Les corrections du marché actions et l'économie

William De Vijlder

À un moment donné au mois de février, le S&P500 se situait à plus de 10 % en deçà de son point haut, ce qui correspondait à une correction du marché selon la définition la plus courante. Cette baisse du marché avait suscité bien des commentaires, les uns y voyant une « correction saine », les autres, le point de départ d'une hausse structurelle de la volatilité. Des analyses économétriques de même que des simulations sur base de modèles montrent qu'une correction boursière devrait avoir un impact économique limité. Une analyse des faits stylisés montre toutefois le rôle de l'influence réciproque entre comportement boursier et attentes en matière de croissance économique. Il en découle la nécessité de prêter une attention particulière au comportement du spread des obligations d'entreprise.

Bien qu'il soit reparti à la hausse depuis lors, le S&P 500 s'est situé, lors de la tourmente boursière récente, à plus de 10 % en deçà de son point haut, ce qui correspond à une correction du marché selon la définition la plus courante. Cette baisse du marché a suscité bien des commentaires, les uns y voyant une « correction saine », les autres, le point de départ d'une hausse structurelle de la volatilité. Si cette deuxième interprétation est la bonne, cela pourrait finir par peser sur les perspectives économiques. Plutôt que de tenter d'anticiper quelle sera l'évolution du marché, nous nous demandons ci-après comment les corrections du marché actions peuvent influer sur l'économie. Pour ce faire, nous nous appuyons sur des arguments théoriques, la recherche empirique, des simulations à partir de modèles et des faits stylisés.

Les marchés actions et l'économie : la théorie

L'évolution récente est importante en ce sens qu'en théorie, tout au moins, elle pose la question de l'éventuel impact négatif lié aux effets de richesse ou de confiance. Dans le premier cas, les ménages restreignent leurs dépenses et augmentent l'épargne de manière à accroître leur niveau de richesse, qui a baissé avec le repli du marché. Dans le deuxième cas, plus incertains face à l'avenir, ils resserrent les cordons de la bourse. En fait, ces deux canaux coexistent et peuvent agir comme un frein sur la croissance. Un troisième canal peut en outre entrer en jeu, celui du financement : en cas de diminution du patrimoine net, l'accès au crédit bancaire peut se révéler plus difficile.

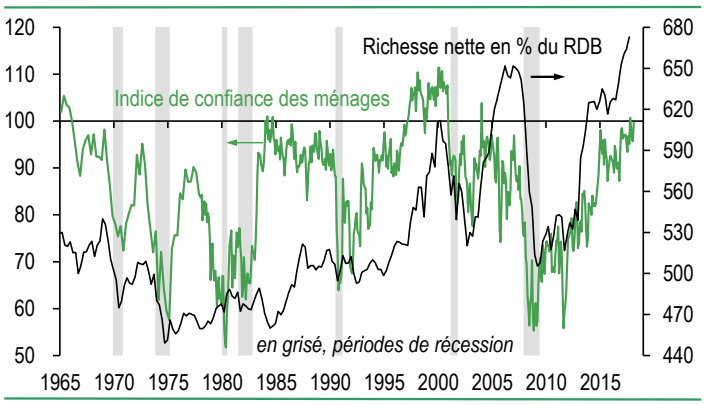
L'évolution du patrimoine des ménages américains, ces dernières années, laisse craindre qu'une correction du marché pèse sur les dépenses de consommation. De fait, le graphique 1 montre une corrélation étroite entre la richesse des ménages, en pourcentage de leur revenu, et la confiance des consommateurs.

De plus, le taux d'épargne des ménages a baissé (graphique 2).

Il est tentant de conclure que la hausse des prix des actifs immobiliers et boursiers (graphique 3) a *causé* un accroissement de la confiance des consommateurs, mais il est également possible que cette appréciation ne fait que *refléter* une évaluation plus favorable de l'environnement et des perspectives économiques.

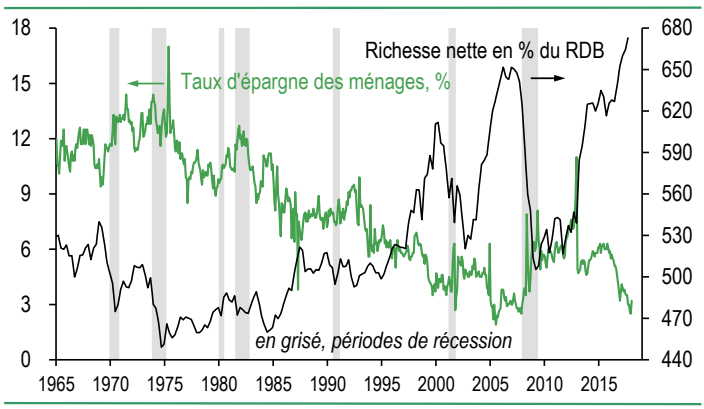
C'est une nouvelle illustration du problème habituel lié à la distinction entre corrélation et causalité.

