

Et maintenant, que faut-il faire ?

Nous nous intéressons aux réactions nécessaires des intervenants des marchés financiers et des politiques économiques publiques après la crise financière.

Nous identifions cinq réponses nécessaires :

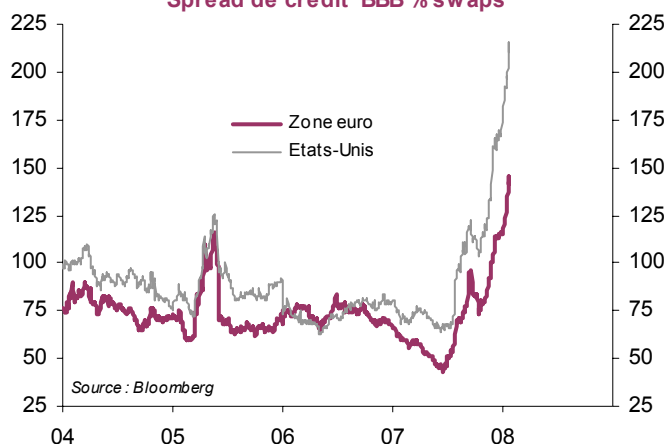
- 1. les marchés financiers pouvant se décorrélérer fortement des fondamentaux, essayer de réduire ces biais ;*
- 2. réfléchir aux effets des normes comptables et réglementaires, à la nature de la concurrence entre investisseurs ;*
- 3. être capable de satisfaire un besoin accru de capital ;*
- 4. contrôler la liquidité globale ;*
- 5. accepter des rendements plus faibles.*

Biais entre la valorisation de marché et les fondamentaux

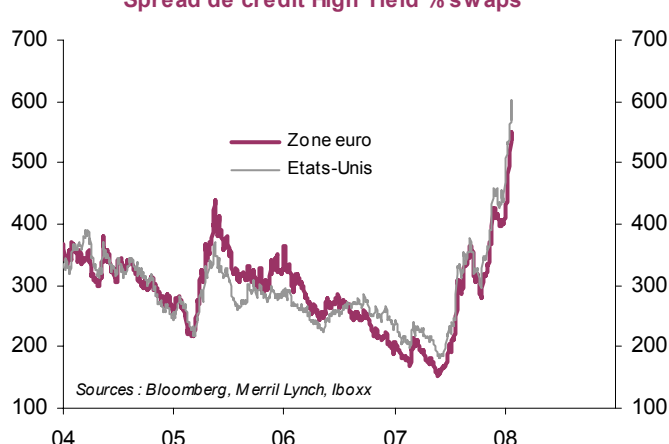
Les exemples de **divergences entre la valorisation de marché et les fondamentaux**, dans les deux sens, sont aujourd'hui multiples. On peut par exemple citer :

- l'ouverture des **spreads de crédit (graphiques 1a-1b)** qui est sans rapport avec l'évolution des taux de défaut (**graphique 2a**) ou des ratings des entreprises (**graphique 2b**, surcoût en Europe) ; il en est de même par conséquent des prix des **structurés de crédit** ;

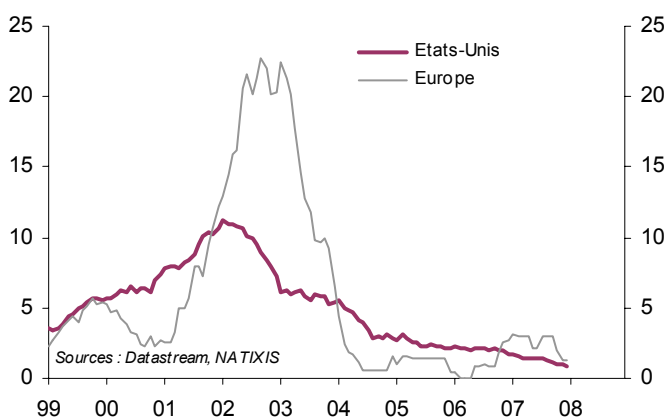
Graphique 1a
Spread de crédit BBB % swaps



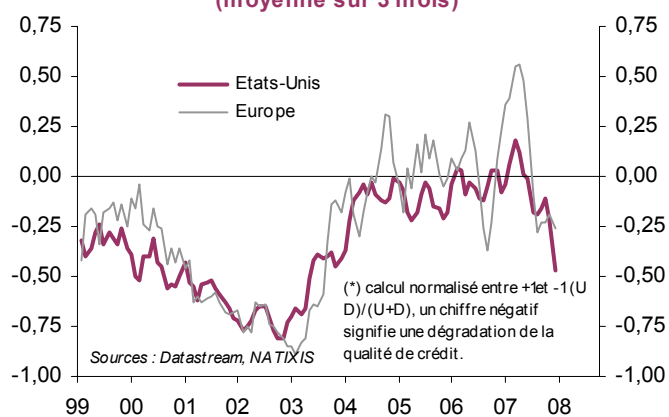
Graphique 1b
Spread de crédit High Yield % swaps



Graphique 2a
Taux de défaut des entreprises (high yield)

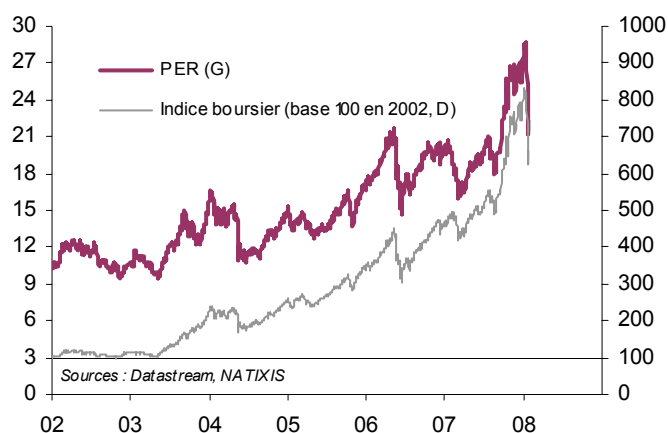


Graphique 2b
Upgrades vs Downgrades*
(moyenne sur 3 mois)



