

La lettre mensuelle

OCTOBRE 2012

Petite histoire des bulles financières

Quelle sera la prochaine bulle financière ? C'est la question que nombre d'économistes commencent à se poser après les injections massives de liquidités que les banques centrales ont dû se résoudre à insuffler dans le système bancaire mondial ces dernières années afin de juguler la pire crise financière de tous les temps. Un petit rappel historique des crises récentes nous paraît important afin de tenter de répondre à cette question. Nous datons l'origine des bulles financières à répétition dans l'histoire économique récente au krach d'octobre 1987. Cette année-là, la banque centrale américaine tentait de freiner l'économie américaine après cinq années d'expansion en remontant les taux d'intérêt directeurs et en freinant la progression de la masse monétaire. Les marchés financiers et particulièrement la bourse ont ignoré tout au long de l'année les avertissements donnés par l'institut d'émission. Pour quelles raisons ? L'inertie de la hausse, la confiance des investisseurs, les bons résultats publiés par les entreprises sont quelques-unes des raisons qui ont conduit les investisseurs à ignorer les signes avant-coureurs d'un resserrement des conditions de crédit. Les marchés financiers ne sont pas toujours rationnels, particulièrement à court terme. Le retour à la réalité s'est déroulé brutalement un certain 19 octobre 1987 lorsque l'indice Dow Jones des grandes valeurs industrielles s'est effondré de 23% en une seule séance. Le mouvement avait été exacerbé par les ventes générées par des programmes informatiques qui ont contribué à créer une machine infernale à la baisse. Le monde financier s'est réveillé, et ce ne sera pas la seule fois au cours des vingt années suivantes, avec la gueule de bois et le spectre d'une crise semblable à celle de 1929. Monsieur Alan Greenspan qui venait de prendre les commandes de la Fed utilisera massivement les outils de politique monétaire à sa disposition, inaugurant le début d'un interventionnisme monétaire qui se répétera à maintes reprises dans les années qui suivront. Cette omniprésence de la banque centrale américaine, à chaque soubresaut sur les marchés financiers, induira un comportement du type pavlovien dans l'esprit des investisseurs et autres opérateurs, les conduisant à prendre de plus en plus de risques sachant que la Fed viendrait toujours à leur secours en cas de problèmes. Ce comportement trouvera sa dénomination sous le vocable de « Fed put » ou littéralement : protection de la Fed en cas de dérapage des cours. Au lendemain du lundi noir d'octobre 1987, Monsieur Greenspan abaissera massivement les taux d'intérêt

directeurs et inondera le système interbancaire de liquidités. Ce sera l'origine d'un cycle infernal, dans lequel nous nous trouvons toujours, de successions de bulles financières, d'éclatements de ces dernières avec ses cohortes de scandales financiers, de récessions, de chômage et de destructions de valeurs et de nouvelles mesures prises dans l'urgence par les banques centrales pour sauver le système financier. Le krach boursier passé, les investisseurs se sont tournés vers l'immobilier à la fin des années 80, empruntant massivement à des taux ridiculement bas.

La bulle immobilière éclatera au début des années 90, mettant à mal les bilans de nombreuses banques dont la Banque Cantonale de Genève qui figurera au rang des établissements devant être recapitalisé par l'Etat, c'est-à-dire en définitive par le citoyen-contribuable. Aux Etats-Unis, les caisses d'épargne (Savings & Loans) tombèrent comme des dominos et le gouvernement dut mettre en place des structures de défaisance pour reprendre les actifs immobiliers saisis suite aux faillites bancaires. Les grands établissements furent sauvés en pouvant emprunter auprès de la Fed à des taux très bas, de l'ordre de 3% et en prêtant à 6 ou 7%. Il faut rappeler qu'aujourd'hui, les banques empruntent à 0%. En l'espace de quelques trimestres les banques purent reconstituer des réserves, amortir les mauvaises dettes et repartir de l'avant, exactement comme aujourd'hui.

