



SARASIN
EXPERTISE

FIL CONDUCTEUR

Décembre 2007

Achévé de rédiger le 17 décembre

L'économie de bulle : nouveau concept ou fin de parcours ?

Les économistes de marché ne sont jamais en reste pour inventer des concepts leur permettant d'expliquer ce qu'ils n'ont pu prévoir ou de justifier ce qui paraît aberrant à l'homme de la rue. Ainsi, après la Nouvelle Economie de la fin du siècle dernier, voit-on fleurir aujourd'hui sous la plume des analystes *bullish* le terme nouveau d'«économie de bulle».

Ceux qui n'hésitent pas à louer les vertus de ce nouveau concept sont, pour la plupart, les mêmes qui ont nié jusqu'à la mi-2001 que la hausse des TMT fut une bulle spéculative puis adhéré à l'idée (avancée par Greenspan) qu'on ne pouvait jamais identifier une bulle avant qu'elle craque et enfin expliqué que ni le *boom* de l'immobilier américain ni son (sur)financement ne s'apparentaient à un processus spéculatif.

Avec la débâcle du *subprime* et sa contagion au marché de la titrisation, l'évidence de l'enchaînement des scénarios bulle/krach et du déplacement ultra-rapide des excès spéculatifs d'une classe d'actif à l'autre s'impose et rend le déni définitivement impossible. L'économie mondialisée, dérégulée et financiarisée est bien caractérisée par la formation puis la rupture de poches de surévaluation des actifs, favorisées par l'usage immodéré des instruments à levier¹. Les déséquilibres structurels qui caractérisent les échanges commerciaux et la distribution de l'épargne à l'échelle mondiale créent les conditions d'une surabondance de liquidités prêtes à s'engouffrer dans toutes les opportunités offertes par l'ingénierie financière, au prix parfois d'une déformation insoutenable des couples rendement/risque.

¹ Le levier étant en définitive le pouvoir donné à certains agents économiques d'investir au-delà de leurs capacités propres sur l'assertion que les gains en capital permettront de rembourser la ressource empruntée.

L'existence des bulles...

Devenue non contestable, l'existence des bulles spéculatives doit, pour rester tolérable, pouvoir être intégrée au schéma macro-économique comme un élément non toxique, voire favorable. Ceci est d'autant plus important que la croissance doit non seulement exister mais être permanente. Car dans l'économie de l'offre, ce n'est pas seulement l'idée de décroissance qui est -à juste titre- rejetée, c'est la nécessité de maintenir un rythme de croissance quasi-continu qui est indispensable, puisque l'utopie d'une meilleure redistribution de l'existant a disparu au profit de la seule possibilité de partager les fruits de la croissance.

... désormais incontestable mais finalement tolérable...

Pour se convaincre du caractère opérationnel de ces propos, il suffit de rappeler que le véritable Graal de Greenspan a toujours été l'abolition du cycle économique par le lissage du taux de croissance et l'élimination de l'alternance des phases de forte expansion (jusqu'à la surchauffe) et des phases de freinage (jusqu'à la récession) qui ont marqué les décennies d'après-guerre. Ainsi le pilotage de la Fed est-il devenu de plus en plus *market-friendly*, à mesure que l'économie devenait de plus en plus *asset-driven* et tout particulièrement après l'erreur de tir de 1994 (relèvement excessif des taux provoquant un krach obligataire et une quasi-récession). Le marché de l'emploi, à travers le *pool of available workers* de Greenspan et le NAIRU², joue ici un rôle majeur dans la conduite de la politique monétaire.

... car nécessaire pour lisser la croissance...

Alors que se termine une année aussi cahoteuse que maussade pour les actions et carrément dramatique pour les obligations privées, toute prospective pour 2008 tourne irrémédiablement autour de cette question : l'économie de bulle, pour autant que le concept ait vraiment un sens, est-elle susceptible de se relancer et d'éviter à l'Amérique une récession qui se traduirait par un recul des profits et entraînerait un fort ralentissement dans le reste du monde ?

