

Paris, le 19 mai 2011

Le pompier pyromane

Lors de ses premiers mois à la présidence de la FED, nos flashes avaient stigmatisé les risques que Ben Bernanke faisait courir à l'économie américaine. Afin de mieux mettre en lumière le risque qui guette les marchés après l'application de la politique monétaire catastrophique pratiquée depuis plus de 5 ans, nous avons reconstitué ce qui aurait dû se passer si les décisions prises par Ben Bernanke avaient été plus conformes à la politique monétaire de l'homme qui a changé le monde en la matière, Paul Volcker. Rappelons que les critiques exposées dans ce flash ont été faites en temps réel. Il s'agit aujourd'hui de reprendre ces critiques et d'en déduire des conséquences adaptées à la situation particulièrement dégradée des derniers trimestres.

En principe, un président de banque centrale sait gérer les taux sur la durée au risque de créer les conditions d'une récession qui s'avère salutaire après-coup.

Il faut bien comprendre que M. Bernanke, professeur à Princeton, spécialiste des années 30, est aux antipodes de ce principe et qu'il a, de ce fait, mis en place une situation désastreuse dont il ne sait plus comment sortir. Dès 2003, ses analyses révélaient sa personnalité et les risques liés à celle-ci. Cette année là, un rapport lui avait été demandé en tant que membre de la FED, sur les risques de déflation. Il en était ressorti que la déflation constituait le risque majeur bien plus dangereux que l'inflation.

Il s'avère que l'analyse était mal conduite.

A cette époque, les restructurations des entreprises américaines initiées au début des années 80 se poursuivaient en intégrant deux facteurs nouveaux, la technologie développée à la fin des années 90 et les délocalisations.

Technologie et délocalisations ont transformé la structure des coûts des entreprises, de sorte que les prix pratiqués auraient dû normalement s'inscrire dans une tendance baissière. D'ailleurs, certaines baisses de prix ont commencé à traduire cette tendance.



Monsieur Ben Bernanke a alors analysé ces baisses comme étant dues à l'insuffisance de la demande à l'image de ce qui s'était produit aux Etats-Unis lors des années 30 ou au Japon au cours des années 90.

En réalité, face à une demande qui restait soutenue, les prix n'ont pas baissé dans leur très grande majorité. Les entreprises en ont profité pour élever leurs marges à des niveaux insoupçonnés. Nous avons eu l'occasion d'évoquer ce phénomène dans plusieurs de nos flashs puisqu'il s'agit du cœur de notre analyse des cycles économiques et de leur effet sur la bourse.

De fait, le risque n'était pas la déflation/dépression redoutée puisque les entreprises se portaient à merveille et qu'elles ne rêvaient que d'étendre leurs activités pour bénéficier de ces conditions exceptionnelles au risque d'exercer des pressions sur le marché du travail.

C'est ce qui s'est produit fin 2006, quand des tensions sur les salaires sont réapparues. Les taux directeurs de la FED auraient donc eu besoin d'être remontés. A cette époque, M. Ben Bernanke avait déjà relâché la pression sur les taux directeurs, en arrêtant le mouvement de hausse engagé par M. Greenspan en 2004. Ce mouvement avait pourtant besoin d'être poursuivi, non seulement en raison des premières pressions salariales, mais aussi afin d'éponger les excédents de liquidités créés en 2003-2004, où les taux directeurs étaient descendus à 1 %. Surtout, il était urgent de faire éclater la bulle immobilière de 2003/2005 que l'on savait alimentée par des taux beaucoup trop faibles. M. Bernanke a fait le contraire. Il a en quelque sorte jeté de l'huile sur le feu. Aujourd'hui, il ne contrôle plus l'incendie.

Il est toujours aisé de critiquer après coup, mais toute cette analyse avait été exprimée en son temps à la lumière de l'étude de la politique de Paul Volcker en temps réel depuis le début des années 80.

Celle-ci était basée sur une exigence sans concession de taux directeurs élevés. Par principe, ceux-ci ne devaient pas baisser en deçà de certains seuils afin de maintenir un coût du capital sélectif et d'éviter les bulles financières. Pour tenir ce cap, il faut s'exposer au risque de subir les effets d'une récession, ce qu'un angoissé de la déflation comme Bernanke ne pouvait supporter.