Après une période de croissance économique et financière à peu près normale entre 1993 et 1997, les déséquilibres financiers réapparaîtront avec la crise asiatique de 1997 et son cortège de dévaluations monétaires dans le bassin du sud-est asiatique. La crise de l'été 1998 éclatera ensuite dans un ciel bleu avec le défaut de la Russie sur sa dette extérieure et la faillite du fonds spéculatif LTCM qui a failli provoquer la première crise systémique du système financier mondial. Les bourses perdirent 40% durant l'été 1998 et Alan Greenspan dut orchestrer un sauvetage du système financier mondial en mettant tous les grands établissements bancaires internationaux présents sur la place de New York à contribution. Injections massives de liquidités dans le système financier accompagnées de taux d'intérêt faibles, les ingrédients étaient en place pour libérer la plus grande spéculation mobilière de tous les temps : la bulle technologique basée sur le nouvel Eldorado baptisé Internet. Bulle qui sera gonflée hors de toutes proportions par la peur du passage à l'an 2000 et qui verra toutes les banques centrales du monde entier se mettre à l'unisson pour inonder le système financier de liquidités au cas où le 1^{er} janvier 2000, les ordinateurs refuseraient de se mettre en marche. Nous rappellerons, à ce stade, qu'une bulle financière est toujours d'origine monétaire, c'est à dire qu'un excès de liquidités se trouvant dans le système financier va gonfler un actif hors de toutes proportions. 1988-1989, l'immobilier et l'art ; 1999-2000, les nouvelles technologies cotées en bourse. La suite est connue, les banques centrales tenteront de drainer les liquidités excédentaires dans le système au début de l'année 2001, la bulle technologique éclate, les bourses s'effondrent, la récession se profile, les attentats du 11 septembre 2001 paralysent du jour au lendemain l'économie mondiale, le commerce international est au point mort et les voyages d'affaires et de tourisme cessent du jour au lendemain. Les banques centrales réagissent rapidement et, aux vieux maux, appliquent les vieux remèdes en recourant à nouveau et encore à l'arme monétaire pour relancer les économies mondiales. Baisse des taux d'intérêt, injections monétaires, ce ne sera que fin 2003 que l'économie réelle montrera les premiers signes tangibles de reprise. La Fed appliquera la politique des petits

pas pour remonter les taux d'intérêt vers une certaine normalité, elle prendra trop de temps pour ajuster sa politique, le mal est fait, la spirale savonneuse s'amorce, la bulle sera celle de l'immobilier. Dans un premier temps les banques centrales s'en accommodent, quoi de mieux que de créer de la richesse artificielle sur le bien que l'on possède : sa maison, actif de choix pour les banques qui aiment par-dessus tout prêter sur des valeurs tangibles comme la pierre. La finance s'invite dans la danse à travers la titrisation des dettes hypothécaires, de toutes les dettes hypothécaires telles que les « subprime ». Le ver est dans le fruit, à chaque fois que l'immobilier est réévalué, la sensation de richesse des ménages américains s'accroît et ces derniers n'hésiteront pas à dépenser le bénéfice théorique en hypothéquant encore davantage leur maison.

La messe est dite, lorsque la remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis commence à toucher la solvabilité des débiteurs les plus faibles, le marché immobilier et son pendant financier s'effondrent entraînant la chute des grands établissements financiers mondiaux qui ont accumulé à l'excès pour leur propre compte de ces instruments de crédit en se finançant à bon marché à court terme sur le marché monétaire interbancaire. La suite est connue, la crise traverse l'Atlantique et le plus grand sauvetage de tous les temps du système financier mondial doit être orchestré en octobre 2008.