... permettra-t-elle d'éviter la récession en 2008?

Pour répondre à cette question, il nous faut d'abord approfondir ce concept puis essayer ensuite d'imaginer quelle serait la classe d'actif sur laquelle se développerait la prochaine bulle et par quels canaux la liquidité s'y concentrerait. Pour finir, nous nous interrogeons sur la cohérence des courbes de taux d'intérêt avec un tel schéma.

1. L'économie de bulle : le concept

L'économie de bulle serait une économie dans laquelle se répèteraient indéfiniment des mécanismes d'enrichissement virtuel portant sur différents types d'actifs, de sorte que l'insolvabilité globale du système ne vienne jamais entraver la poursuite de la croissance, la purge d'une poche de surévaluation étant rapidement compensée par le gonflement de la suivante.

² NAIRU : *Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*. Niveau optimal du taux de chômage dans la logique de la courbe de Phillips.

La création de richesse virtuelle...

L'économie de bulle répond à la migration du système classique, où les banques assuraient l'intermédiation entre épargnants et emprunteurs, vers un régime de marché de titres négociables dont le prix (le rendement escompté) représente l'arbitrage rendement/risque opéré par les investisseurs. Elle s'inscrit plus généralement dans une évolution vers l'économie patrimoniale (*asset-based economy*), où le crédit est de moins en moins consenti en fonction des capacités de remboursement futures liées aux revenus (*cash flows*) et s'appuie de plus en plus sur les valeurs d'actifs adossés (collatéraux). Dans ce schéma, l'espérance de réévaluation des seconds (plus-value en capital) supplée souvent l'insuffisance prévisible des premiers.

... basée sur des revenus futurs insuffisants.

Que ce soit dans les OPE ou dans la titrisation des *subprime*, les excès de valorisation caractéristiques de la bulle conduisent donc à recevoir des titres ou à consentir des crédits de plus en plus disproportionnés avec les revenus réels qui, in fine, permettent de les rembourser. Au paroxysme de la bulle, le déficit de revenus est à son maximum, alors que la valeur des actifs adossés s'apprête à fondre rapidement. L'insuffisance de couverture conduit implacablement à déprécier les engagements (prêts, titres de dettes ou de participations), d'autant plus rapidement que se déclenche une spirale de liquidation. Dans le krach des «technos», les *write-off* retentissants passés par Vivendi, France Télécom, Cisco, JDS Uniphase, AOL, à mesure que s'évaporaient les *goodwill* de leurs filiales, se comptaient en dizaines de milliards de dollars ou d'euros. Aujourd'hui ce sont les *write-down* constatés par les banques sur leurs portefeuilles de RMBS et de CDO's qui atteignent des montants similaires. Dans les deux cas, les conséquences sur l'économie sont identiques : effets directs, sous forme de faillites et licenciements et indirects, à travers la contraction des budgets et le recul des investissements, auxquels s'ajoutent la défiance générale et surtout la contraction mécanique du crédit par l'effet multiplicateur de la consommation de fonds propres institué par les normes prudentielles (ratio Cooke).

La nécessité de rebondir d'une bulle à l'autre...

Dans une configuration où le recours à la relance budgétaire est limité sinon proscrit, il est indispensable de trouver rapidement une nouvelle catégorie d'actif qui permette de relancer le crédit et d'éviter la récession. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis, parallèlement aux stimuli budgétaires mis en place par l'administration Bush dès 2001, le marché de l'immobilier résidentiel a immédiatement pris le relais du Nasdaq pour alimenter la richesse patrimoniale et la liquidité disponible et soutenir ainsi une consommation qui représente 70% du PIB.