Etats-Unis : indice de confiance et richesse nette des ménages



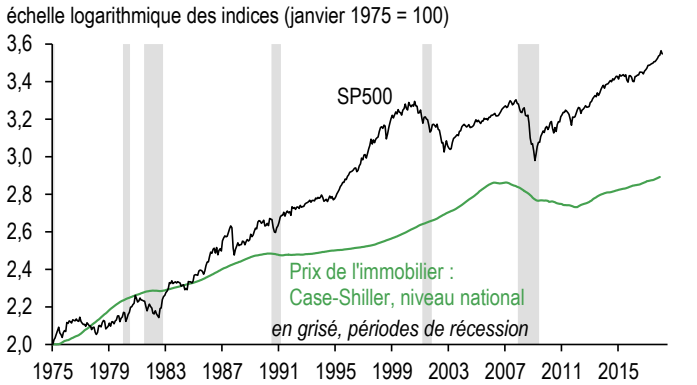
Graphique 1 Sources : Université du Michigan, Fed, NBER, BNP Paribas

Etats-Unis : taux d'épargne et richesse nette des ménages



Graphique 2 Sources : BEA, Réserve fédérale, NBER, BNP Paribas

Etats-Unis : évolution du prix de l'immobilier et de la bourse



Graphique 3 Sources : Thomson Reuters, Case-Shiller, BNP Paribas

Recherche empirique

On dispose d'une littérature empirique abondante sur l'existence des effets de richesse. Elle consiste en général à examiner la relation entre les variations du patrimoine et celles de la consommation par habitant.

Carroll et al. (2010)[1] analysent les effets de richesse immobilière et financière aux Etats-Unis, en utilisant une méthode d'estimation tenant compte de la progressivité de la consommation aux fluctuations du patrimoine, en d'autres termes de son inélasticité. C'est notamment le cas lorsque les habitudes de consommation ne changent que lentement ou lorsque les ménages ne sont pas suffisamment attentifs à l'évolution de l'environnement macro-économique et de marché. Les auteurs montrent que la propension marginale à consommer un dollar supplémentaire de richesse immobilière est d'environ 2 cents à court terme et de 9 cents à long terme. Pour le patrimoine financier, l'effet à long terme est plus faible, se situant aux environs de 6 cents. L'écart n'est pas suffisamment important pour affirmer avec certitude que les effets sont différents.

En utilisant divers modèles de régression, appliqués aux Etats-Unis sur la période 1975-2012, Case et al. (2013)[2] montrent que, de manière systématique, les variations du patrimoine immobilier ont un effet sur la consommation des ménages par habitant deux à trois fois supérieur à celui lié aux variations du patrimoine boursier. Les élasticités de la plupart des spécifications du modèle sont de l'ordre de 0,7-0,10 pour le patrimoine immobilier et de 0,3 pour le patrimoine financier. L'effet des baisses des prix des logements est plus important que celui des hausses : 0,10[3] contre 0,03. De même, la relation entre patrimoine financier et consommation est plus importante en cas de repli des cours boursiers (élasticité de 0,10) qu'en cas d'appréciation (élasticité de 0,03)[4].

Concernant la zone euro, les études effectuées par la BCE sur la période 1980-2007 aboutissent à des résultats différents : l'effet lié au patrimoine immobilier n'est pas significatif contrairement à l'effet lié au patrimoine financier, même si celui-ci est inférieur à celui observé aux Etats-Unis : « *les effets liés au patrimoine financier sont relativement plus importants et statistiquement significatifs tandis que les effets liés au patrimoine immobilier sont quasiment nuls et non significatifs. La propension marginale à consommer la richesse financière oscille, en règle générale, entre 0,7 cent par euro (réponse immédiate) et 1,9 cent par euro (impact à long terme)* »[5].

Arrondel et al. (2015)[6] estiment la propension marginale à consommer le long de l'échelle des patrimoines. En outre, ils tiennent compte de la composition de la richesse des ménages. Leur étude utilise les données de l'enquête *Patrimoine 2010*, réalisée en France, en association avec l'enquête *Budget de famille* (INSEE-EUROSTAT). Ils tiennent ainsi compte du fait que la distribution de la richesse est asymétrique à droite et que l'allocation d'actifs (patrimoine immobilier vs. patrimoine financier) varie d'un bout à l'autre de la distribution. Autrement dit, selon la nature des chocs de richesse, l'impact peut être assez différent. Le ratio consommation sur revenu est estimé en fonction du ratio patrimoine sur revenu et de plusieurs variables. Ils observent, le long de l'échelle des patrimoines, une propension marginale décroissante à consommer la richesse financière et immobilière : « *La propension marginale à consommer la richesse financière décroît, passant de 11,5 centimes dans le bas de la distribution à un effet non significatif dans le haut de la distribution. La propension marginale à consommer la richesse immobilière diminue, passant de 1,1 centime dans le bas de la distribution à 0,7 centime dans le haut de la distribution ».* Quoi qu'il en soit, compte tenu de l'asymétrie de distribution de la richesse, une augmentation de 1 % du patrimoine a toujours un impact économique global plus important dans le haut de la distribution. Les auteurs constatent également que la « *consommation des ménages confrontés à de fortes contraintes d'endettement est plus sensible à la richesse financière, sauf dans le bas de la distribution des patrimoines nets, où les ménages fortement endettés vont plutôt rembourser leur dette que consommer un euro supplémentaire de richesse financière ».*

Enfin, les auteurs montrent également que la relation entre la richesse et la consommation reflète plutôt un effet de richesse direct qu'un effet de confiance.

