

*L'actualité récente des marchés des capitaux mai 2007**

I. La désynchronisation de la croissance, l'évolution de la liquidité et le « conte de fées » qui continue

Les marchés ont regagné le terrain perdu après le mouvement de correction de février

Le mois de février a été marqué par un important mouvement de correction des marchés de capitaux. Toutefois, depuis lors, toutes les transactions misant sur un redressement ont repris : fin avril, les actions avaient regagné le terrain perdu ; les rendements obligataires ont diminué et le resserrement des écarts de rémunération a repris ; les cours des matières premières se sont de nouveau inscrits en hausse de même que les monnaies des pays exportateurs ; enfin, le dollar des États-Unis s'est affaibli.

Le récent redressement du marché a été favorisé par : (a) la décision de la Fed de rester l'arme au pied pour le moment ; (b) l'absence actuelle de signe d'inflation en dehors des prix de l'énergie ; enfin, (c) la désynchronisation des courbes de croissance, qui permet de penser que les choses vont continuer ainsi à l'avenir – après tout, le « conte de fées » économique se poursuit.

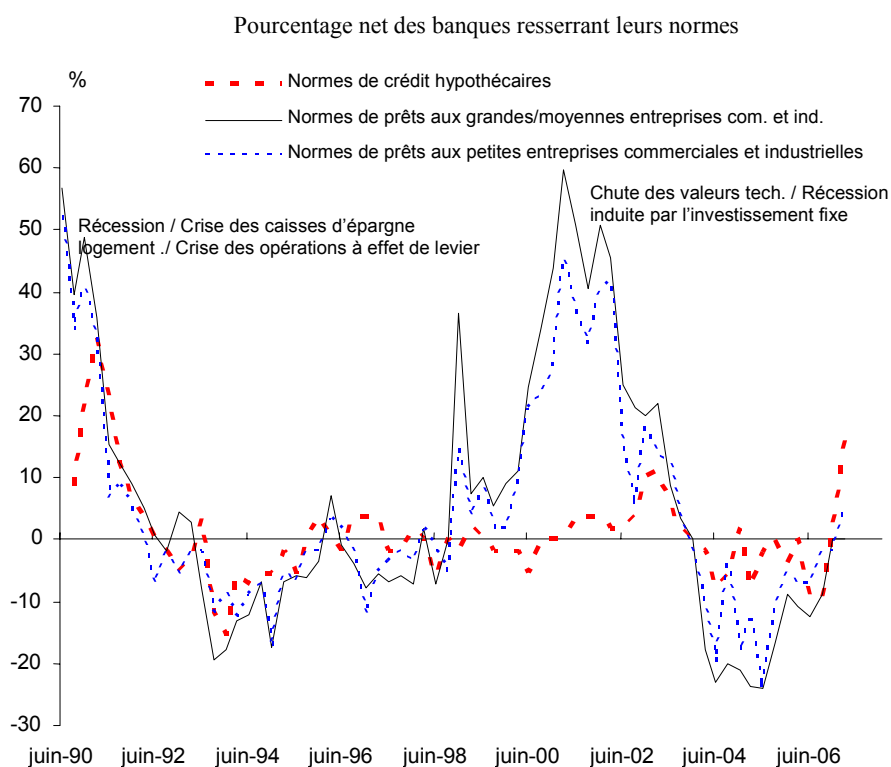
Les normes de prêts commencent à se durcir

À l'échelle mondiale, la situation économique générale présente quelques aspects négatifs mineurs, qui se concentrent surtout aux États-Unis – la détérioration du marché du logement et le ralentissement probable de la croissance des bénéfices par rapport au niveau actuellement très élevé des marges constituent les principales

* Ce document est publié sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE. Les opinions exprimées et les arguments employés ici ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de l'Organisation ou des gouvernements de ses pays membres.

préoccupations à cet égard. Le système financier américain bénéficie d'une bonne capitalisation et il est suffisamment flexible pour absorber des pertes sur prêts résultant de la défaillance d'emprunteurs à risque. En conséquence, toute la question est de savoir si la crise du marché hypothécaire va entraîner un durcissement plus général des normes de crédit. Un tel repli de la prise de risque commence à se manifester, notamment pour les crédits hypothécaires (voir Graphique 1). Mais, pour un niveau donné du taux des fonds fédéraux, cela implique un durcissement des conditions monétaires et cela peut prolonger la phase de ralentissement de la croissance.

Graphique 1. Durcissement des normes de prêts des banques américaines : crédits hypothécaires et crédits au commerce et à l'industrie

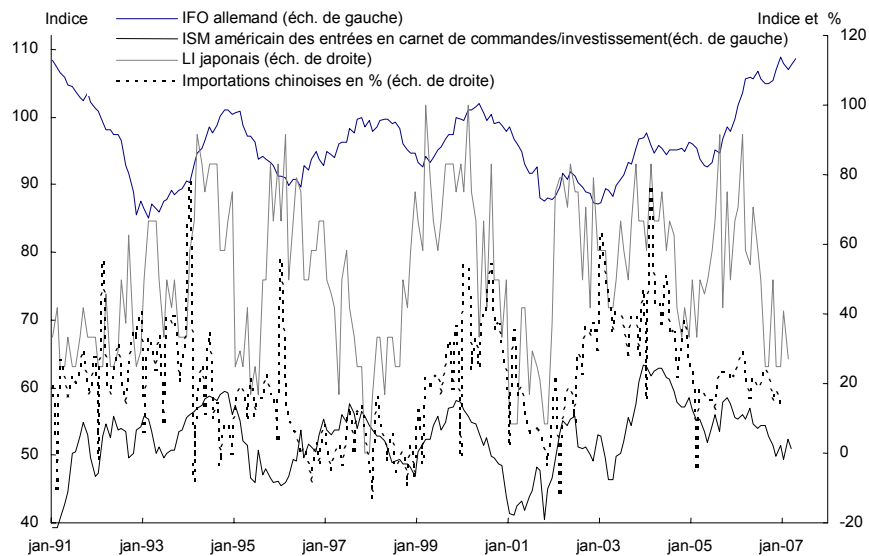


Sources : Federal Reserve, Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices; Thomson Financial Datastream.

