

## Scénario économique mi-2007

### Le monde traverse une période économique peu ordinaire...

#### → Une croissance exceptionnellement forte :

En 2006, et pour la 4<sup>ème</sup> année consécutive, l'économie mondiale a connu un taux de croissance supérieur à 4%, prolongeant l'une des périodes d'essor économique les plus soutenues d'après-guerre.

Cette année, et probablement en 2008, l'économie mondiale devrait maintenir un taux de croissance proche de 5%, porté par l'essor effréné du développement de la Chine (10% en 2007) et de l'Inde (9% en 2007).

Egalement, la croissance mondiale se dessine comme étant plus homogène et mieux répartie grâce au développement des pays émergents qui a favorisé la hausse du commerce intra régional en Asie, mais aussi en Europe.

Grâce à la hausse des prix des produits de base, des matières premières et de l'énergie, la croissance dans de nombreuses régions de l'Afrique s'est également maintenue à des niveaux inhabituellement élevés, tandis que le revenu national progresse à des taux records dans la plupart des pays producteurs de pétrole.

Les grands pays industriels affichent de solides résultats favorisant le rééquilibrage des croissances économiques : alors que le rythme d'expansion de la demande domestique commence à se modérer aux Etats-Unis, la croissance au Japon et dans les pays de la zone euro –notamment l'Allemagne- a continué en ce début d'année 2007 de s'accélérer.

#### → Une inflation modérée :

En dépit de cette forte croissance mondiale et du vif renchérissement du prix des matières premières et de l'énergie, l'inflation sous-jacente est généralement restée modérée.

La conjonction du progrès technologique et de la mondialisation a favorisé l'amélioration des gains de productivité au détriment de l'investissement, puis accéléré le mouvement désinflationniste.

#### → Des taux d'intérêts réels et des primes de risque au plus bas :

Compte tenu des très bas niveaux d'inflation –voire, dans certains pays, des craintes de déflation- qui ont résulté de cette conjoncture, la politique monétaire des banques centrales des pays industrialisés est restée exceptionnellement accommodante ces dernières années, stimulant l'expansion monétaire et l'essor du crédit.

On aurait pu s'attendre à ce qu'une telle politique monétaire dans les pays industrialisés entraîne une baisse de leurs cours de change et, par voie de conséquence, une hausse des devises des pays émergents : or, les économies émergentes connaissant elles aussi une faible inflation et souhaitant se constituer de solides réserves de change pour se prémunir contre de futures crises, un tel ajustement n'a pas été recherché. Au contraire, l'absence d'interventions massives de change pour soutenir les monnaies domestiques, conjuguée à des politiques monétaires restées très souples ont été menées –notamment en Asie. Ainsi, à mesure que les réserves de change accumulées étaient réinvesties, elles sont venues soutenir le dollar US et augmenter la liquidité déjà considérable des marchés financiers des pays industrialisés, portant par-là même au plus bas l'aversion des investisseurs pour le risque.

**De prime abord, il serait tentant de se réjouir de ces résultats ..., pris séparément.**

**Pourtant, leur conjonction est si insolite qu'il est nécessaire de s'interroger non seulement sur les causes, mais aussi sur la pérennité de cette association favorable !**

## **...souvent perçue comme l'avènement d'une « ère nouvelle » ....**

### **→ Une ère nouvelle ?**

A en croire les prévisions consensuelles, la vigueur de la croissance actuelle se poursuivra, l'inflation restera modérée, les déséquilibres des paiements courants s'atténueront progressivement...

Le monde industriel et financier serait donc rentré dans une nouvelle ère, caractérisée par une plus grande stabilité économique, une diversification géographique des investisseurs au niveau mondial, une meilleure gestion mutualisée des risques, et une plus grande liquidité assurant dès lors une parfaite régulation de l'efficacité des marchés financiers.

### **→ Les prévisions économiques sont bien souvent loin de la réalité, et tout particulièrement à l'approche des points de retournement de cycle :**

Quasiment personne n'avait pourtant anticipé ni la *Grande Dépression* des années 30, ni la grande inflation des années 70, ni même les crises qui ont secoué le Japon et l'Asie du Sud-est respectivement au début et à la fin des années 90, ni encore le violent effondrement des marchés boursiers en 2001...