Au vu de l'histoire récente, va-t-on assister à l'émergence d'une nouvelle bulle et le cas échéant quel marché en sera le bénéficiaire ? Nous sommes convaincus qu'une nouvelle bulle financière se prépare sous une forme ou une autre, malgré la vigilance des gardiens du temple de la stabilité monétaire : les banques centrales. Ces dernières sont conscientes du problème mais préféreront vraisemblablement agir avec un temps de retard pour drainer les liquidités excédentaires injectées dans le système financier en 2008 et relever les taux d'intérêt plutôt que de tuer la reprise économique dans l'œuf et risquer une rechute de l'économie. Cette hypothèse se trouve renforcée par les déclarations récentes de Monsieur Bernanke qui non seulement est en train de repousser aux calendes grecques un éventuel resserrement des conditions de crédit mais se dit prêt à intervenir pour tenter de stimuler l'économie à travers un troisième assouplissement quantitatif. Cette période de latence laissera suffisamment de temps pour qu'une bulle ou tout au moins ses prémices se développent.

Quelle sera la prochaine bulle ?

Nous l'avons évoqué dans notre analyse, la bulle qui a éclaté en 2007 avec les « subprime » américains était celle du crédit, d'un crédit démesuré offert aux emprunteurs à des taux d'intérêt demeurés trop bas, trop longtemps et trop facilement disponible. Les banques centrales et particulièrement la Fed portent une grande responsabilité dans la débâcle qui s'en est suivi ; nous estimons qu'il y a peu de chances pour qu'un cycle généreux du crédit par les banques commerciales renaisse rapidement, bien au contraire. En effet et c'est le grand souci actuel des banquiers centraux, les mécanismes de transmission du crédit à travers le marché interbancaire et en faveur de l'économie privée ne fonctionnent plus ou alors très mal. C'est le scénario du « credit crunch », la restriction du crédit par les établissements financiers traditionnels et l'exemple de la trappe de liquidités défini dans les années trente par l'économiste anglais John Maynard Keynes illustrant la situation où les banques centrales inondent le système bancaire et financier à plus soif de liquidités, même gratuites, sans que celles-ci ne viennent alimenter le système du crédit ; les liquidités sont thésaurisées et ne circulent plus dans l'économie. C'est le scénario noir que

l'économie japonaise traverse depuis vingt ans. Il faut rappeler que ce sont les mécanismes du crédit qui sont à l'origine de la révolution industrielle et de tout essor économique.

En passant en revue les différentes classes d'actifs à disposition des investisseurs, nous constatons aujourd'hui que les alternatives d'investissement ne sont pas légions. L'immobilier a été la source de tous les problèmes de la crise financière et on peut s'attendre à une certaine prudence des investisseurs et des instituts de crédit face à cet actif. Les marchés monétaires et obligataires n'offrent quasiment plus aucun rendement et aucune préservation du capital n'est assurée contre une dépréciation de la valeur de l'argent liée à une création monétaire par les banques centrales hors de toute proportion en regard des besoins de l'économie et du financement de sa croissance réelle.

Nous l'avons évoqué, la véritable bulle financière trouvera ses racines dans une croissance monétaire débridée par les banques centrales afin d'alimenter ce phénomène pervers que les Américains ont inventé sous le vocable d'assouplissement quantitatif et abusé comme outil de politique monétaire : à savoir créer de la monnaie pour racheter des obligations d'Etat afin de stabiliser et faire descendre les taux d'intérêt sur les marchés mais aussi de financer au moins temporairement les déficits publics. La seule façon pour les Etats de rembourser leurs dettes colossales consistera à rembourser l'épargnant avec de l'argent déprécié. Les Allemands, garants de l'orthodoxie financière européenne, se sont opposés avec vigueur à cette pratique mais devront céder lorsque l'économie allemande sera touchée par un ralentissement marqué de son économie et une reprise du chômage. On peut affirmer que sur les marchés obligataires de dettes étatiques considérées comme sûres, une bulle financière s'est déjà développée hors de toute proportion. Nous pensons aux marchés obligataires suisses, allemands, français ou américains.