[1] Christopher D. Carroll, Misuzu Otsuka et Jiri Slacalek (2010), *How large are housing and financial wealth effects? A new approach*, Document de travail 1283 de la BCE

[2] Karl E. Case, John M. Quigley and Robert J. Shiller, *Wealth effects revisited: 1975-2012*, Document de travail NBER 18667, janvier 2013

[3] Autrement dit, un déclin des prix des logements de 10 % entraînerait une réduction de la consommation par habitant de 1 %.

[4] Tandis qu'en moyenne les variations du patrimoine immobilier ont un impact plus prononcé que les variations des cours des actions, l'étude des phases de baisse des prix des logements et des prix des actions montre que la consommation est aussi sensible au repli du patrimoine immobilier qu'à celui du patrimoine financier. Lorsque ces phases sont concomitantes, le repli des actions a même un impact plus important.

[5] Ricardo M. Sousa, *Wealth effects on consumption. Evidence from the euro area*, Document de travail de la BCE 1050, mai 2009

[6] Luc Arrondel, Pierre Lamarche et Frédérique Savignac (2015), *Wealth effects on consumption across the wealth distribution: empirical evidence*, Document de travail de la BCE n°1817

Jawadia et al. (2017) [7] étudient les effets de la richesse sur la consommation aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro[8]. Ils cherchent à déterminer, dans leur analyse, si les effets de richesse sont asymétriques et variables dans le temps. L'asymétrie des effets de richesse pourrait s'expliquer par le fait que les consommateurs accordent plus d'importance aux pertes de richesse qu'aux gains, par les contraintes de liquidité, la formation d'habitudes, etc. Quant à la variation dans le temps, elle pourrait être due aux anticipations des ménages, relatives à la nature permanente ou temporaire de la baisse des prix des actifs. Les auteurs montrent que les effets de richesse immobilière ne sont pas significatifs dans les trois cas étudiés (Etats-Unis, Royaume-Uni et zone euro) et que l'effet de richesse financière n'est pas significatif dans la zone euro. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les effets de richesse financière varient dans le temps. Les effets de richesse financière, significatifs au début[9], ne le sont plus dès que le patrimoine des ménages (aux Etats-Unis) et la consommation décalée (au Royaume-Uni) atteignent une certaine valeur seuil : en cas de perte notable sur le patrimoine immobilier, la relation entre la richesse financière et la consommation n'est plus significative aux Etats-Unis, ce qui pourrait s'expliquer par une plus grande prudence des ménages. Au Royaume-Uni, l'atonie de la consommation décalée serait le facteur déclenchant un comportement de précaution.

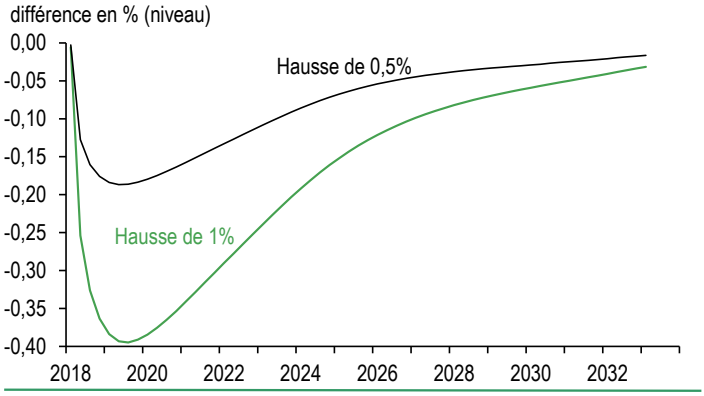
Ce survol de la littérature empirique récente illustre bien la complexité de la relation entre le patrimoine et la consommation des ménages. Selon le pays ou l'étude, soit le patrimoine immobilier a une influence significative, soit c'est le patrimoine financier. Il arrive même qu'aucun des deux ne soit significatif. Ce résultat complique donc l'évaluation des conséquences économiques de baisses boursières.

Simulations à partir de modèles

Les modèles économétriques offrent un bon moyen d'étudier la relation entre les marchés actions et la croissance. A l'aide du modèle NiGEM[10], nous avons simulé l'effet d'un choc de 50 points de base (100 pb) sur les primes de risque du marché américain des actions. Comme le montre le graphique 4, l'impact maximum sur le PIB réel est négatif de -0,4% (-0,2% %). Il est intéressant de noter que même si un choc sur la prime de risque équivaut à un choc de taux d'intérêt, en termes d'impact sur le taux utilisé pour calculer la valeur actualisée des flux financiers futurs l'impact économique, est tout à fait différent. L'impact d'un choc de taux d'intérêt (graphique 5) met plus de temps à se manifester, mais son ampleur dépasse celle du choc sur la prime de risque, ce qui peut s'expliquer par l'influence plus marquée de la hausse des taux d'intérêt sur le coût du financement des ménages, des entreprises et de l'État.