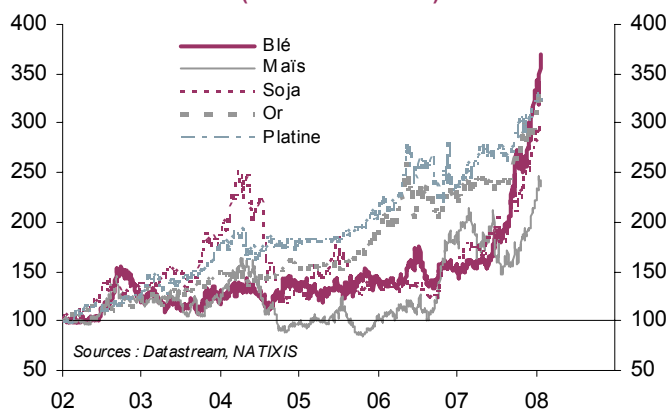
- la hausse très forte des **marchés actions des pays émergents** après la crise de l'été 2007 et jusqu'à la fin de l'année, sans rapport avec la hausse des profits (d'où la hausse des PER, le **graphique 3** montre l'exemple révélateur de l'Inde) ;

Graphique 3
Inde : PER et indice boursier

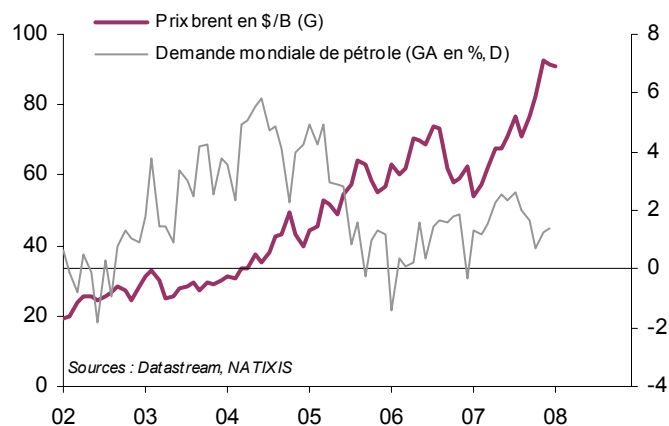


- la hausse très forte des **prix de certaines matières premières** de l'été 2007 au début de 2008 (**graphique 4a**) ne peut pas être expliquée par une hausse de la demande pour ces matières premières (le **graphique 4b** montre l'exemple du pétrole) ;

Graphique 4a
Prix spot des matières premières en dollar
(base 100 en 2002)

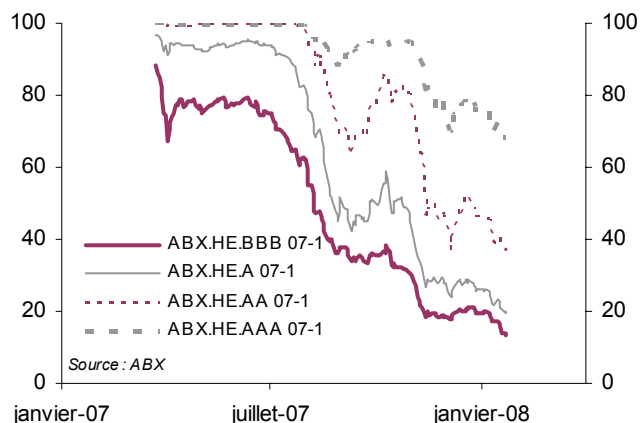


Graphique 4b
Demande mondiale et prix du pétrole

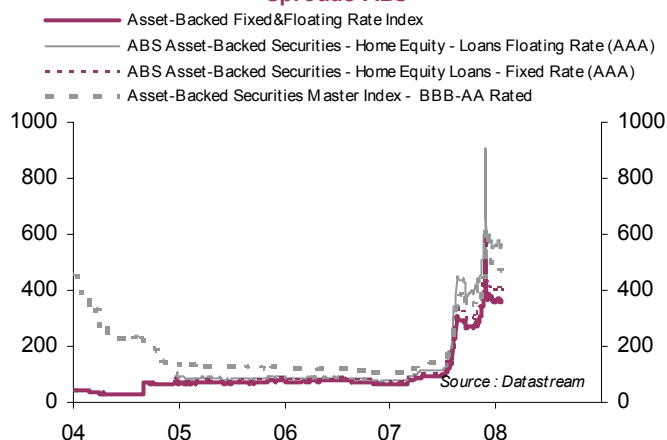


- la chute des prix des **paniers de crédit subprime ou des ABS de crédit hypothécaire** (**graphiques 5a-5b**) est bien plus importante que celle que justifient les pertes nettes réalisées sur les crédits, compte tenu de la valeur de revente des maisons saisies (soit environ 16% de perte nette cumulée).