Les matières premières pourraient bénéficier de l'excès d'offre monétaire libéré dans le système mais nous ne nous attendons pas à une économie mondiale faisant feu de tous ses cylindres ces prochaines années, à l'image de la période 2004-2008. Aujourd'hui, l'investisseur doit se préparer au risque qu'un scénario d'hyperinflation se mette en place dans les années futures et l'or qui a déjà bénéficié ces dernières années en tant que valeur refuge contre la perte de valeur du dollar deviendra aussi une valeur refuge contre la dépréciation monétaire de toutes les grandes monnaies. Nous l'avons évoqué préalablement, les Allemands se sont opposés au recours par la BCE à des outils non conventionnels dans sa politique monétaire tels que l'assouplissement quantitatif, mais le jour n'est pas loin où ces derniers céderont sous la pression de leurs partenaires européens en échange de promesses de mesures de rigueur budgétaire qui seront difficiles à tenir. Le franc suisse dont le sort est désormais scellé à l'euro par la politique menée par la Banque Nationale Suisse depuis une année en fixant un taux de change fixe à 1.20, subira automatiquement les conséquences de la politique menée par la Banque Centrale Européenne. L'or sera également pour l'investisseur suisse la dernière valeur refuge face à la perte de valeur et de pouvoir d'achat du franc suisse. En attendant que ce risque se matérialise concrètement par une perte de valeur de la monnaie pour le consommateur et l'épargnant, nous estimons qu'un scénario intermédiaire se dessine dont l'investisseur pourrait profiter au cours de ces prochaines années. Il reste en définitive un actif à considérer par les investisseurs : les actions. Aujourd'hui les marchés des actions se traitent globalement un tiers en dessous de leur niveau d'il y a dix ans en arrière. Les valorisations qui avaient atteint des niveaux parfois très élevés pour certains secteurs comme la technologie au tournant du siècle sont revenues à des niveaux très raisonnables

avec des rendements en termes de dividendes très attrayants par rapport aux marchés à taux fixes.

Les banques centrales sont aujourd'hui à nouveau très tentées de faire de la reflation monétaire alors que les grands indicateurs économiques montrent un fléchissement de la croissance économique mondiale, les USA pour soutenir la création d'emplois et le secteur immobilier, l'Europe pour endiguer la crise de l'euro et les pays émergents, dont la Chine en tête, pour stimuler la croissance, la consommation intérieure et développer ses classes moyennes. Nous pensons que les marchés actions, rassurés à court terme par la survie de la zone euro, pourraient bénéficier de l'effet dit de liquidité dans un contexte d'une relance économique mondiale coordonnée.

Le facteur confiance sera l'élément le plus déterminant pour justifier une reprise prolongée des cours en bourse mais les raisons sont là : faibles valorisations, rendements élevés sur la base des dividendes distribués, forte productivité des entreprises, potentiel de croissance et d'innovation, gains de parts de marché dans les économies en fort développement.

Nous ajouterons encore deux facteurs à la liste, les actions sont aujourd'hui faiblement détenues dans les portefeuilles des investisseurs après douze ans de crises financières et de cours en bourse chahutés. Il ne faut pas oublier également que derrière les actions il y a des actifs réels tangibles et intangibles, capables de résister à tout changement de référentiel monétaire tel que la disparition de l'euro, de l'introduction d'un euro à deux vitesses ou du retour aux monnaies prévalant sur les marchés des changes avant l'entrée en vigueur de la monnaie unique européenne.

Conclusion

Dans un contexte momentanément stable sur le front de la crise de l'endettement européen et dans une perspective de reflation monétaire orchestré à l'unisson par les banques centrales mondiales, les marchés actions et l'or pourraient en profiter ces prochains mois. La reconstitution des stocks dans toute la chaîne industrielle pourrait exercer un effet multiplicateur sur les bénéfices grâce aux gains de productivité générés par les mesures de restructuration entreprises par les sociétés durant la crise. Contrairement aux Etats et aux particuliers, la situation financière de beaucoup de sociétés est saine. A titre d'exemple, aux Etats-Unis, les sociétés cotées n'ont jamais détenu autant de liquidités dans leur bilan.

EMC Gestion de Fortune SA
19, rue du Rhône, 1204 Genève
Tél +41 22 817 78 78 www.emcge.com

Gérants indépendants depuis 1982

Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune SA estime dignes de foi ; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.