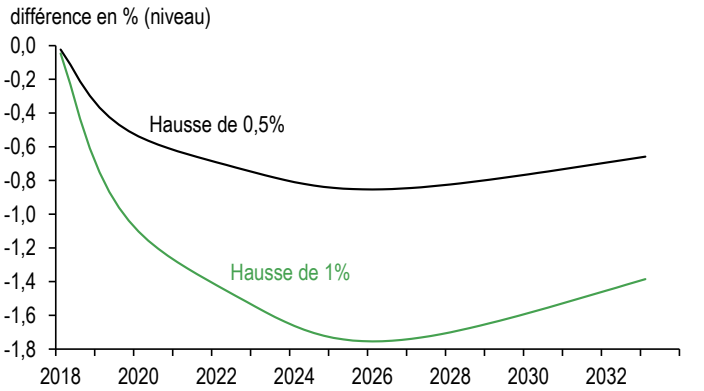
La modélisation permet également de simuler l'effet d'une baisse exogène du marché actions : une chute de 20% (10%) réduirait ainsi le PIB réel de 0,2% (0,1%)[11], un impact relativement limité (graphique 6).

Etats-Unis : impact d'une hausse de la prime de risque actions sur le PIB réel



Graphique 4 Sources : NIGEM, BNP Paribas

Etats-Unis : impact d'une hausse du taux long sur le PIB réel



Graphique 5 Sources : NIGEM, BNP Paribas

Expérience historique : faits stylisés

Enfin, on peut également étudier l'expérience historique liée aux mouvements de baisse ou *drawdowns* (graphique 7) et l'évolution des variables économiques pendant ces périodes. Les *drawdowns* correspondent à l'écart en pourcentage entre le niveau d'un indice boursier à la fin d'un mois donné et son point haut historique le plus récent. Ces *drawdowns* sont, mois après mois, de plus en plus importants en période de marché baissier et se réduiront, naturellement, dès que le marché commencera à se redresser. On observe alors une

[7] Fredj Jawadia, Richard Soparnot, Ricardo M. Sousa (2017), *Assessing financial and housing wealth effects through the lens of a nonlinear framework*, Research in International Business and Finance, vol. 39, pp. 840–850

[8] Ils utilisent des données trimestrielles pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro concernant, respectivement, les périodes 1947:1 à 2008:4, 1963:1 à 2008:1 et 1980:1 à 2008:1.

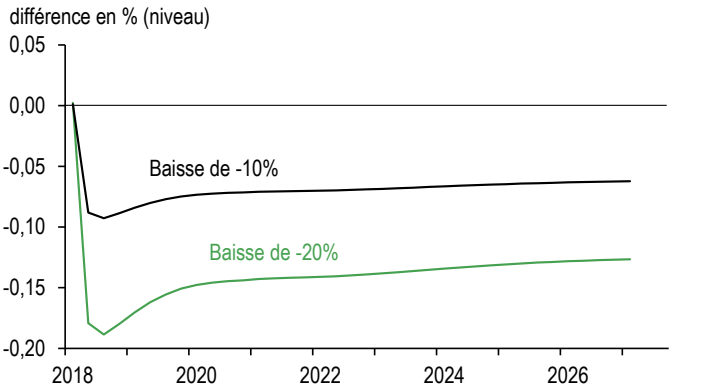
[9] Aux Etats-Unis, 1 % de richesse financière supplémentaire entraîne une augmentation de la consommation de 0,07 %. Au Royaume-Uni, la hausse de la consommation est plus importante : 0,18 %.

[10] NiGEM est un modèle macroéconométrique multi-pays développé par le National Institute of Economic and Social Research au Royaume-Uni.

[11] Il s'ensuit qu'une diminution exogène du marché de 20% aurait des effets similaires à ceux d'une augmentation de 50 pb de la prime de risque requise.

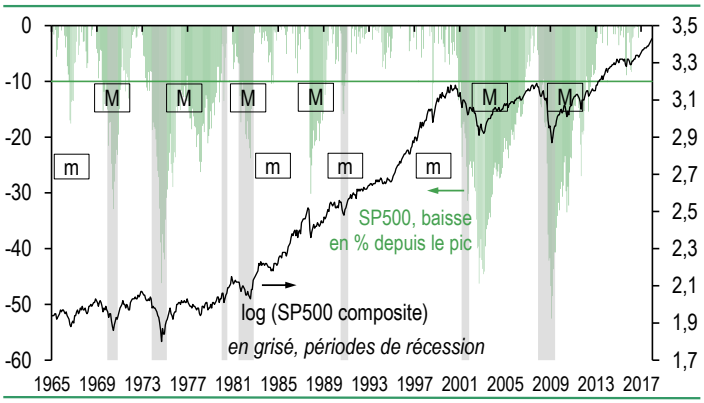
configuration de marché en forme de V, caractéristique des phases de récession et de reprise. Il s'ensuit que les données économiques peuvent commencer à s'améliorer même si la chute du marché par rapport à son pic historique reste considérable : un environnement de marché haussier reflète une amélioration des perspectives économiques mais peut également contribuer à un rebond de la confiance. La ligne horizontale du graphique 7 à -10 % illustre la définition la plus courante d'une correction du marché. Les barres grises indiquent les périodes de récession identifiées par le Bureau national de la recherche économique (*National Bureau of Economic Research* ou NBER).

