

USA : l'économie de la bulle, par Doug Noland

5 juillet 2008

L'économie américaine était tirée par le crédit facile, l'inflation de la valeur des actifs et la consommation - à hauteur de 70% du PIB - dopée par les bulles successives de la nouvelle technologie puis de l'immobilier. La fin de ce cycle volatilise le patrimoine des ménages, tarit les revenus du secteur financier et assèche un secteur de la consommation surdimensionné. Structurellement déficitaires, les USA ont inondé la planète de dollars alimentant une masse de capitaux spéculatifs qui rompent désormais l'alliance passée avec la devise US et la finance structurée de Wall Street et alimentent la fièvre inflationniste. La conjonction des ces deux mouvements prend l'économie US en tenaille, et l'apparente richesse d'hier change soudain d'aspect pour se transformer en une montagne de créances douteuses aux garanties incertaines.

Par Doug Noland, Prudent Bear, 4 juillet 2008

Cette semaine, l'annonce faite par Starbucks qui prévoit de fermer 600 magasins et de licencier 12000 employés est emblématique de la grande restructuration qui nous attend dans l'économie américaine de la bulle, qui est profondément déséquilibrée. Dans l'économie réelle, les entreprises qui s'étaient précédemment largement enrichies grâce aux bénéfices importants réalisés durant le boom induit par l'inflation des actifs et du crédit voient aujourd'hui se dégrader rapidement leurs bénéfices et leur trésorerie. Durant le boom, Starbucks avait investi agressivement dans le capital fixe, tout en augmentant le nombre de ses salariés, ses offres de produits et ses dépenses dans l'immobilier. L'argent coulait à flots, les revenus étaient facilement gagnés, et la croissance était facile.

Pour l'économie globale, l'énorme expansion des crédits hypothécaires (et des autres types de crédit) s'est déversée sous forme de pouvoir d'achat, dirigée en particulier vers les « services ». Ce pouvoir d'achat a été « multiplié » par les emprunts additionnels effectués par les entreprises telles Starbucks et autres, ainsi que par ceux des promoteurs immobiliers, qui ont construit et loués des espaces commerciaux à des dizaines de milliers de cafés, détaillants, restaurants, hôtels, casinos,

salons esthétiques, clubs de santé et autres. Avec pour résultat un boom historique des emprunts et des « investissements » dans la construction d'un énorme parc immobilier destiné à la consommation et aux services. Maintenant que la bulle de crédit a éclaté, la viabilité économique de larges pans de ce secteur économique est remise en question.

Des années d'inflation dans les investissements basés sur le crédit, la valeur des actifs et la consommation, ont créé une économie réelle à la structure défectueuse. Pour le dire simplement, l'économie de la bulle aux USA s'est structurée autour d'une variété particulière d'inflation. Tant que Wall Street a pu gonfler les prêts hypothécaires et les autres formes de crédit adossés aux actifs, en même temps que l'immobilier et les actions prenaient de la valeur, un supplément de pouvoir d'achat était créé et distribué, venant alimenter les dépenses dans tous les secteurs de l'économie. Les flux de trésorerie des entreprises et du gouvernement permettaient d'assurer la croissance du revenu des ménages et le boom de la valeur des actifs - qui s'auto entretenaient. De fait, la valeur nette du patrimoine des ménages (la valeur de l'actif moins le passif) a augmenté de 4 000 milliards de dollars chaque année dans la phase finale de la bulle, en 2003-2006.

En tant que « devise de réserve mondiale, » notre système de crédit était en mesure d'émettre sans cesse de nouvelles dettes (la plupart pourvues d'une note excellente) qui finançaient aisément notre frénésie d'importation. Pendant ce temps, avec les profits générés avec tant de facilité grâce à l'essor de la finance, de la consommation et du secteur des actifs, le boom du crédit mondial et américain concourait de façon délétère à vider de sa substance notre secteur industriel national. Mais quelle est la différence selon que l'économie produise des biens ou des services ?

Pendant des années, nous avons protesté contre cette combinaison de sur-investissement dans les infrastructures du secteur de la consommation et de réduction de notre capacité de production. Et durant des années la plupart ont rejeté notre analyse en considérant la hausse des marchés boursiers et le gonflement généralisé de la valeur des actifs comme des indicateurs manifestant l'efficacité, la productivité et la rentabilité de ce que l'on a appelé la nouvelle économie. Nous avons mis en garde contre les éventuels risques du sur-endettement et de l'absence d'épargne des ménages, tandis qu'Alan Greenspan et d'autres faisaient valoir que cela n'avait pas d'importance parce que nous étions devenus tellement efficaces à investir notre maigre épargne. En outre, le monde était censé rechercher la qualité et la liquidité de nos marchés de valeurs mobilières.

Pourtant, ces optimistes n'ont pas compris que seuls des apports massifs et toujours croissants

provenant du système de crédit pourraient soutenir le boom du prix des actifs, des revenus, des flux de trésorerie des entreprises, et des recettes du gouvernement, qui étaient devenus indispensables pour soutenir la croissance de l'activité des différents secteurs de l'économie de la bulle. La détérioration de la qualité de notre crédit aurait dû être évidente. Et aujourd'hui - comme le montre Starbucks - les stimuli du crédit ne viendront plus à la rescousse, conduisant nombre d'entreprises dans l'ensemble de l'économie à prendre des mesures désespérées pour tenter de réduire les dépenses et de maintenir leur viabilité.