Graphique 5a
Indices ABX (série 2007-01)



Graphique 5b
Spreads ABS



Pour éviter ces biais, parfois très importants, entre la valorisation de marché et la valorisation fondamentale, on peut penser :

- à permettre aux investisseurs d'acheter les actifs sous-valorisés, ce qui est difficile compte tenu des règles comptables et prudentielles (point sur lequel nous revenons plus loin) ;
- favoriser l'accroissement de la liquidité de marché ; la perte de liquidité sur certains marchés financiers est la cause majeure des anomalies de valorisation qui y sont observées. Il faudrait donc aller dans le sens de la standardisation des actifs, de la concentration sur des marchés de grande taille ; éviter les actifs aux caractéristiques trop spécifiques (ABS et CDOs taylor made) ou de trop petit encours. **La transparence sur les risques et la valorisation des actifs** est nécessaire au maintien de la liquidité de leurs marchés, ce qui va dans le sens du retour à la simplicité pour les actifs financiers ;
- réguler la liquidité globale et les principes de la concurrence entre investisseurs (points sur lesquels nous revenons plus loin) pour éviter le mimétisme d'investisseurs ayant accès à une liquidité abondante et qui sont acheteurs des mêmes actifs au même moment.

Normes comptables et prudentielles, concurrence

Les banques et les investisseurs sont soumis aux **normes comptables (IAS-IFRS) et prudentielles** (Bâle II pour les banques, Solvency II pour les investisseurs). Les investisseurs sont, de plus, en **concurrence pour les parts de marché** dans la gestion de l'épargne.

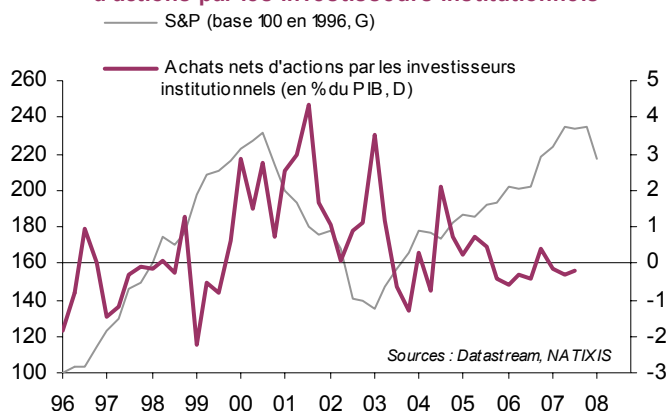
Cette situation génère un **ensemble de conséquences indésirables** :

- **il n'y a plus de vrais investisseurs à long terme** ; même les investisseurs qui ont normalement des horizons longs (sociétés d'assurance, fonds de pension) publient des résultats (des valeurs de leur actif) de manière fréquente et en marked to market. Puisqu'ils sont en concurrence, ils ne peuvent pas avoir, à court terme, une performance inférieure à celle des autres, et ils sont donc contraints au mimétisme (acheter ou vendre les mêmes actifs que leurs concurrents). Ceci explique par exemple pourquoi les **investisseurs institutionnels sont acheteurs d'actions ou de crédit quand leur prix est trop élevé et vendeurs quand leur prix est trop faible (graphiques 6a-6b-6c)**, ce qui explique la décorrélation entre valeur fondamentale et valeur de marché décrite plus haut ;

- **les investisseurs institutionnels devront réduire leur détention d'actions (graphique 7)**, puisque les règles prudentielles, qui pénalisent la détention d'actifs dont la variabilité du prix est forte à court terme même si l'objectif de l'investisseur est de les détenir à long terme, découragent cette détention. Ceci est particulièrement mal venu alors (on y revient ci-dessous) que le besoin de financement en capital est accru, et, en Europe, que la part des actions est très faible ;
- **la conjonction des règles comptables (IFRS) et prudentielles (Bâle II) peut rendre le comportement des banques très procycliques.** Dans un ralentissement économique, la valorisation (en marked to market) des actifs des banques fait apparaître des pertes qui réduisent leurs fonds propres, et, dans le même temps, leur besoin de fonds propres augmente puisque le rating des emprunteurs augmente. Ceci peut conduire à un freinage forcé de la distribution de crédit lorsque l'économie ralentit qui amplifie le cycle.

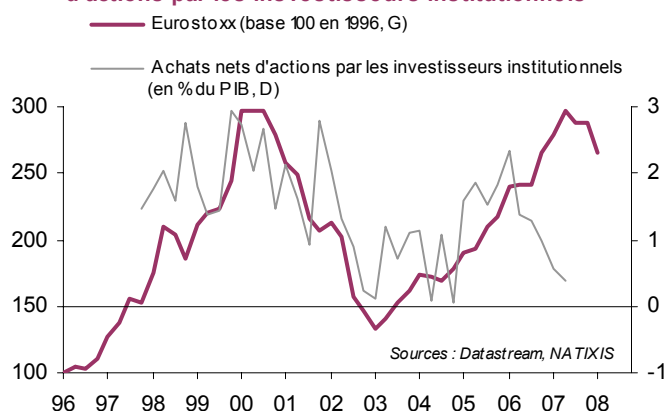
Graphique 6a

Etats-Unis : Indice boursier et achats nets d'actions par les investisseurs institutionnels



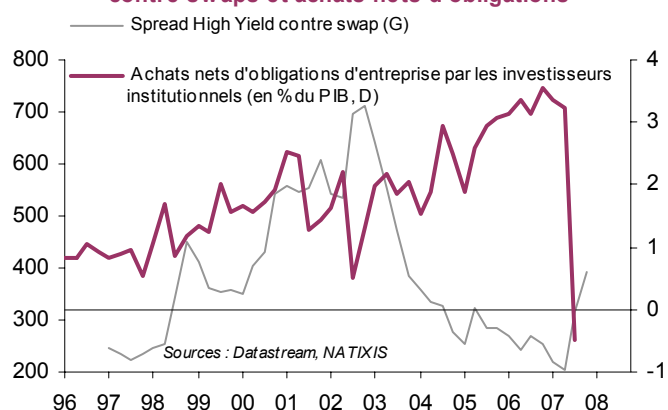
Graphique 6b

Zone euro : indice boursier et achats nets d'actions par les investisseurs institutionnels