M. Bernanke n'a pas su gérer les taux, la situation est quasiment irrattrapable.

Une récession en fin d'année 2006 et début 2007 aurait levé les craintes sur l'inflation et, surtout, évité le gonflement de la création de produits « subprimes » dont l'essentiel s'est produit au premier semestre 2007. Elle aurait entraîné un ralentissement d'activité tout à fait maîtrisable par les banques.

Au lieu de cela, la politique laxiste en matière de taux d'intérêt de M. Bernanke a conduit à la récession exceptionnellement grave de 2008 et à des ruptures dans les grands équilibres, notamment la dette publique.



Ces déséquilibres ne pourront probablement jamais être totalement corrigés.

De plus, les erreurs de B. Bernanke, pompier pyromane, ne se sont pas arrêtées à la gestion des taux de 2006/2007. Elles se sont poursuivies lors de la gestion de la crise bancaire de 2008/2009.

Les banques américaines méritaient d'être nationalisées comme le fut General Motors dans le secteur industriel, ou, à tout le moins, soumises de nouveau au « Glass Steagall Act » supprimé en 1996. En effet, seul l'Etat, encore en bonne santé en 2008, même après la crise des « subprimes », aurait eu les moyens de relancer directement l'activité économique.

En revanche, la situation détériorée des banques ne leur permettait pas de relancer le crédit en raison de la confusion entre les actifs gérés qui polluait l'activité traditionnelle. De même, les taux d'intérêt de la FED étaient déjà beaucoup trop bas pour qu'une nouvelle baisse puisse constituer un signal encourageant les banques à relancer le crédit à l'économie, comme cela se produit lors de chaque sortie de récession.

La politique de « Quantitative Easing » était à l'opposé.

Elle a consisté à racheter aux banques, outre des emprunts hypothécaires « pourris », les bons du Trésor qu'elles détenaient déjà et à les encourager à souscrire aux nouvelles émissions du Trésor en leur fournissant des dollars à des taux proches de 0, ces mêmes émissions étant rachetées, quelques jours plus tard, par la FED, en leur laissant une petite marge. Cette politique n'a eu aucun effet sur les prêts au secteur industriel. Elle a seulement permis aux banques de faire des arbitrages faciles et fructueux qui leur ont permis de survivre en tant qu'organismes privés. Malheureusement, les banques ont profité de l'aubaine des taux 0 pour développer leurs activités de spéculation et augmenter la fortune personnelle de leurs dirigeants au détriment des crédits à l'économie.

Aujourd'hui, l'Etat américain, qui s'est endetté en dernier ressort pour sauver les banques et relancer l'économie, est dans une situation de quasi faillite.

La dernière chance de rétablir, au moins partiellement, une situation plus équilibrée des finances publiques réside dans le relèvement de la pression fiscale, très faible aux Etats-Unis. Toutefois, l'augmentation de la pression fiscale implique des risques de récession. De plus, la récupération de la croissance à moyen terme risque d'être freinée à son tour par une fiscalité plus sévère. Enfin, l'activité pourrait être freinée par une probable hausse des taux sur un marché sur lequel les émissions publiques ne pourraient être financées par une épargne réduite par le ralentissement de l'économie.

Bravo M. Bernanke ! Bravo également à M. Obama pour ne pas avoir rétabli le « Glass Steagall act » supprimé en 1996 qui aurait permis de nationaliser l'activité traditionnelle des banques.



Aujourd'hui, les entreprises se portent apparemment très bien mais leur bonne santé ne doit rien à Bernanke. En revanche, les Etats de l'OCDE ont accru leur fâcheuse tendance à s'endetter et se trouvent avec des niveaux de dettes ingérables.

Quelles conséquences pour l'avenir ?

Impact sur les marchés

Il est bien évident que de telles erreurs ne peuvent que se répercuter sur les marchés. Elles vont se traduire par une baisse structurelle des taux de capitalisation des bénéfiques (P/E).

Les marchés actions qui avaient sur réagi lors de la récession de 2008/2009, n'ont pas encore intégré les conséquences des erreurs accumulées par la FED et le gouvernement américain à la suite de la crise financière. Ils vont le faire en redonnant à la prime de risque la valeur qu'elle devrait avoir dans un tel environnement. Comme nous l'avons évoqué, le rétablissement d'un minimum d'équilibre dans les financements publics, quelle que soit la voie utilisée, va peser sur la croissance. Celle-ci va s'essouffler, et les taux de capitalisation des bénéfiques vont traduire cet essoufflement par une baisse tendancielle.