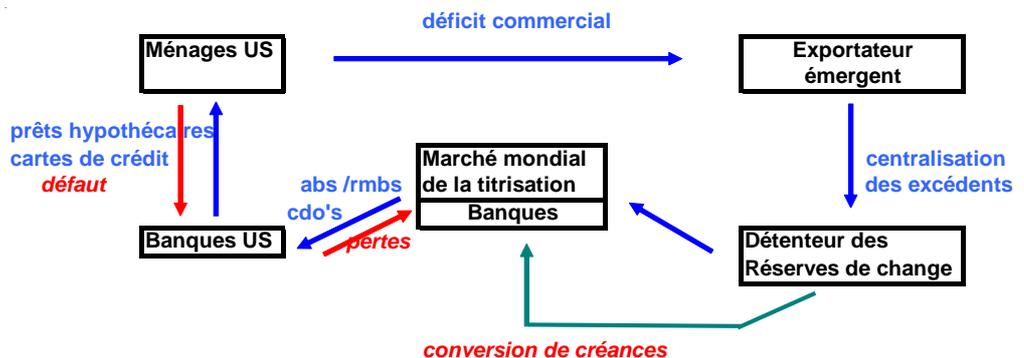
... grâce au prêteur de dernier ressort...

Toute analyse du mécanisme des bulles et des krachs se termine invariablement par le rôle essentiel du prêteur de dernier ressort, qui permet en fait d'éviter les faillites en cascade. C'est en principe la Banque Centrale qui joue ce rôle, en ouvrant l'Open Market ou la fenêtre d'escompte à des catégories d'actifs inhabituelles. La Fed l'avait fait en août dernier. Elle vient de répéter cette manœuvre en espérant faire un peu retomber les tensions sur l'interbancaire pour la fin d'année. Ces opérations visant à rendre de nouveau liquides des actifs

solvables ne traitent malgré tout qu'une partie du problème, ne serait-ce que parce qu'elles sont temporaires et qu'elles ne remplacent en aucune façon le capital détruit. Ce dernier aspect est aujourd'hui clairement pris en charge par les véritables porteurs de la liquidité mondiale que sont les détenteurs de balances commerciales non soldées, privés ou publics.

... et, aujourd'hui, aux conversions de créances des SWF.

Nous avons évoqué le mois dernier quelques-uns des problèmes que pose l'hypertrophie des réserves financières du monde émergent/producteur de ressources naturelles. Quelques opérations spectaculaires (ADIA avec Citigroup, Singapour avec UBS) montrent combien la diversification souhaitée par les SWF peut s'analyser autant en termes de bonnes affaires pour les acquéreurs et d'opérations de sauvetage pour les banques occidentales qu'en termes de soutien bienvenu à la bourse. On peut en simplifiant, mais sans pour autant déformer la réalité, dire que c'est la défaillance du ménage américain qui permet au final au créancier du système bancaire occidental de convertir ses créances en capital. Au-delà des promesses de modération qui accompagnent ces opérations, celles-ci marquent un tournant majeur dans les relations entre le monde dit avancé et les pays émergés.



2. La prochaine bulle : quels actifs, quels relais ?

Les pays émergents...

Bien qu'il assure la continuité du système financier et serve effectivement à éviter le *credit crunch* en regonflant les fonds propres des banques, ce mécanisme constitue-t-il pour autant un relais consistant à l'économie de bulle ? La réponse nous paraît clairement négative. Pour repousser encore une fois l'apurement de l'insolvabilité globale, il faudrait impérativement trouver une nouvelle classe d'actif cible et de nouveaux transmetteurs de la liquidité. L'idée vient assez naturellement que les bourses ou les dettes des pays émergents peuvent attirer de larges flux de capitaux en réponse à la dynamique économique de ces régions. La réalité de leurs marchés, en termes de volumes et de valorisations, laisse pourtant peu de chances d'y développer une bulle à la mesure des besoins de création de richesse en occident (cf. le «fil» d'octobre 2007). La comparaison des ratios de capitalisation d'Exxon et de Petrochina, première firme mondiale

... ne sont-ils pas déjà trop chers ?