Etats-Unis : impact d'une baisse de la bourse sur le PIB réel



Graphique 6 Sources : NIGEM, BNP Paribas

Etats-Unis : évolution du SP500 et périodes de baisse



Graphique 7 Sources : Thomson Reuters, NBER, BNP Paribas

Le tableau ci-dessous répartit ces *drawdowns* en fonction de leur ampleur (« mineure » pour un peu plus de 10 %, « majeure » pour beaucoup plus de 10 %) et du fait qu'ils soient liés ou non à une récession :

Répartition des *drawdowns*

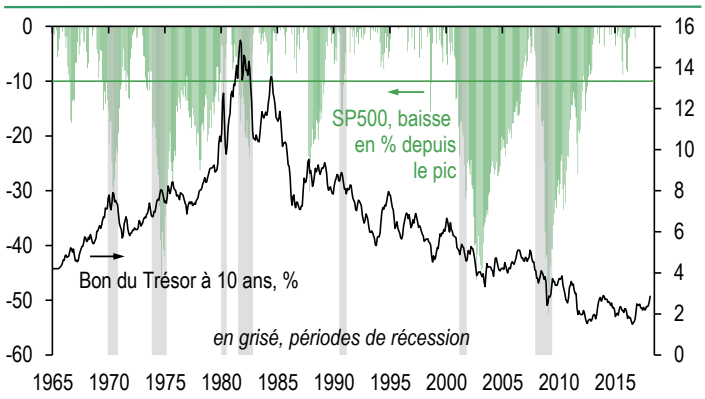
Ampleur	Récession	Pas de récession
mineure	1	3
majeure	5	1

Tableau 1 Sources : NBER, BNP Paribas

En phase de récession, les pertes sur le marché actions ont tendance à être colossales (1974, début des années 2000, 2008) mais il n'y a pas de règle générale (les *drawdowns* du début des années 1980 et de 1990 ont été plus modestes). Le krach de 1987 a engendré d'importants replis mais sans entraîner de récession.

Quelle a été par le passé la relation entre d'importantes baisses sur le marché actions et les variables économiques ? Eu égard aux préoccupations suscitées actuellement par les perspectives d'inflation et à leur impact sur le marché obligataire, il convient de commencer par examiner le comportement des rendements des *Treasuries* à 10 ans.

Etats-Unis : taux long et périodes de baisse du SP500



Graphique 8 Sources : Thomson Reuters, Réserve fédérale, NBER, BNP Paribas

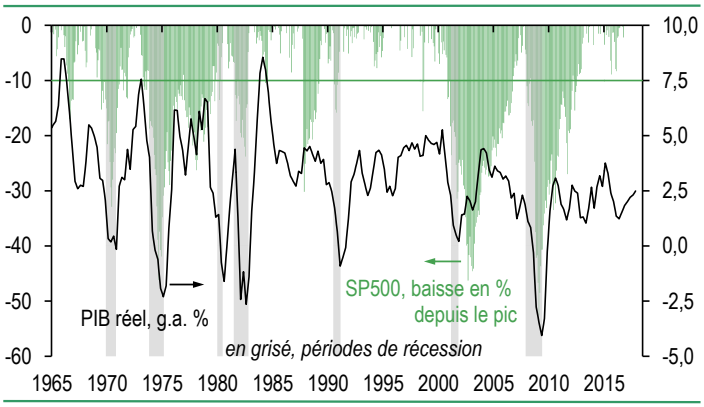
Le graphique 8 montre que, le plus souvent, les *drawdowns* ont été précédés par une hausse des rendements obligataires, laissant penser que l'augmentation des taux a finalement contribué à un repli du marché actions, ce qui n'a rien d'étonnant. Par ailleurs, le krach du marché obligataire de 1994 n'a pas conduit à une chute du marché actions, alors que l'on a observé des *drawdowns* au début des années 2000 et 2008 au moment même où les rendements étaient, respectivement, en repli et plus ou moins stables. Autrement dit, le facteur principal serait plutôt les perspectives de croissance que les craintes à l'égard de la hausse des taux. De fait, si l'augmentation des rendements nominaux reflète une remontée de l'inflation, les rendements réels resteront plus ou moins stables. Autrement dit, une hausse de l'inflation peut très bien se traduire par une progression des dividendes nominaux et du taux d'actualisation nominal, ce qui suppose que la valeur actualisée des dividendes futurs (c'est-à-dire les cours des actions) changerait très peu.

Le graphique 9 illustre la relation entre le marché actions et la croissance du PIB réel. Les périodes de récession, sont, bien évidemment, marquées par des taux de croissance négatifs du PIB réel en glissement annuel. On observe, après le krach de 1987, une forte croissance réelle tandis que la correction de 1998 (crise LTCM) n'a pas davantage entamé la croissance.