Comme dans beaucoup d'autres pays, les attentes de croissance aux Etats-Unis, dans un environnement qui n'a encore subi aucune mesure de redressement des déficits, sont déjà sensiblement révisées en baisse.

Selon le consensus de Bloomberg, sur une base de croissance des revenus 2011 de 10,6 % hors financières, la progression des revenus 2012 serait de 5,8 % et celle de 2013 de 3,2 %. Financières incluses, les taux seraient respectivement de 8,9 %, 5,7 % et 3,3 %.

Au niveau des bénéfiques des exercices à venir, la progression de la productivité sera réduite, l'essentiel des progrès dans ce domaine ayant été fait au cours de ces dernières années. Les derniers chiffres publiés montrent d'ailleurs un net ralentissement, notamment au premier trimestre 2011. L'emploi a, par ailleurs, cessé de se dégrader, montrant que les ajustements d'effectifs ralentissent. La consommation pourrait d'ailleurs replonger avec la fin des mesures de soutien mises en place par le gouvernement américain.

Aujourd'hui, les P/E des marchés sont relativement élevés par comparaison avec le dernier cycle alors que l'environnement s'est nettement dégradé, ce qui implique une forte baisse de la prime de risque. Sans compter qu'ils ne prennent pas en compte le ralentissement de croissance des bénéfiques que l'on peut attendre des prochains exercices, conséquence des efforts qui seront inévitablement entrepris pour redresser les comptes publics dans la quasi-totalité des pays de l'OCDE, soit les trois quarts du PIB mondial.



Dernier impact négatif sur les marchés : la structure de la croissance des bénéfices elle-même.

Au cours des années 70, sans doute la meilleure référence pour les années qui viennent, les taux de croissance des bénéfices étaient composés majoritairement d'inflation et minoritairement de croissance physique. Les P/E tournaient autour de 10 notamment en raison des taux d'intérêt adaptés à l'inflation de l'époque.

Au cours des années 80, la composition de la croissance des bénéfices ayant complètement changé, avec plus de croissance physique que d'inflation, les P/E ont progressé autour de 15/16 en moyenne aux Etats-Unis. Ce sont des taux que les marchés devraient oublier aujourd'hui.

Dans l'avenir immédiat en effet, compte tenu des politiques monétaires mises en place, la croissance des bénéfices des grands indices reposera de plus en plus sur les hausses de prix : une raison supplémentaire de voir les P/E se replier tendanciellement. Ce mouvement est déjà en cours. Il est loin d'être terminé.

En conséquence, les prix d'équilibre que les indices ont tant de mal à trouver se situent certainement beaucoup plus bas que les cours actuels de l'ordre de 20 à 30 % soit 1 000/1 100 pour le S&P 500 et 3 000 pour le CAC 40.

Conclusions

La volatilité des marchés et les comportements étonnants de certains d'entre eux, montrent en fait la difficulté de valoriser les actifs dans un environnement qui refuse d'accepter les déséquilibres créés par la crise financière et la façon de les traiter.

La création monétaire débridée qui a servi à atténuer les effets de la crise financière s'impose à des marchés qui avaient oublié les périodes de mauvaise gestion des comptes publics et de la monnaie, en particulier aux Etats-Unis.

Dans l'immédiat, seule la spéculation à très court terme alimentée par l'argent des banques centrales et notamment de la FED peut expliquer les incohérences entre marchés. Les marchés de taux sont sur achetés, reflétant un ralentissement économique, voire une récession, et faisant l'impasse sur l'extrême dégradation des comptes publics alors que dans le même temps les marchés de matières premières, très agités, impliqueraient une surchauffe de la conjoncture.

De même, les acteurs des marchés actions ne semblent pas avoir compris que l'environnement a radicalement changé depuis 2008. Ils se focalisent sur les résultats des entreprises qui sont encore très satisfaisants, mais ne se préoccupent pas des taux de capitalisation, au plus haut comme aux plus beaux jours du cycle précédent, et ne prennent pas en compte les efforts de rééquilibrages à venir, considérables et inévitables.



Aucun miracle ne pourra éviter les opérations de redressement qui s'annoncent. Elles sont beaucoup plus évidentes que le maintien des performances des entreprises dans un environnement budgétaire et monétaire de plus en plus restrictif.

Il ne s'agit pas de risques mais de certitudes de dégradations. La « macro » l'emporte toujours, au final, sur la « micro », surtout lorsqu'elle offre une telle visibilité !

J. Borjeix
Associé Gérant

Avertissement

Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.