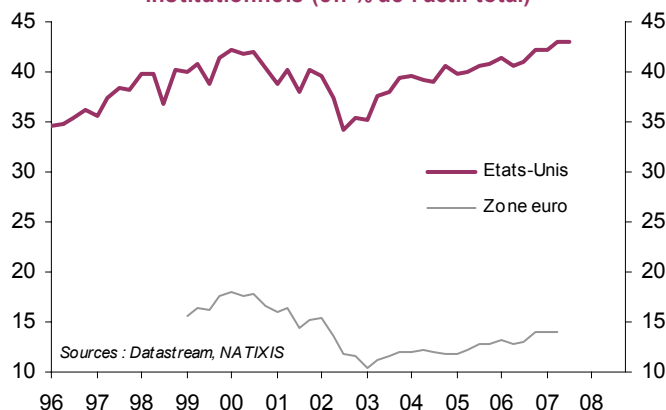
Graphique 6c

Etats-Unis : spreads de crédits High Yield contre swaps et achats nets d'obligations



Graphique 7

Part des actions à l'actif des investisseurs institutionnels (en % de l'actif total)

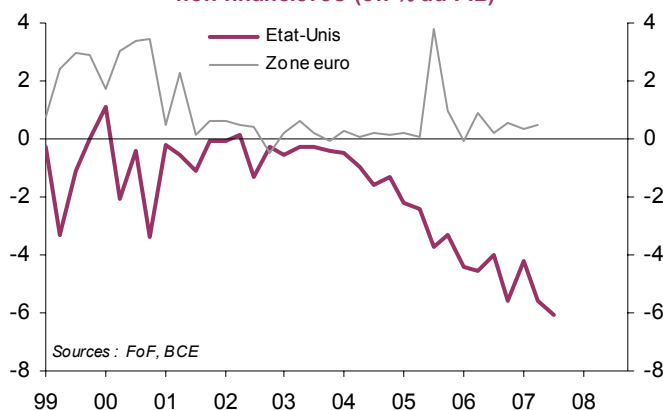


Besoin accru de capital

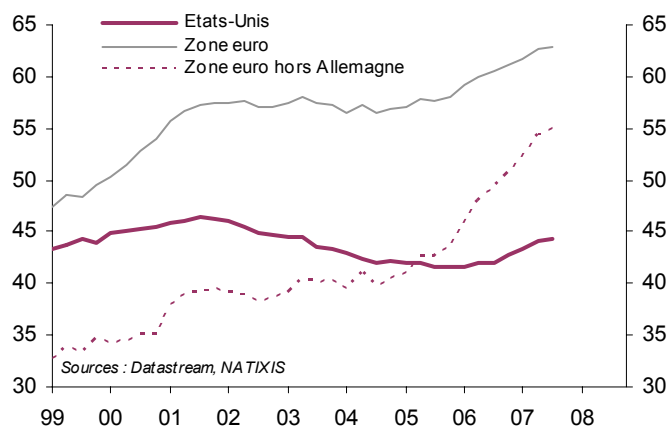
La crise financière qui débute à l'été 2007 va conduire, probablement durablement, à une **modification de la nature des financements vers moins de levier d'endettement et davantage de financement en capital** :

- les primes de risque étant accrues (voir graphiques 1a-1b), **les entreprises seront incitées à réduire leur levier d'endettement**. On sait que le levier venait aux Etats-Unis des rachats d'actions (**graphique 8a**), en Europe de la hausse de la dette des entreprises (**graphique 8b**). Ceci vaut aussi pour le levier d'endettement **des fonds de LBO et des hedge funds** (**graphiques 9a-9b**) ;
- **les banques pourront beaucoup moins utiliser la titrisation que dans le passé** (**graphiques 10a-10b**), la demande d'ABS (jugés trop complexes, trop peu liquides) ayant chuté.

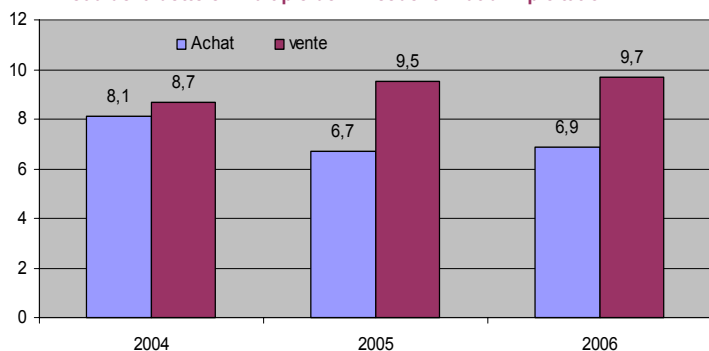
Graphique 8a
Emissions nettes d'actions par les entreprises non financières (en % du PIB)



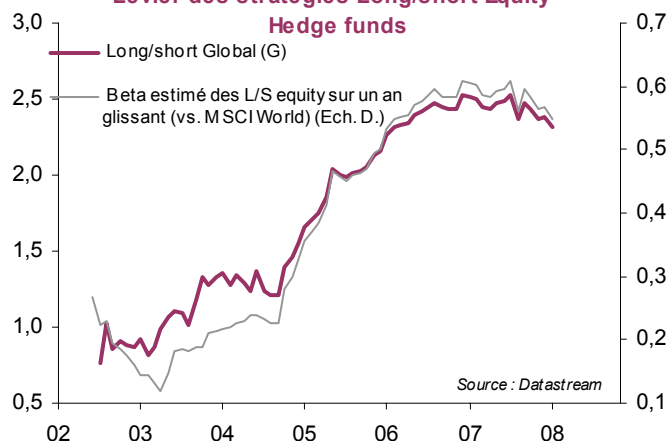
Graphique 8b
Dette des entreprises (en % du PIB)