Le graphique 10 présente l'évolution de la confiance des consommateurs. Il s'agit de données mensuelles qui pourraient présenter une plus grande sensibilité aux turbulences du marché actions à court terme que les données trimestrielles comme au

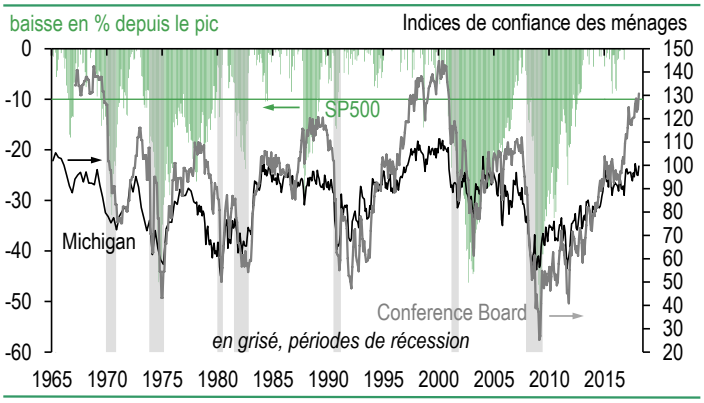
graphique 9. La confiance des consommateurs décline de manière assez significative en période de baisse des marchés actions, survenant peu avant ou pendant une récession. En revanche, l'impact du krach de 1987 sur la confiance a été de très courte durée et il en va de même de la correction de 1998.

Etats-Unis : croissance réelle du PIB et périodes de baisse du SP500



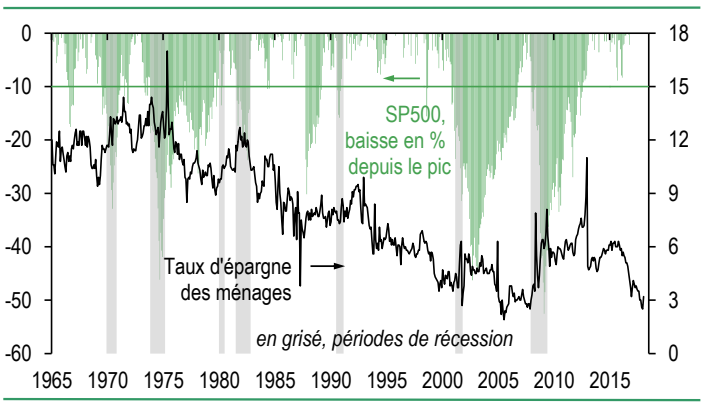
Graphique 9 Sources : Thomson Reuters, BEA, NBER, BNP Paribas

Etats-Unis : indices de confiance des ménages et périodes de baisse du SP500



Graphique 10 Sources : T.Reuters, Conf. Board, Univ. du Michigan, NBER, BNPP

Etats-Unis : taux d'épargne des ménages et périodes de baisse du SP500

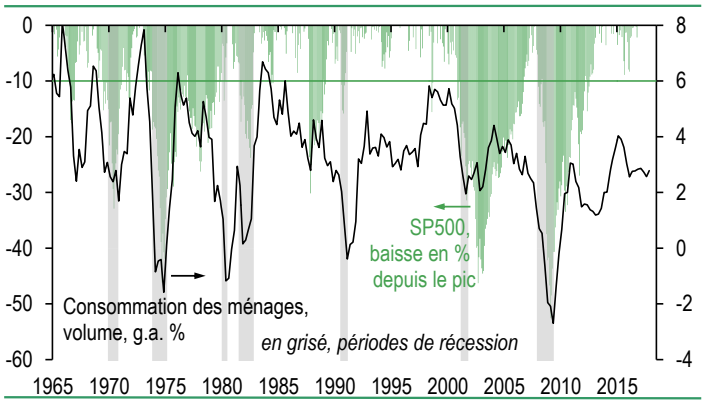


Graphique 11 Sources : Thomson Reuters, BEA, NBER, BNP Paribas

La confiance des consommateurs est une donnée pertinente en raison de son influence possible sur le taux d'épargne et les dépenses de consommation. L'évolution du taux d'épargne est présentée au graphique 11. Pendant et immédiatement après des périodes de récession, le taux d'épargne a tendance à augmenter. On note, cependant, que le krach de 1987 n'a pas provoqué un accroissement durable du taux d'épargne de même, d'ailleurs, que les événements survenus sur le marché en 1998. Le graphique vient également rappeler le très faible taux d'épargne actuel.

Le graphique 12 montre la croissance des dépenses de consommation. Les résultats confirment ceux des graphiques précédents : l'impact significatif des récessions et l'absence d'impact des événements de 1987 et 1998.

Etats-Unis : consommation des ménages et périodes de baisse du SP500



Graphique 12 Sources : Thomson Reuters, BEA, NBER, BNP Paribas

En résumé, on peut tirer les conclusions suivantes :