En fait, chaque épisode de repli a été précédé d'une période de croissance non inflationniste et suffisamment vigoureuse pour conduire nombre de commentateurs et prévisionnistes à présager l'avènement d'une « ère nouvelle »...

## **...mais dangereusement porteuse d'inquiétudes susceptibles de sonner la fin de la récréation...**

Ce sont aujourd'hui tous les secteurs de la planète financière, marchés boursiers et marchés obligataires, qui sont aspirés dans une spirale de prises de risques exceptionnellement élevés, avec tous les dangers que cela comporte.

Tous ces risques ont un dénominateur commun : des conditions de financement très avantageuses qui permettent d'emprunter à faible coût, avec des taux d'intérêts très bas :

### **→ La crainte d'une résurgence possible de l'inflation mondiale conjuguée à un ralentissement excessif aux Etats-Unis :**

Compte tenu du rôle encore crucial des Etats-Unis dans l'économie mondiale, son ralentissement économique inhérent à l'éventuel impact inflationniste de la hausse cyclique des salaires et de la baisse des gains de productivité est une source d'inquiétudes, d'autant plus préoccupante si sa corrélation avec le cycle du logement, qui a brusquement amorcé un retournement en 2006, se confirme.

Jusqu'à maintenant, des conditions de crédit accommodantes, notamment sur le marché hypothécaire, et plus particulièrement sur le segment *subprime mortgages*, ont favorisé l'alourdissement de la dette et le renchérissement du logement.

L'inversion récente de cette tendance est source d'inquiétude : en 2006, l'arrêt de la hausse des prix du logement a freiné brusquement la capacité des ménages à se servir de leurs plus-values immobilières via les crédits hypothécaires pour financer un emprunt ou des dépenses de consommation, et a entamé leur sentiment de confiance découlant d'un accroissement de richesse<sup>1</sup>.

Lorsque les suppressions d'emplois dans le bâtiment commenceront à traduire la baisse du nombre de mises en chantier de logements, le revenu salarial, la sécurité de l'emploi et la confiance pourraient s'en trouver davantage affectés, mettant ainsi la consommation des ménages américains sous pression.

### **→ LBO, Subprime Mortgage : les conditions allégées de la dette inquiètent :**

#### **LBO :**

Les sonnettes d'alarme prévenant les risques de défaut dans les rachats avec effet de levier ne se font plus entendre...L'immense afflux de liquidités sur les marchés de la dette entraîne un assouplissement considérable des conditions qui lui sont liées : depuis le début de l'année, selon Thomson Financial, 50% des montages de dette se font avec des covenants *lite -procédures a minima-* contre une moyenne de déjà 15% auparavant.

Alors que traditionnellement, le franchissement de ces seuils obligeait banquiers et actionnaires à se réunir autour d'une table pour éventuellement restructurer l'entreprise, leur absence peut conduire dangereusement à une prise de risque accrue, puisque le défaut peut intervenir avant que l'alerte n'ait été donnée...et se traduire par une baisse des taux de recouvrement pour les prêteurs.

Alors que le marché est devenu très favorable aux emprunteurs, à l'inverse, les prêteurs –*notamment les CLO*<sup>2</sup>– qui absorbent une part de plus en plus importante de la dette LBO, se trouvent en position de risque accru.

<sup>1</sup> dès 2007, les constructions nouvelles de logements ont chuté vertigineusement pendant que le ratio stock de maisons invendues/ventes effectives a atteint des niveaux jamais enregistré depuis le début des années 70.

<sup>2</sup> Collateralized Loan Obligations

Nos renseignements, puisés aux meilleures sources, sont donnés à titre indicatif sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité de SGA Finances. Ils ne sauraient constituer ni un conseil personnalisé, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente.

### Subprime Mortgage :

Les banques, et plus encore les courtiers spécialistes du crédit immobilier, ont profondément sophistiqué leur mode de financement et surtout de portage du risque associé aux crédits hypothécaires. L'essentiel du risque est transmis au marché via, le plus souvent comme pour les LBO, des montages de titrisations achetés par différents gérants d'actifs -*fonds de pension, fonds communs de placement, hedge funds*- associé à un effet de levier pour amplifier leur gain ... ou leur risque.