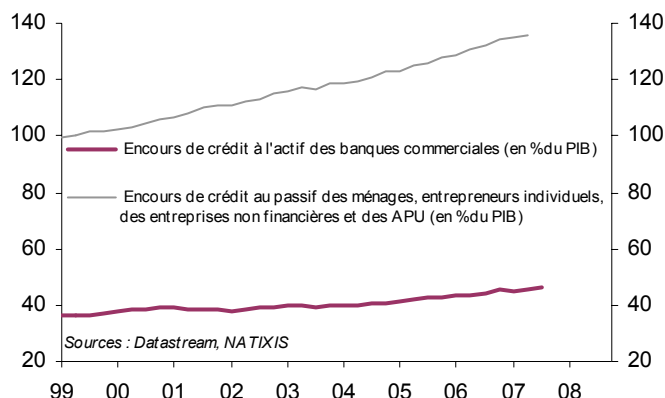
Graphique 9a
Effet de levier dans les LBO en Europe (en années d'Ebitda)
Niveau de la dette en multiple de l'Excédent Brut d'Exploitation



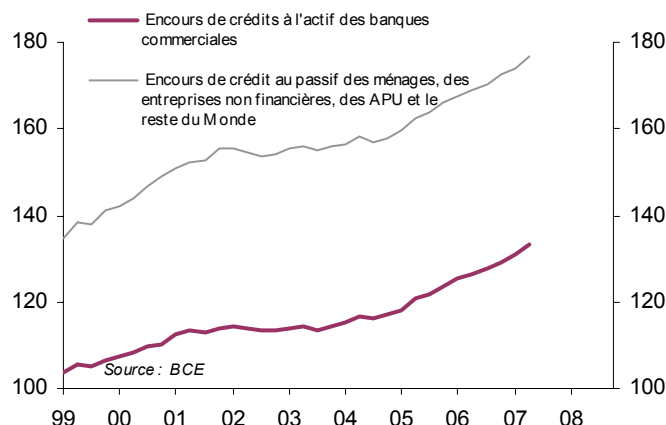
Graphique 9b
Levier des stratégies Long/short Equity - Hedge funds



Graphique 10a
Etats-Unis : crédits (en % du PIB)



Graphique 10b
Zone euro : crédits (en % du PIB)



Puisque les banques vont conserver davantage de crédits dans leurs bilans, leur besoin de fonds propres sera accru.

Or, les investissements en actions des investisseurs institutionnels sont dans la période récente inexistant aux Etats-Unis, de faible taille dans la zone euro (graphiques 6a-6b plus haut), ce qui vient de la mémoire de la crise de 2001, et de l'effet évoqué plus haut des normes comptables et réglementaires. Il y a totale contradiction entre la mise en place de IFRS et Solvency II, et le fait que le besoin de financement en capital est durablement accru.

Si cette contradiction n'est pas résolue, la seule solution sera le recours aux investisseurs en actions des pays émergents et exportateurs de matières premières, comme les fonds souverains (tableau 1).

Tableau 1
Participations prises par les pays émergents dans les banques, les assurances et les bourses

Citigroup par ADIA	7,5 Mds \$
20% du LSE par QIA (Qatar Investment Authority)	1,4 Md \$
28% du LSE et 19,9% du Nasdaq par Borse Dubai	
Blackstone - 3 Mds \$ par CIC (Chine)	
Obligations convertibles de UBS par GIC (Singapour)	6,6 Mds \$
4,2% de Fortis par Ping An (Chine)	2,1 Mds \$
3,1% de Barclays par China Development Bank	2,2 Mds \$
2,1% de Barclays par Temasek	1,4 Md \$
20% de South Africa Standart Bank ICBC (Chine)	5,6 Mds \$
Entrée au capital de Bear Stearns - Citic securities	1 Md \$
Activités à Hong Kong et Macao de Bank of America	1,2 Md \$
9,9% (après conversion) de Morgan Stanley - par CIC -	3,2 Mds \$
Merrill lynch - Temasek	5 Mds \$
CITI par GIC	6,9 Mds \$
Merill lynch par KIA/KIC (Koweït)	6,6 Mds \$
CITI par KIA (Koweït)	3 Mds \$

Sources : Pays, NATIXIS

Il ne sert à rien de s'inquiéter des investissements des fonds souverains si leur présence est indispensable parce qu'il n'y a pas d'investisseurs nationaux en actions.

Contrôler la liquidité globale

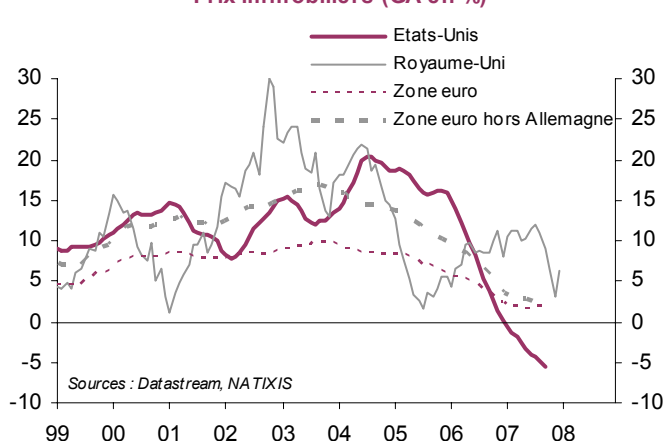
La concentration des investisseurs (mimétiques rationnellement en raison de la concurrence entre eux et à la recherche de rendements élevés) sur un petit nombre d'actifs a des effets renforcés, puisque **ces investisseurs ont accès à une liquidité abondante et de coût faible.**

Cette concentration importante sur un petit nombre d'actifs à chaque période de montants d'investissement importants grâce à la liquidité, génère **les bulles à répétition sur les prix des actifs** : actions des nouvelles technologies à la fin des années 1990 (**graphique 11a**), immobilier de 2002 à 2006 (**graphique 11b**), matières premières et actions des pays émergents de la mi-2006 à la fin de 2007, et surtout de la crise de l'été 2007 à la fin de 2007 (**graphiques 11c-11d-11e-11f-11g**).

