

## Stress boursier : à l'affut du cygne noir

### Annonces de la BCE : la réaction des marchés laissent un goût amer...

---

La séance boursière de jeudi dernier a laissé un drôle de goût. Les marchés financiers attendaient que la Banque Centrale Européenne frappe fort. Elle frappe très fort et le dispositif annoncé à l'issue de la réunion mensuelle du conseil des gouverneurs va très au-delà des attentes les plus folles pour le soutien à l'économie et à l'inflation. Accélération et prolongement du programme d'assouplissement quantitatif étendu à de nouveaux titres de créance, baisse des taux directeurs désormais négatifs ou nuls (pour les prises en pension, ce que la Réserve Fédérale n'avait pas proposé au plus fort de ses mesures non conventionnelles), reprise d'un très important programme de prêts à 4 ans aux banques (dit TLTRO) à ces conditions de taux plus que favorables : au total les injections de liquidités sont majorées de plus de 20 % par rapport au programme en cours.

Les grands moyens ont d'abord impressionné : à la publication du communiqué de la BCE, le dollar a fortement progressé face à l'euro (la parité est revenue de 1,10 à 1,08 euro pour un dollar) et les actions ont vivement monté (le CAC 40 s'est apprécié de 3,5 %). Au fur et à mesure de la conférence de presse de M. Draghi, le patron de la BCE, cette réaction a été effacée, puis s'est inversée. Le dollar a terminé sur une parité de 1,12 euro et l'indice CAC 40 a fini en baisse de 1,7 %.

Une bonne proportion de cette chute de la Bourse a été rattrapée dans les séances de vendredi et de lundi, mais on ne peut que constater la stabilisation du dollar en baisse face à l'euro (parité de 1,11). Le plus inquiétant est sans doute ailleurs : 5,3 % de variation en moins de trois heures pour un indice comme le CAC 40 entre le plus haut et le plus bas de l'après-midi de jeudi. Puis une reprise de 3,5 %. La nervosité des opérateurs semble annihiler leur capacité d'analyse. Ces variations doivent exprimer une grande crainte. On ne la cerne pas à première vue. Quel est ce grand malheur caché qui s'annonce, ce cygne noir dont la découverte bouscule, de loin en loin, les certitudes, avec des conséquences particulièrement impressionnantes sur les marchés financiers ?

### Croissance : pas de signes de dérapage

---

Le premier réflexe au vu des chocs boursiers à répétition depuis la mi-août est de s'interroger sur le cycle de croissance. La baisse des cours, basée sur celle des multiples d'évaluation serait une anticipation de récession. Les marchés financiers ne sont-ils pas des instruments d'anticipation ? Ils le sont et ils sont d'abord cela. Toutefois, ces anticipations ne valent pas prédiction : contrairement à une formule trop souvent employée « les marchés n'ont pas toujours raison ». Philippe Weber, co-responsable des études et de la stratégie de CPR Asset Management remarquait

ainsi, reprenant une boutade du Nobel Paul Samuelson, que la Bourse « avait prévu dix-huit des onze dernières récessions. » Les faux départs sont nombreux; la psychologie de masse n'est pas (forcément) une analyse.

Cela dit, la volatilité des marchés s'est affirmée depuis le 21 août, sous la pression de doutes sur la croissance. Sur la croissance chinoise pour tout dire. Cette crise de croissance de la Chine n'est pas une illusion. Les taux d'expansion supérieurs à 12 % et même à 10 % par an appartiennent au passé. Un des grands problèmes que rencontrent les investisseurs est le manque de transparence qui empêche d'analyser les choses. Les taux de croissance affichés par les agences officielles du pouvoir communiste apparaissent fantaisistes et cachent des évolutions sans doute moins négatives que ce que les opérateurs ont l'air de craindre. À l'évidence, les 6,5 à 7 % de croissance annuels affichés par le XIIe plan quinquennal (années 2016-2020) sont bien loin d'une réalité sur les critères en vigueur dans les grands pays développés. Pour autant, le ralentissement de cette croissance se poursuit sans accélérer, sur une expansion potentielle ramenée à 5 % et qui sera sans doute révisée vers les 3 % dans les années qui viennent. Il valide « par le bas » le changement de modèle, les services se stabilisant en légère progression, face à une industrie manufacturière en récession.

Un tour du monde des zones économiques - en particulier à la lumière des enquêtes d'indicateurs avancés - ne montre pas autre chose que des confirmations : bonne résistance aux États-Unis, inflexion de croissance temporaire en Europe, croissance zéro en Europe, développement d'une récession plus ou moins contenue dans les pays émergents pris globalement. On relèvera de plus dans les pays développés à partir du second semestre l'effet dopant pour l'activité de la baisse des prix de l'énergie.