Les secteurs de la finance, de l'automobile et du transport aérien ont aussi en commun d'avoir tablé sur une situation où l'inflation était très différente que celle que nous affrontons aujourd'hui. Et le repli auquel nous assistons maintenant vient renforcer la pression à la baisse exercée sur les bénéficiaires des entreprises, les revenus des ménages, la valeur des actifs et les recettes du gouvernement - contraignant à une réduction supplémentaire des dépenses et à d'autres licenciements. Dans le même temps, ce reflux auto-alimenté alourdira encore les difficultés d'un secteur du crédit déjà mis à mal, ce qui aura pour effet d'accroître ses difficultés et de provoquer un resserrement du crédit, tout spécialement pour les entreprises.

Tentons de répondre à cette question : Quelle différence y a-t-il selon que l'économie produise des biens ou des services ? La différence est énorme. Au bout du compte - à la fin du boom du crédit - une économie basée sur la finance et la consommation se retrouve face à d'énormes dettes adossées à des actifs à la qualité insuffisante. Pendant le boom, Starbucks pouvait enregistrer apparemment sans fin des profits en vendant des « cafés lattés » à 4 dollars. Le cours des actions est monté jusqu'au ciel ; les ressources financières abondaient. Aujourd'hui, avec les dépenses des ménages fortement réduites par la confluence du naufrage de la valeur des actifs, du resserrement de crédit, et de la flambée des prix de l'énergie et de l'alimentation, la valeur de Starbucks et d'un grand nombre d'entreprises a fortement diminué. Pire encore, pour l'économie dans son ensemble, il reste peu de valeur économique réelle dans les milliards de « produits » de Starbucks et de nombreux autres fournisseurs de services qui se sont créés durant le boom. Seules restent les obligations financières (l'emprunt initial adossé à l'actif), alors même que le marché est de plus en plus suspicieux sur la qualité et la valeur de ces actifs sous-jacents.

La dure réalité, c'est que la situation de Starbucks résume celle de nombreuses entreprises qui forment désormais le cœur de l'économie de la bulle aux États-Unis. La viabilité économique de très nombreuses entreprises - et même de secteurs entiers - sera mise en péril dans le nouvel environnement du crédit et de la finance qui

s'annonce. Le marché boursier n'en est encore qu'au premier stade de la prise en compte des dépréciations entraînées par l'éclatement de la bulle du crédit. Et je vous rappelle que l'ajustement économique à venir doit être d'une telle ampleur qu'il devrait être répertorié dans la catégorie « dépression ».

Jun 27 - Bloomberg (Simon Kennedy) : « les banques centrales US et européenne intensifient leur pression sur leurs homologues dans les marchés émergents pour qu'ils renforcent leur lutte contre l'inflation. Donald Kohn, le vice-président de la Réserve Fédérale a exhorté hier les pays où la croissance économique rapide provoque une hausse des prix à intervenir. Quelques heures plus tôt, Mervyn King, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, déclarait que la politique monétaire mondiale semble « un peu laxiste. » Le gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, a déclaré la veille qu'« une action résolue et coordonnée est nécessaire pour encourager une plus grande flexibilité sur les taux de change pour lutter contre l'inflation. » Ces commentaires reflètent les inquiétudes parmi les banques centrales dans les principaux pays industrialisés, qui craignent que leurs propres actions contre l'inflation soient compromises par un échec des autres pays pour combattre les tensions sur les prix. La demande dans les marchés émergents propulse déjà le coût des produits de base comme le pétrole, l'étain et le maïs à des niveaux record. « L'essentiel de l'inflation viendra des marchés émergents », a déclaré Stuart Green, économiste à HSBC... « La préoccupation dans les pays développés, c'est que l'inflation soit en hausse en raison de pressions qui s'exercent en dehors de leur zone de compétence et que la politique monétaire à l'étranger soit trop laxiste ».

« Les raisons de la tendance persistante à la hausse des prix des produits alimentaires et de l'énergie observée cette année, alors que la croissance mondiale a ralenti, ne sont pas tout à fait claires. La tendance à la hausse des prix des aliments et de l'énergie au cours des dernières années, reflète cependant les pressions nées de la demande rapidement croissante des économies en développement en face d'approvisionnements mondiaux de produits de base qui sont relativement inélastiques. » Donald Kohn, 26 juin 2008.

« Nous vivons l'impensable... La liste des victimes est très différente. Ce qui a le plus souffert, c'est la crédibilité du plus sophistiqué des systèmes financiers dans le monde. » Mohamed El-Erian, codirecteur de Pimco, 25 juin 2008.