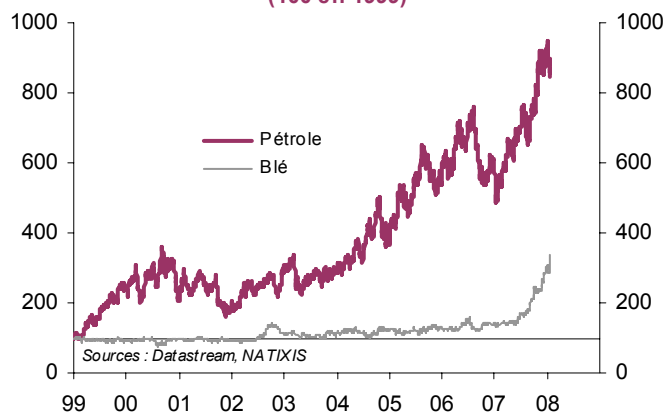
Graphique 11a
Indices boursiers (100 en 1996)



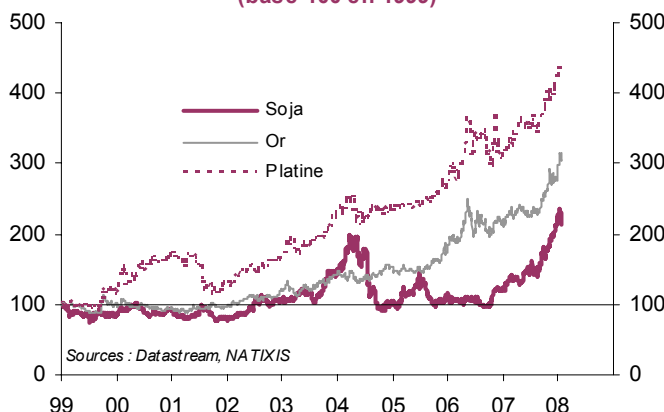
Graphique 11b
Prix immobiliers (GA en %)



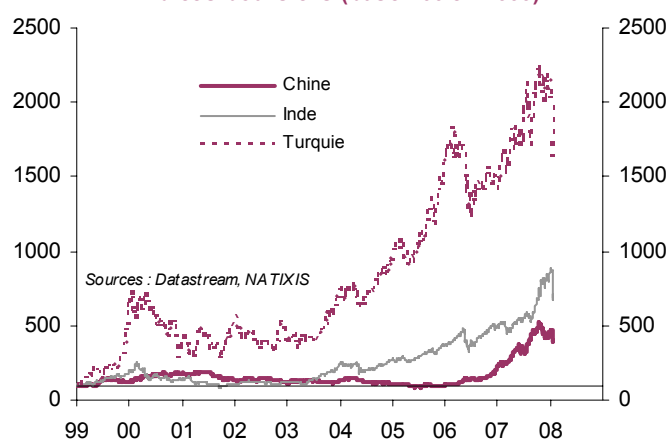
Graphique 11c
Prix spot des matières premières en dollar (100 en 1999)



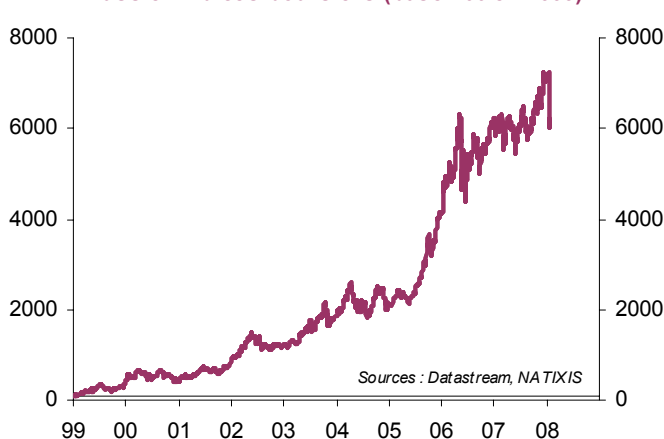
Graphique 11d
Prix spot des matières premières en dollar (base 100 en 1999)



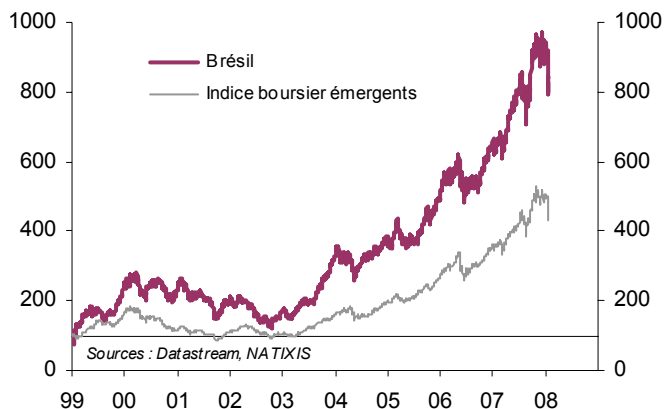
Graphique 11e
Indices boursiers (base 100 en 1999)



Graphique 11f
Russie : indices boursiers (base 100 en 1999)



Graphique 11g
Indices boursiers (base 100 en 1999)



Si on a toujours à la fois :