En supposant que les gros établissements aient réussi à mieux répartir les risques inhérents à leurs prêts, qu'en est-il des détenteurs ultimes de ces risques et de leur capacité à les gérer ??

Nous avons eu le 14 juin dernier un élément de réponse assez inquiétant au risque inhérent aux allègements des conditions de la dette lorsque Bear Stearns, une grande banque new-yorkaise, décida de réunir les créanciers d'un de ses fonds d'investissement pour leur expliquer que ce fonds -*à la tête de 15 milliards de dollars de positions spéculatives sur le marché des obligations adossées à des crédits hypothécaires pour seulement 700 millions de capital*- ne pouvait plus payer ses appels de marge...

Les créanciers -*principalement d'autres banques comme Merrill Lynch et JP Morgan*- menacèrent de saisir et de vendre les actifs si Bear Stearns ne recapitalisait pas le fonds. Devant le risque d'écroulement du marché des obligations hypothécaires en cas de vente massive, Bear Stearns dû renflouer son fonds à hauteur de 3,2 milliards de dollars.

Que penser de cette affaire ?

- que la crise immobilière commence à avoir des effets de contagion sur la sphère financière ;
- qu'il n'est pas possible pour une banque de faire porter tout le risque de la dette aux investisseurs au motif qu'elle n'est elle-même qu'un fournisseur de service ;
- que la solidarité bancaire est fragile et que les banques n'hésitent pas à pousser à la faillite les structures concurrentes ;
- que le marché n'est pas aussi liquide qu'on le croit...

### → La persistance des mouvements de change désordonnés :

Les mouvements de change désordonnés sont actuellement à l'œuvre partout dans le monde, du fait de l'explosion des positions de *carry trade*, qui permettent sans grands risques, d'emprunter des actifs à faibles rendements pour en réinvestir le produit sur des placements plus rémunérateurs.

Le yen, assorti des taux les plus bas du monde, a pulvérisé récemment un nouveau record de faiblesse vis-à-vis de l'euro, franchissant le seuil des 167 yen pour 1 euro. C'est dans ce contexte que la BRI et le FMI ont lancé une mise en garde, pointant la vulnérabilité du dollar.

Or, si la banque du Japon puisait dans ses réserves de change pharaonique pour soutenir sa monnaie, la hausse du yen qui en découlerait pourrait avoir pour corollaire de sérieuses corrections boursières, en asséchant une part importante des liquidités internationales...

### → La vulnérabilité potentielle des marchés financiers :

Les prix de presque tous les actifs enregistrent une hausse pratiquement continue depuis la mi-2003 : face à cela, porté par les annonces favorables des prévisionnistes, le marché pourrait être devenu déraisonnablement exubérant.

La formidable faiblesse de l'aversion au risque qu'ont développé les investisseurs et les fonds spéculatifs sur des marchés inondés de liquidités, fait courir une menace d'instabilité financière et réduit l'impact des politiques monétaires des banques centrales.

Le système financier a connu de profondes mutations structurelles : de nouvelles technologies au service de la gestion des risques, de nouveaux instruments et de nouveaux intervenants occupent une place grandissante, dans un contexte de concurrence qui exige que la moindre opportunité soit pleinement exploitée au nom de la quête du seul rendement.

Les succès passés semblent alors inciter à une plus grande prise de risque, à plus d'effet de levier, plus de financement, plus de valorisation, ..., et à nouveau à une plus grande prise de risque.

La bonne tenue des marchés face aux chocs successifs semble avoir de plus en plus encouragé l'idée qu'une baisse des prix constitue une opportunité d'achat.

Le danger d'un tel processus autoalimenté réside dans le fait qu'il peut finir par s'inverser en cas de surestimation des données fondamentales. Si la liquidité s'assèche et que les corrélations entre les prix d'actifs se renforcent, une éventuelle surréaction à la baisse n'est pas à exclure. De tels cycles ont déjà été observés à maintes reprises...

**CONCLUSION : si ces nombreuses inquiétudes ne remettent pas en cause la prévision consensuelle en tant que telle, elles devraient au moins servir à rappeler que des événements extrêmes affectant l'économie mondiale pourraient avoir, à un moment ou à un autre, des coûts bien plus élevés qu'on ne le suppose généralement et sonner amèrement la fin de la fête.**