Maintenant que l'inflation s'est déplacée du prix des actifs vers celui de l'énergie, de l'alimentation, et des produits de consommation, la recherche des coupables a commencé. Je dois revenir à mon

ancienne analyse, opposant le « cœur » et la « périphérie ». Comme le suggère M. El-Erian, le « cœur » du système mondial de crédit est en train d'être discrédité. A coup sûr, le monde est de plus en plus réticent à accumuler de nouveaux actifs à risque situés au « cœur ». En particulier dans le cas des actifs libellés en dollars, ce discrédit qui devient de plus en plus une répulsion, provoque l'inflation des prix de l'énergie, des métaux, de la nourriture et de multiples ressources dont les approvisionnements sont de plus en plus tendus.

Cette pénurie de l'offre est liée à au moins deux dynamiques fortes qui sont à l'œuvre aujourd'hui. Tout d'abord, les économies émergentes en plein essor à la « périphérie » - dont l'expansion a été en grande partie alimentée par les systèmes de crédit sans entrave et une tendance inflationniste aiguë initialement due aux excès du crédit du « cœur ». D'autre part, il existe aujourd'hui une forte poussée spéculative sur tout ce qui est lié à l'énergie et aux matières premières. C'est aussi une conséquence des dysfonctionnements du « cœur », à savoir les déficits massifs de la balance courante des USA et l'essor de la masse des capitaux spéculatifs mondiaux qui en a résulté, couplé avec le discrédit de la finance de Wall Street. Il existe aujourd'hui mondialement beaucoup trop de liquidités qui tentent d'acquérir des ressources globales en quantité insuffisantes et dont la production ne s'accroît pas aisément (« inélasticité »).

Je trouve cela plutôt incroyable que les responsables aux États-Unis et en Europe appellent aux économies émergentes pour combattre l'inflation. Alors que les États-Unis sont aujourd'hui aux prises avec leurs 700 milliards de déficits et que le système du crédit européen poursuit sa croissance à deux chiffres, ce n'est pas la périphérie qui est la cause profonde de l'escalade des tensions inflationnistes mondiales. Le système mondial du crédit s'est emballé, lors d'un processus de spéculation et de crédit excessifs qui s'est poursuivi durant des années et qui fut généré et toléré par le « cœur ». Il est aujourd'hui déraisonnable d'escompter que les chinois ou les asiatiques mettent à genoux leurs économies en plein essor pour lutter contre l'inflation mondiale, tout autant que de s'attendre à ce que la Fed resserre la vis économique au point d'équilibrer notre déficit et de punir les spéculateurs responsables de cette déstabilisation.

La dynamique inflationniste à laquelle nous assistons aujourd'hui s'est développée durant des décennies. Seul le rétablissement de la discipline et de la stabilité au cœur du système financier mondial aurait pu contenir la forte tendance inflationniste actuelle née du crédit et de la monnaie fiduciaire. Mais au lieu de cela, le « cœur » s'est comporté de façon indisciplinée et instable, ouvrant la voie au type d'inflation galopante que nous connaissons aujourd'hui. Le

« cœur » en est venu à s'amouracher de l'inflation des actifs et de la consommation induite, et les a même justifiés. La périphérie a été contrainte de prendre le même chemin, toute heureuse de lui rendre service.

Désormais, nous assistons à une nouvelle perte de crédibilité des actifs financiers et de l'économie des États-Unis (et de plus en plus de ceux de la Grande-Bretagne). Bien que le tumulte récent agitant les marchés n'a pas eu l'intensité atteinte en mars lors de la précédente phase de réduction de l'effet de levier, les répercussions des derniers événements sont plus problématiques. D'une part, les marchés sont maintenant aux prises avec cette réalité qui est que la plus grande partie de l'énorme appareil des différents types d'assurance du crédit est insolvable, et présente peu de chances de guérison. Bien que la nature des engagements de ces entreprises ne les contraigne pas à déposer leur bilans à court terme, le marché sait néanmoins qu'une grande partie de la protection future promise par ces entreprises et ces acteurs financiers est dénuée de valeur.

Les assureurs « monolines » n'ont pas les ressources nécessaires pour s'acquitter de leurs énormes obligations futures. Les acteurs du marché des Credit Default Swap (CDS) n'ont pas non plus les moyens de s'acquitter des obligations auxquelles ils devront faire face. Et les assureurs des crédits hypothécaires n'ont pas les moyens de faire face rapidement aux coûts croissants résultant de l'éclatement d'une bulle immobilière de dimension historique. Et si les assureurs hypothécaires sont mis en faillite, les agences gouvernementales, les GSE, ont un énorme problème. Non seulement elles sont exposées à de très grands risques sur ces entreprises, mais l'ensemble du marché hypothécaire « classique » serait dans une situation très risquée face à une dislocation du marché de l'assurance. Si une grande partie du secteur de l'assurance des prêts hypothécaires, perd la capacité de vendre de nouvelles garanties - ou si cette assurance perd la confiance des agences et des marchés - cela entraînerait un resserrement majeur sur les marchés hypothécaires classiques, qui sont loin d'être bien solides. Ou, pour le dire autrement, si des apports personnels importants sont exigés pour les prêts hypothécaires rachetés par les GSE les effets se feront sentir immédiatement dans toutes les villes du pays - sans même parler de la très vulnérable économie américaine de la bulle, dépendante des dépenses de consommation.