à dépasser les mille milliards de dollars de capitalisation, montre de plus à quel point les cours boursiers sont, dans l'Asie du Sud-Est, déjà en phase de bulle avancée. Le constat est le même si l'on se tourne vers les matières premières ou certaines thématiques à la mode. On ne peut sur ce point négliger le fait que, dans le passé, l'économie n'a émergé de crises profondes que grâce aux politiques de réarmement, en particulier après la grande dépression où la vraie reprise, malgré le *new deal*, ne se produisit qu'après 1942.

La question des véhicules de transmission/concentration de la liquidité nécessaire au développement de toute bulle ramène à la position des Banques centrales et à leur degré de liberté vis-à-vis de trois éléments : le risque systémique ; l'exigence de croissance ; l'aléa moral.

Les réticences des Banques Centrales...

Les récentes opérations d'open market, d'élargissement de la fenêtre d'escompte et d'abaissement du taux directeur (UK, Canada) confirment, après le sauvetage de Northern Rock, la tolérance zéro au risque systémique. La faible réactivité des marchés interbancaires à ces opérations reste toutefois particulièrement inquiétante. Elle révèle l'intensité de la défiance face aux risques, pour l'instant non dévoilés mais redoutés, de mise en jeu des garanties de liquidité données aux SIV³.

... malgré leur vigilance face au risque systémique

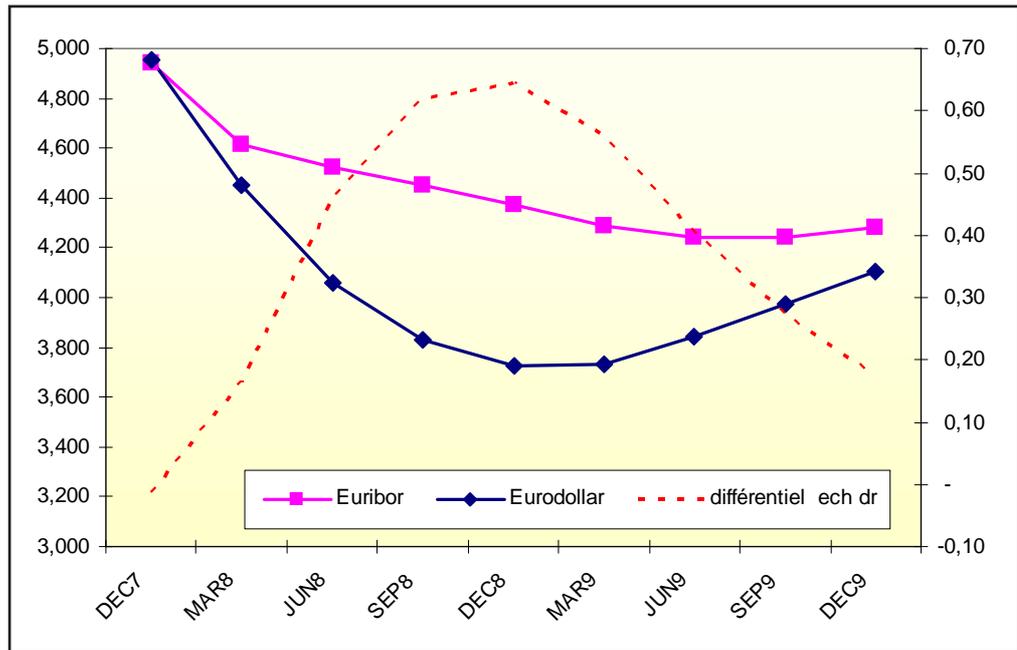
Il est très significatif que la Réserve fédérale ait annoncé ces opérations exceptionnelles au lendemain d'un FOMC qui a constaté l'aggravation des perspectives économiques mais refusé d'accéder aux souhaits des marchés en ne baissant le taux cible des fed funds et le taux d'escompte que d'un quart de point. Il y a là un message clair visant à établir une distinction stricte entre la volonté de résolution des tensions interbancaires, dans la perspective du passage de fin d'année, et le pilotage fin d'une économie partagée entre ralentissement et pressions indésirables sur les prix. Ce message porte aussi, nous semble-t-il, le refus de se montrer trop complaisant, trop vite, à l'égard d'un système bancaire qui a effectivement abusé de la confiance des banquiers centraux.