## Pétrole et matières premières : de la coupe à moitié vide à la coupe à moitié pleine

Les cours du pétrole et des matières premières semblent porteurs de grandes craintes de la part des marchés financiers. La corrélation entre la Bourse et les cours de l'énergie est à la fois un phénomène assez nouveau et une évolution assez difficile

à justifier. La baisse des prix de l'énergie est positive pour la croissance des pays consommateurs et, aussi, pour la croissance mondiale, avec 18 mois de décalage.

Du côté des cours du brut, il n'y a pas de poursuite du rebond technique des dernières semaines à attendre. La baisse depuis un an est liée à un excès d'offre venant des pétroles de schiste américain, de l'augmentation de la production irakienne, du retour de l'Iran, et de la persistance de la pression de l'ensemble des pays producteurs. Dans le meilleur des cas, une vraie remontée est difficile à attendre avant 2018.

Cette persistance d'énergie bon marché, globalement favorable à l'économie, peut-elle provoquer un dérapage ?

Le grand risque est géopolitique et il est par construction très difficile à évaluer. Les exportateurs fragiles (ainsi que ceux d'autres matières premières) doivent faire face à une rupture de modèle. Au-delà, les dévaluations ne sont pas forcément suffisantes pour éviter sinon des défaillances, en tout cas des restructurations de dettes impliquant de fortes provisions.

On peut étendre cette fragilité aux sociétés intervenant dans les secteurs des produits de base et de l'énergie. Une grande faillite est le spectre qui revient périodiquement dans les rumeurs de marché. Les dossiers mis en avant - on pense à Glencore - se révèlent plus solides qu'attendu, ce qui n'empêche cependant pas les risques de se manifester sur les acteurs plus petits, en particulier les producteurs de pétrole de schiste américain.

## Obligations et dettes : où sont les signes ?

Cela a été un des sujets au plus fort de la baisse boursière des premières semaines de janvier : le stock de dettes accumulées sur les projets de pétrole non conventionnels atteindrait des niveaux allant jusqu'à 85 % de l'encours des crédits subprime avant la crise de 2007-2008. Il y a bien eu une alerte, avec la montée jusqu'à 1.000 points de base (10 %) de l'écart des crédits accordés à cette industrie avec la référence des emprunts d'Etat américain. Cependant, les mêmes causes ne produiront pas les mêmes effets : les créances n'ont pas été transférées et multipliées

comme cela avait été le cas il y a une dizaine d'années. Le risque existe, mais il semble assez bien pris en compte par les marchés et par le système bancaire. On observera qu'au total les taux de défaillances de débiteurs américains sont dans des niveaux très faibles.

La pression réglementaire sur les banques – et particulièrement les recapitalisations imposées aux banques italiennes – ont fait renaître enfin le spectre de risque dit systémique, pouvant entraîner des nationalisations ce qui a fait renaître des doutes sur les dettes de pays souverains. On en a eu une mesure avec une tension sur les rendements des dettes d'État des pays européens du Sud par rapport aux émissions des pays solvables (Allemagne et France). Cette pression de stress apparaît désormais cadrée.

On observera enfin que l'évolution du modèle bancaire vers celui d'un ensemble prioritairement en charge de transférer vers l'économie les liquidités émises par les banques centrales va limiter dans l'avenir leurs profits, mais a déjà réduit leurs risques.

## Les doutes sur l'efficacité des banques centrales

Reste précisément les banques centrales. On ne craint pas leurs défaillances. On ne craint pas vraiment un revirement de leurs politiques accommodantes, même aux États-Unis. En revanche, on doute désormais de l'efficacité de leurs politiques. Face à une inflation sous la pression durable des cours des matières premières, la généralisation de taux négatifs peut se révéler plus contreproductive qu'autre chose. On leur demande sans doute trop et les marchés financiers leur ont trop accordé de confiance. Le nouveau modèle économique mondial – tiré par les demandes internes et plus par le commerce international – et son potentiel de croissance, à revoir en sensible repli, est aussi marqué par une disparité qui s'installe durablement. Les banques centrales vont avoir besoin du relais des gouvernements et des parlements, et on sait que l'égoïsme sera la marque d'action qui va accroître les divergences.

Le changement de donne est profond et il remet en cause les économies pour tous les acteurs. De là à ce qu'il amène ce cygne noir qui plane dans l'inconscient des marchés financiers, cela paraît tout de même de l'ordre de l'improbable.