchés financiers met en évidence des pics de stress, mais aussi, et assez curieusement des confirmations.

Des écarts spectaculaires dans les cours de tous les marchés, mais au final, un certain constat de stabilité

Les différences de la saison sont impressionnantes sur les actions : 22% d'écart pour le CAC 40 ou le Nasdaq entre le plus haut et le plus bas; 15% pour le Dow Jones; 33 % pour le Nikkei 225 ou pour le Bovespa brésilien; 29 % pour le MIB de Milan; 51% à Shenzhen. Le relevé des matières premières va dans le même sens : 37% pour le baril de Brent; 15% pour le cuivre; 10 % sur les céréales; 22% pour l'or... Les taux d'intérêt n'ont pas été en reste : 70 points de base (0,7%) de différence entre le plus haut et le plus bas pour le rendement du 10 ans américain; 47 points de base sur le 10 ans allemand; pratiquement 100 points de base pour les CDS des banques européennes. Les devises, sur le marché qui est à la fois le plus liquide et celui qui donne la tendance longue, présentent un parcours tout aussi heurté avec un écart de 6,5% entre les extrêmes du dollar/euro, de 13,5% pour le yen/dollar, de 7% pour le yuan/euro.

Cette litanie contraste avec le bilan final de l'hiver, nettement plus stable en regard, à l'exception du yen et de la livre sterling (en baisse respectivement de 8% face au dollar et de 7% face à l'euro), des Bourses (pratiquement stables sur les places anglo-saxonnes, en baisse moyenne ramenée à 8,5% en Europe, mais en net recul en Asie), et de l'once d'or (+18%). Par exemple, le baril affiche une progression de 0,3%.

La relative sérénité du constat pris avec recul de trois mois ne peut occulter la nervosité des investisseurs et des opérateurs qui ont prolongé un automne très volatile avec un début d'année franchement difficile. Mais la tendance est, finalement à une confirmation de la traduction chiffrée des données macroéconomiques telles qu'elles se sont imposées depuis la mi-août, avec la chute provoquée alors par un ajustement de parités de la monnaie chinoise face au dollar.

Des tendances macroéconomiques qui ne font que se confirmer

Il n'y a pas que les cours qui présentent une sorte de confirmation. On peut s'attacher aux grands facteurs du stress des derniers mois.

Du côté du cycle économique : la tendance est toujours là. La croissance américaine se poursuit en s'infléchissant dans une économie de plein emploi. L'Europe reste sur une expansion légèrement supérieure à 1 %. Le Japon est dans son modèle, lié à sa structure démographique, mais ne présente pas de perspective de dégradation.

On ne peut pas vraiment parler de surprise non plus vis à vis de la Chine, le premier des thèmes dominants au moment des semaines de forte volatilité de janvier. La crise de croissance qui se manifeste depuis plus d'un an ne fait que se confirmer au fil des statistiques : le pouvoir communiste veut définir ce qu'il appelle « une société de moyenne aisance » -encore cette semaine avec l'enregistrement par le parlement chinois du XIIIème plan quinquennal. Il s'agit simplement de masquer l'amortissement des surcapacités créées depuis 2009 et des provisions bancaires à passer, en annonçant le rééquilibrage de l'économie au détriment de l'industrie (en recul lié à la crise de croissance) au profit des services (qui résistent mais ne croissent pas beaucoup).

L'évolution des cours des matières premières a été le facteur suivant de tensions. Le mouvement de boule de neige s'est à nouveau enclenché : baisse des cours de l'énergie – croissance révisée en baisse dans les pays exportateurs – baisse de la croissance mondiale – baisse de la production industrielle des émergents - baisse des matières premières. Sur ce sujet, on se trouve à nouveau face à des excès de capacités, créant un choc de l'offre. Il est amplifié par des facteurs géopolitiques pour le pétrole qui donne la tendance des matières premières. La stabilisation des cours depuis la troisième semaine de février souligne la logique de cette baisse, lui donne des limites sans doute provisoires, et confirme cette conjoncture d'énergie peu chère, qui, sur période longue est plutôt favorable aux économies développées.

Rien de neuf ? Si : la crédibilité des banques centrales sur la sellette

Alors, rien de neuf au bilan de cet hiver pourtant très agité sur les marchés ? Si. C'est la finance qui, finalement, a inquiété.

L'exposition du système bancaire à des crédits dans le domaine de l'énergie (pétrole de schiste en particulier) et à des émetteurs privés des pays émergents a fait resurgir le spectre d'une crise en cascade de défaillances du type de celle des subprimes de 2007-2008. Dans le même temps, le doute s'est installé sur la capacité des banques centrales à stabiliser les actifs obligataires et les actions dans une vague de baisse généralisée des cours. L'instauration de taux négatifs au Japon s'est révélée le détonateur d'une certaine impuissance des grands argentiers à soutenir la croissance, relancer l'inflation et influencer sur les cours du change.

C'est la grande marque de l'hiver : on se demande si les magiciens ont perdu leurs baguettes ou même si ils en ont eu réellement. La hausse de l'or – une progression basée sur le coût d'opportunité face aux taux négatifs- en est l'illustration. Restaurer cette crédibilité en partie entamée, ce sera le passage obligé pour le retour de la confiance et une reprise durable des actifs risqués. Les fondamentaux sans vraies surprises permettent d'y croire, mais il faudra plus que des mesures toujours nouvelles, mais allant toujours dans le même sens de la part des instituts d'émission. Il y a un besoin de réalités constatées en matière de croissance et, surtout d'inflation.