Sur ce point la BCE n'a guère déçu les attentes. On se prend même à espérer secrètement que l'Institution de Francfort mène en son sein les réflexions qu'imposent la gravité de la situation et que c'est par tactique qu'elle n'en laisse rigoureusement rien paraître dans ses communiqués officiels. En se limitant plus que jamais au contrôle de la stabilité des prix à moyen terme et des effets de second tour (sic), JC Trichet concentre son discours sur le seul terrain des anticipations (l'économie est saine, l'inflation est modérée et doit le rester) en s'écartant chaque fois un peu plus de la réalité. Son problème majeur est toutefois que les Etats-Unis auront bientôt des taux à court terme sensiblement inférieurs à ceux de l'euro et que cela ne sera guère tenable.

³ *Special Investment Vehicle*: Structures ad-hoc créées par les banques pour recueillir les actifs titrisés.

3. Les courbes de taux : quelles anticipations ?

Cette remarque nous conduit à notre dernier point, la double incohérence des courbes de taux, illustrée par le graphique ci-dessous qui représente les anticipations des futures sur dépôts à 3 mois.



Avec un point bas au premier semestre 2009, les courbes de *forwards* (euribor et eurodollar 3 mois) anticipent une longue séquence de baisse aux USA et une résolution très lente de la crise interbancaire avec, au final, une stabilité du taux directeurs ou une légère détente, en Europe. De l'autre côté de l'Atlantique, c'est donc une longue période de croissance inférieure au potentiel qui est prévue, avec éventuellement un ou plusieurs trimestres négatifs. Ce scénario récessif est évidemment totalement incompatible avec la hausse des profits attendue à 13-14% par le consensus en 2008. Entre les actions et les obligations, l'un des deux marchés prend ses désirs pour des réalités.

Dans l'Euroland, la contradiction est encore plus vive. La croissance y est immédiatement menacée par la crise de confiance qui paralyse le marché monétaire, avec des taux de CD's et Billets de Trésorerie frôlant les 5%. Si le retour à la normale devait s'étaler sur les prochains dix-huit mois, comme l'indique le marché, le diagnostic de robustesse formulé à Francfort serait sévèrement invalidé, d'autant que, comme on vient de le mentionner au précédent paragraphe, le différentiel de taux sous-tendu par le rapprochement des deux courbes plaide pour une envolée insupportable de l'euro.

Conclusion

Une idée que l'on entend parfois est que l'économie de bulle ne saurait bien sûr se perpétuer indéfiniment mais qu'elle a encore quelques belles années devant elle. Nous pensons au contraire qu'elle a consommé la plupart de ses cartouches. Les contradictions relevées (dans les anticipations exprimées) dans les différents compartiments de marché et les dommages sévères subis par les banques laissent en effet entendre que les deux prochaines années seront particulièrement délicates à négocier.

Comme nous l'avons écrit dès juillet dernier, la crise présente est la plus grave de toutes celles subies depuis vingt ans parce qu'elle touche le cœur du processus de croissance des économies avancées. Elle marque, de ce fait, la transition irrémédiable vers une autre forme d'organisation de l'économie mondiale et répond ainsi parfaitement à la définition de la crise : période où l'ordre établi ne fonctionne plus mais où l'ordre à venir n'est pas encore installé.

Puisque le cœur du problème concerne la solvabilité des dettes privées de l'Occident, n'oublions pas que s'approche aussi à grand pas le temps du constat de l'insolvabilité des engagements donnés aux «*papy boomers*» et que la seule bulle susceptible d'y remédier sera l'inflation, la vraie.

Jacques NINET

Membre du Directoire, Directeur des Gestions

L'Equipe de Sarasin Expertise vous souhaite un joyeux Noël.

PS: Nous ne modifions pas les recommandations d'allocations figurant dans le «fil» du mois dernier.