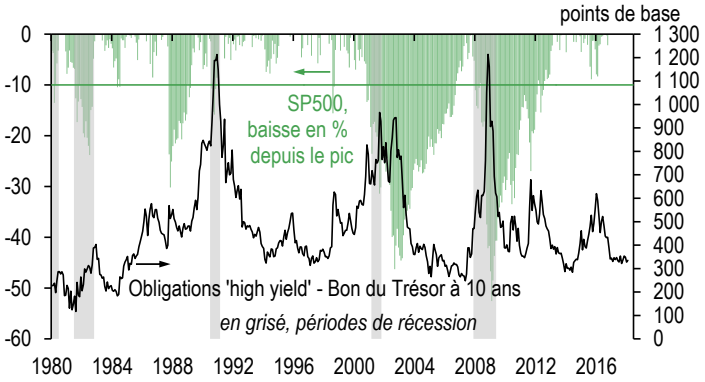
1. Le S&P 500 a connu, depuis 1965, quatre *drawdowns* mineurs (un peu plus de 10 %) et six *drawdowns* majeurs (nettement plus de 10 %)
2. Sur les six *drawdowns* majeurs, un seul *ne* s'est *pas* produit sur fond de récession
3. Sur les quatre *drawdowns* mineurs, un seul est survenu dans un contexte de récession (1990)[12].
4. Contrairement aux fortes baisses du marché actions, les replis mineurs n'ont pas tendance à être suivis d'un déclin notable de la croissance (PIB, dépenses) et de la confiance des consommateurs.

[12] La récession de 1990 aux Etats-Unis est due à un ensemble de facteurs : un resserrement notable de la politique monétaire pour lutter contre une accélération de l'inflation, le ralentissement de la croissance réelle conjugué à de mauvaises surprises pour la croissance et à une hausse des prix du pétrole due à l'invasion du Koweït par l'Irak. Ces évolutions ajoutées à la menace d'une guerre du Golfe imminente ont entraîné une chute de la confiance des consommateurs (Stephen K. McNees, *The 1990-91 recession in historical perspective*, New England Economic Review, janvier-février 1992).

Rôle du canal du financement

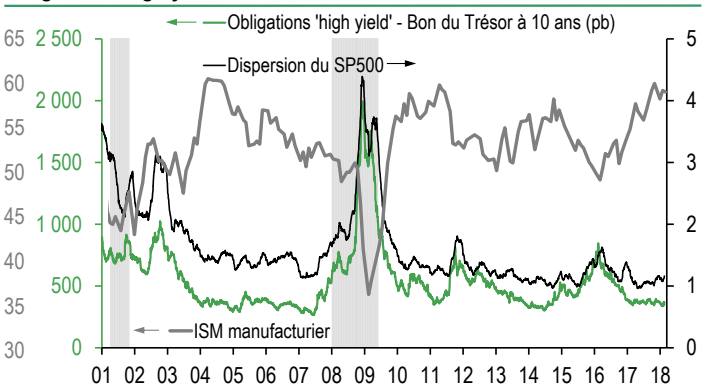
Ces conclusions montrent que nous sommes en présence d'un raisonnement circulaire : le marché actions est influencé par les anticipations relatives à l'économie, qui, à leur tour, sont influencées, en particulier en cas de chute sensible, par l'évolution des cours des actions. En d'autres termes, une correction boursière restera limitée et donc sans grande conséquence sur l'activité si les investisseurs estiment que la correction aura peu d'impact sur l'économie. Qu'est-ce qui peut influencer la psychologie des investisseurs ? Qu'est-ce qui détermine qu'une baisse de la bourse deviendra particulièrement anxiogène ? Pour élargir la perspective, le graphique 13 analyse l'évolution du *spread* des obligations à haut rendement en phase de repli du marché actions.

Etats-Unis : écart de taux des obligations 'high yield' avec le bon du Trésor à 10 ans et périodes de baisse du SP500



Graphique 13 Sources : T.Reuters, Réserve fédérale, NBER, BNP Paribas

Etats-Unis : ISM, incertitude économique et écart de taux des obligations 'high yield' avec le bon du Trésor à 10 ans



Graphique 14 Sources : Thomson Reuters, ISM, Réserve fédérale, BNP Paribas

A l'exception du début des années 1980, les récessions se sont accompagnées d'un creusement notable des *spreads*, conséquence d'une augmentation des défaillances et d'un bond de la prime de risque exigée, lui-même dû aux inquiétudes suscitées par les pertes liées aux défaillances et par la contraction de la liquidité sur le marché des obligations d'entreprise. On a observé, lors du *drawdown* majeur du marché actions après le krach de 1987, qui n'a pas été suivi d'une récession, une très légère augmentation des *spreads* des obligations à haut rendement et, lors du *drawdown* mineur de 1998, un accroissement considérable des *spreads* des entreprises. Une évolution qui fut néanmoins de courte durée, l'économie ayant poursuivi sa croissance.

Le risque de raisonnement circulaire est tout aussi présent dans l'analyse des *spreads* des obligations d'entreprise que dans celle des actions : ces *spreads* sont influencés par les anticipations relatives à l'économie qui, à leur tour, sont influencées par l'évolution des *spreads*[13]. En revanche, un certain nombre de faits stylisés font que les signaux de ce marché sont peut-être plus faciles à interpréter :

1. En période de récession, on assiste à un accroissement considérable des *spreads* (600 points de base, voire plus)
2. Le plus souvent, l'augmentation des *spreads* est très progressive
3. Les phases de creusement des *spreads*, non suivies de récessions, cèdent la place à des phases de compression rapide des *spreads*.