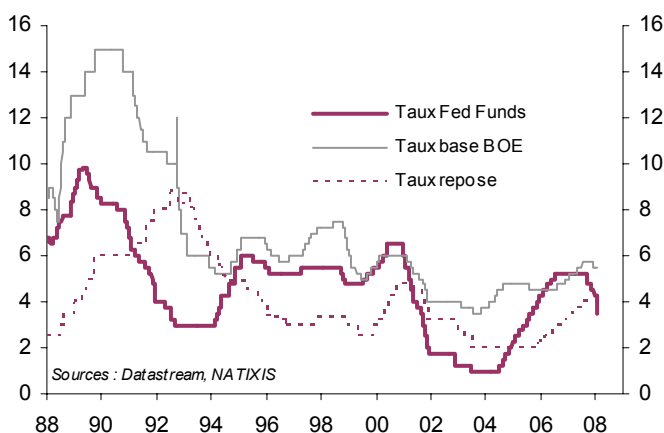
- des investisseurs en concurrence recherchant des actifs à rendement élevé ;
- une liquidité abondante ;

alors les conditions sont remplies pour que cette succession de bulles se poursuive dans le futur, la liquidité "sautant" d'un actif à l'autre lorsque l'actif précédent est devenu manifestement très cher.

L'excès de liquidité vient, on le sait, de deux facteurs :

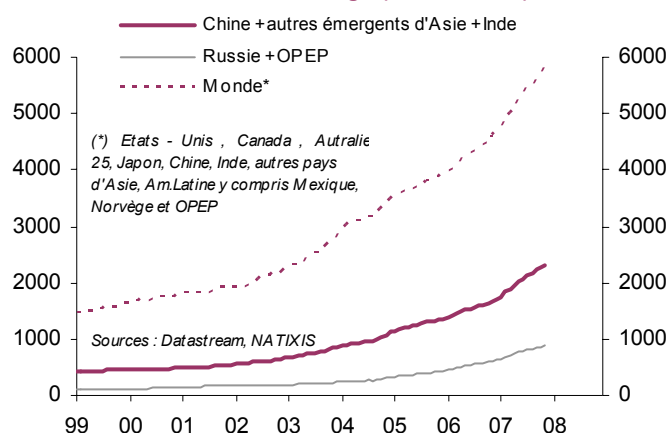
- **la réaction des banques centrales des pays de l'OCDE**, en particulier de la Réserve Fédérale, qui passent à une politique monétaire très expansionniste quand l'économie ralentit, quand les prix d'actifs reculent, quand les banques sont en difficulté..., ce qu'on a vu dès le début des années 1990, en 2001-2003, à nouveau aujourd'hui (**graphique 12**) ;

Graphique 12
Taux directeur

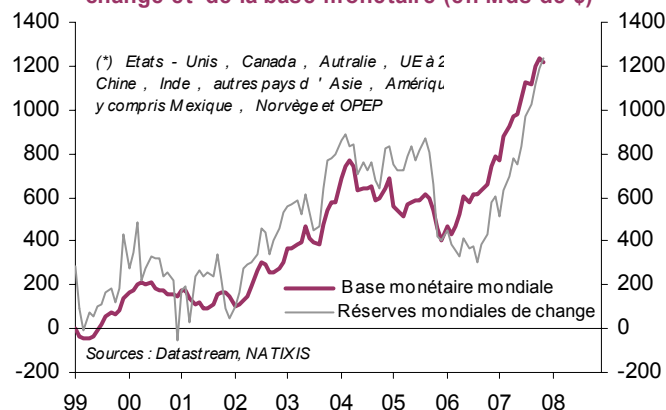


- le soutien du dollar par **l'accumulation de réserves de change**, essentiellement en Asie et dans les pays exportateurs de matières premières (**graphique 13a**), qui amène une création à peu près équivalente de liquidités supplémentaires (**graphique 13b**).

Graphique 13a
Réserves de change (en Mds de \$)



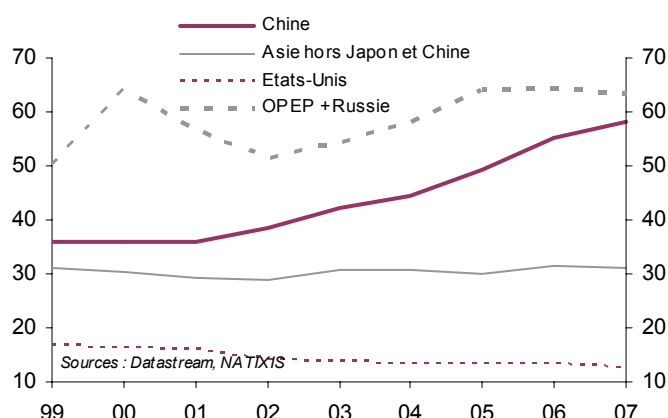
Graphique 13b
Monde* : Variation sur un an des réserves de change et de la base monétaire (en Mds de \$)



Pour arrêter la dynamique bulle et excès d'endettement –éclatement de la bulle- nouvelle bulle et nouvel excès d'endettement, il faudrait donc :

- que la politique monétaire des Etats-Unis ne conduise pas à accroître encore la liquidité après chaque crise due à un excès de liquidité, fabriquant ainsi la crise suivante ;
- qu'il y ait une coordination mondiale des politiques économiques permettant de réduire l'accumulation mondiale de réserves de change. Il ne s'agit pas seulement de coordonner les politiques monétaires, puisque le déficit extérieur des Etats-Unis qui provoque l'accumulation de réserves vient du contraste entre le taux d'épargne très bas aux Etats-Unis, et élevé ou très élevé en Asie et dans les pays exportateurs de matières premières (graphique 14).