Ce dernier point est particulièrement important : une hausse significative et progressive des *spreads* qui ne serait pas suivie d'un resserrement rapide serait préoccupante dans le sens où elle pourrait indiquer l'anticipation par les investisseurs d'une augmentation du risque de défaillance, ce qui signifierait un ralentissement notable de la croissance. Au-delà de signaler un essoufflement de l'activité, cet écartement des *spreads* y contribuerait aussi.

Afin d'explorer le rôle de la psychologie des investisseurs, le graphique 14 présente l'évolution de l'indice des directeurs d'achat (ISM) aux Etats-Unis, la volatilité du S&P500, mesurée par la moyenne mobile sur 60 jours de l'écart-type transversal des rendements quotidiens des composantes de cet indice, de même que le *spread* des obligations à haut rendement. La volatilité, telle que définie, constitue un bon indicateur de l'incertitude économique : plus cette dernière est grande, plus les investisseurs feront la distinction entre les entreprises cotées en bourse en fonction de la qualité de leur bilan, de l'évolution de leur bénéfices, etc. Comme le montre le graphique, la relation entre l'indicateur cyclique (ISM) et l'incertitude est loin d'être étroite. Le ralentissement à partir de 2004 n'a pas été accompagné, dans un premier temps, par une hausse de l'incertitude tandis que l'accélération en 2017 n'a pas conduit à une baisse de celle-ci. Le graphique montre aussi que la relation entre l'incertitude et le *spread* des obligations d'entreprises peut fluctuer. Ainsi, nous observons à partir de 2004 une tendance à la baisse du *spread* tandis que l'incertitude est restée stable. En 2017, l'incertitude a légèrement augmenté tandis que le *spread* s'est effrité. En revanche, des périodes de forte hausse de l'incertitude ont vu un net écartement du *spread*.

[13] Ainsi, la recherche empirique sur les déterminants de l'investissement des entreprises montre que le *spread* des obligations d'entreprises joue un rôle très important.

Conclusion

Au vu des considérations théoriques, des résultats de la recherche empirique et des simulations réalisées à partir de modèles, on peut dire que les replis majeurs du marché actions ont un impact préjudiciable sur l'économie. C'est loin d'être le cas, voire pas du tout, des corrections mineures. Le problème qui se pose, lors de l'évaluation d'un repli du marché, est que son ampleur et, par conséquent, son impact, dépendent des anticipations concernant l'économie, ce qui introduit une circularité dans l'analyse. Aussi est-il recommandé d'étudier également l'évolution du *spread* des obligations à haut rendement par rapport aux *Treasuries*. Traditionnellement, une correction boursière est accompagnée d'un creusement du *spread* et nos simulations ont montré qu'un choc de taux longs a un impact plus important sur l'économie, quoique très étalé dans le temps, qu'un choc boursier[14]. En conséquence, un creusement de *spread* significatif, qui tarderait à être suivi d'un rétrécissement rapide, serait bien plus préoccupant qu'un repli du marché actions en soi.

William De Vijlder

william.devijlder@bnpparibas.com
Achevé de rédiger le 7 mars 2018

[14] Comme il n'était pas possible de simuler un choc du *spread*, nous avons utilisé un choc du taux long des bons du Trésor comme référence. Ceci pourrait conduire à une surestimation de l'impact économique sachant qu'un choc de spread devrait surtout influencer l'investissement des entreprises tandis qu'un choc de taux longs impacterait également la consommation des ménages et le secteur de la construction résidentielle.

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William DE VIJLDER Chef Economiste	+33(0)1 55 77 47 31	william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc PROUTAT Responsable	+33.(0)1.58.16.73.32	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Alexandra ESTIOT Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation	+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
Hélène BAUDCHON France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail	+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
Frédérique CERISIER Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal	+33.(0)1.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
Thibault MERCIER Zone euro (conjoncture et politique monétaire),France (réformes structurelles)	+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
Catherine STEPHAN Pays Nordiques - Commerce international - Education, santé, conditions de vies	+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
Raymond VAN DER PUTTEN Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme	+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Tarik RHARRAB Statistiques	+33.(0)1.43.16.95.56	tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent QUIGNON Responsable	+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOULET	+33.(0)1.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com
Thomas HUMBLOT	+33.(0)1.40.14.30.77	thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François FAURE Responsable - Argentine	+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
Christine PELTIER Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud	+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
Stéphane ALBY Afrique francophone	+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
Sylvain BELLEFONTAINE Turquie, Amérique latine	+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Sara CONFALONIERI Afrique lusophone et anglophone	+33.(0)1.42.98.43.86	sara.confalonieri@bnpparibas.com
Pascal DEVAUX Moyen Orient, Balkans	+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
Anna DORBEC CEI,Europe centrale	+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
Hélène DROUOT Corée, Thailande, Philippines, pays andins	+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
Johanna MELKA Inde, Asie du Sud, Russie	+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com

Michel BERNARDINI Contact Média	+33.(0)1.42.98.05.71	michel.bernardini@bnpparibas.com

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES

CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

ECOFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.
BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.
Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.
Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.
Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.
Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).
Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.
Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.
Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréé réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.
Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site https://globalmarkets.bnpparibas.com

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
http://economic-research.bnpparibas.com

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE APPLICATION ECO NEWS POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijlder

BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change