Graphique 14
Taux d'épargne de la nation (en % du PIB)

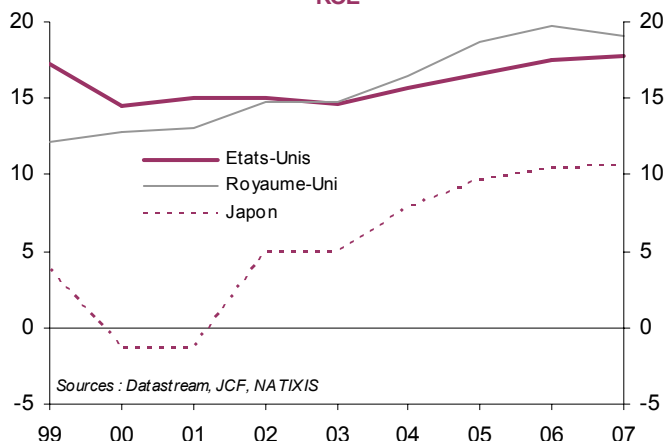


C'est donc l'ensemble des politiques qui peut influencer le taux d'épargne de la Nation (politiques budgétaires, de protection sociale...) qui sont concernées.

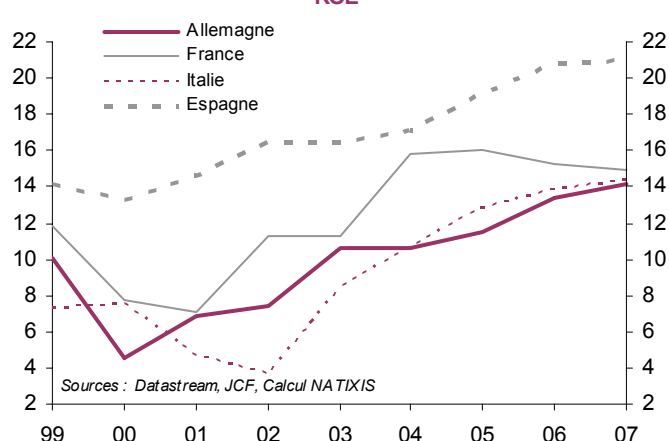
Accepter des rendements plus faibles

L'utilisation de la liquidité abondante par les entreprises, les fonds d'investissement, les épargnants individuels pour accroître le levier d'endettement (**graphiques 8a-8b-9a-b**) et investir de manière mimétique dans les mêmes actifs vient de **l'exigence de rentabilité élevée**, qui se manifeste par exemple par le niveau du rendement des fonds propres des entreprises (ROE, **graphiques 15a-15b**), par le niveau de rendement des hedge funds (**graphique 15c**).

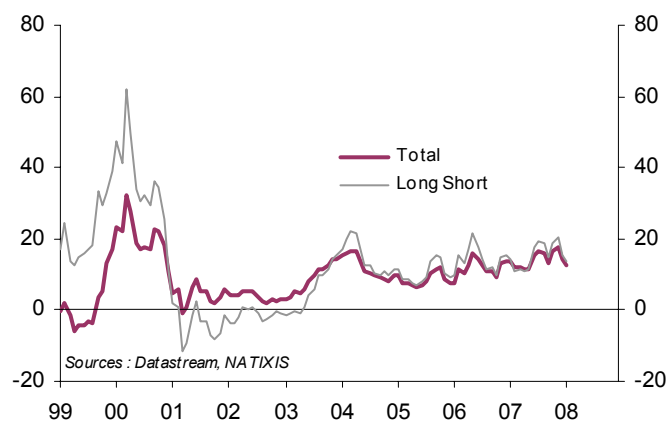
Graphique 15a
ROE



Graphique 15b
ROE



Graphique 15c
Rendement des hedge funds (GA en %)



Un niveau élevé de rentabilité (de rendement) exigé impose **d'accroître le levier d'endettement**, d'investir dans des actifs risqués dont **les primes de risque sont alors écrasées** (voir l'exemple des spreads de crédit, graphiques 1a-1b, de la mi-2005 à la mi-2007, des marchés actions des émergents, de l'été 2007 à la fin 2007, graphiques 11e-11f...), pour chaque investisseur d'investir dans les mêmes actifs que les autres, quels que soient ses doutes, du moment que les prix de ces actifs montent.

Ceci continuera tant que les investisseurs n'accepteront pas collectivement l'idée que le rendement raisonnable est plus bas que celui qu'ils avaient l'habitude d'exiger.

Jouera dans le sens de l'acceptation d'un rendement (d'un ROE) plus faible le besoin d'un supplément de capital plus haut (l'impossibilité d'utiliser le même levier d'endettement qu'auparavant).

Synthèse : un long chemin à faire

Pour que les marchés financiers puissent à nouveau fonctionner correctement et que le financement des économies puisse être normalement assuré, il faudrait donc, d'après ce qui précède :

- **concevoir les actifs financiers de manière à ce que leurs marchés puissent rester liquides**, même en période de difficultés économiques et financières (marchés de grande taille, actifs plus standardisés, transparence sur les risques et la valorisation) ;
- **modifier les normes comptables et réglementaires** pour que les investisseurs puissent avoir un horizon de long terme, puissent acheter des actifs risqués à court terme (actions) ou sous-valorisés sur les marchés ;
- **faire apparaître un supplément de demande d'actions** de la part des investisseurs, ce qui nécessite entre autres la réforme des normes comptables et prudentielles ;
- **arrêter d'accroître excessivement la liquidité**, soit en cessant de réagir fortement (cas surtout de la Réserve Fédérale) aux crises qui résultent déjà de l'excès de liquidité, soit en mettant en place de manière coordonnée des politiques qui rapprochent les taux d'épargne de la Nation des différentes régions ;
- **accepter un rendement plus faible des placements, une rentabilité plus faible du capital.**