La désynchronisation de la croissance renforce l'impression d'atténuation du risque d'inflation sur les marchés de capitaux

L'économie mondiale est désormais tout à fait désynchronisée. Le ralentissement de l'économie américaine est compensé par la dynamisation de l'économie européenne et la très forte expansion observée sur les marchés émergents, sous l'impulsion de la Chine et de l'Inde. Même au Japon, qui reste à la traîne, les nouvelles ne sont pas si mauvaises. Le Graphique 2 présente une sélection d'indicateurs précurseurs régionaux – celui de l'IFO en Allemagne est particulièrement bien orienté alors que l'indice américain se détériore. Il s'agit là d'un contexte sain pour les marchés de capitaux. Soutenus par une liquidité abondante à l'échelle mondiale, les marchés d'actions ont donc poursuivi leur vif redressement.

Graphique 2. Indicateurs précurseurs : apparition d'une désynchronisation saine des courbes de croissance



Source: Thomson Financial Datastream.

*Des paramètres
fondamentaux sains
ou une liquidité
excessive ?*

Toutefois, **il existe à partir de ce constat deux écoles de pensée à propos de la situation financière** : (i) les uns estiment que les pouvoirs publics ont si bien réussi à contenir l'instabilité économique qu'il n'y a aucun excès majeur et qu'aucun des cycles des prix des actifs observés à ce jour ne correspond à un phénomène de bulle ingérable – bref, alors que les marchés se sont laissé aller à une « bouffée d'inquiétude » en février, les perspectives justifient une certaine exubérance ; en revanche (ii) les autres pensent que la liquidité excessive est en train de se déplacer d'un marché à l'autre : d'abord, l'immobilier, et maintenant les marchés d'actions. Le coût du capital finira par s'ajuster à la hausse, *via* un creusement des écarts de rémunération et lorsque cela se produira, les prix des actifs s'orienteront à la baisse. Dans un tel scénario, certains intervenants endettés seront en fâcheuse posture.

Le redressement des actions, intervenant si peu de temps après le cycle d'expansion et d'effondrement du marché du logement aux États-Unis, est en partie favorisé par **l'existence de liquidités immédiatement disponibles** : le boum du capital-investissement et le rôle des fonds d'arbitrage dans la propagation du resserrement des écarts de rémunération au moyen des opérations spéculatives sur les marges d'intérêts (ce qui empêche une augmentation du coût du capital) en sont une bonne illustration. Lorsque l'effet de levier explique en partie la tonicité du marché, les autorités doivent être sur le qui vive : l'histoire nous enseigne en effet que ces épisodes se terminent souvent mal.

II. Les emprunteurs à risque et les problèmes connexes

*Pas de contagion
négative des crédits
hypothécaires aux
emprunteurs à risque
pour le moment*

Ces derniers temps, la question des crédits aux emprunteurs à risque a fait couler beaucoup d'encre et **on semble s'accorder à penser que cette crise ne sera pas très contagieuse pour le moment**. Contrairement à la crise des caisses d'épargne-logement de la fin des années 80 et du début des années 90, une bonne partie des risques supportés par les banques ont été sortis de leur bilan au moyen de mécanismes de transfert de risque et d'opérations de titrisation. Même si l'identité exacte des détenteurs finaux des titres est mal connue, ce transfert des risques des

intermédiaires financiers réduit le risque systémique – de fait, 40 % des titres adossés à des créances hypothécaires (TACH) sont répartis en dehors des États-Unis.

La crise affecte les recettes des banques, mais ne constitue pas un événement de crédit majeur

Cette analyse donne à penser que la question des emprunteurs à risque ne constitue pas un problème de crédit majeur pour les banques. Il s'agit plutôt d'une question de perte de recettes pour les établissements exposés – conclusion confortée par les résultats récents des banques américaines qui ont été peu nombreuses à faire état de détériorations sensibles de leurs recettes sous l'effet de passation par pertes et profits de leur portefeuille de prêts dans le segment des emprunteurs à risque. Une partie des pertes des banques ont été liées (a) à des normes de souscription médiocres ; (b) à la récupération par les bailleurs de fonds hypothécaires de titres adossés à des actifs (par application de clauses passées inaperçues dans leurs contrats avec les initiateurs des opérations de titrisation) ; enfin, (c) à la conservation par les institutions de plus de créances qu'elles ne le souhaitaient (par exemple, faute de pouvoir obtenir une notation convenable en vue de leur titrisation).

Du côté de l'offre comme du côté de la demande, des facteurs contribuent à freiner la distribution de crédits hypothécaires et, en toute logique, ce phénomène gagne désormais les prêts immobiliers à usage commercial (la croissance trimestrielle médiane des 14 plus gros bailleurs de fonds est revenue à 1.3 % au T1-2007, contre une moyenne de 1.9 % environ en 2006).

Les marchés distinguent différents secteurs dans les risques inscrits aux bilans

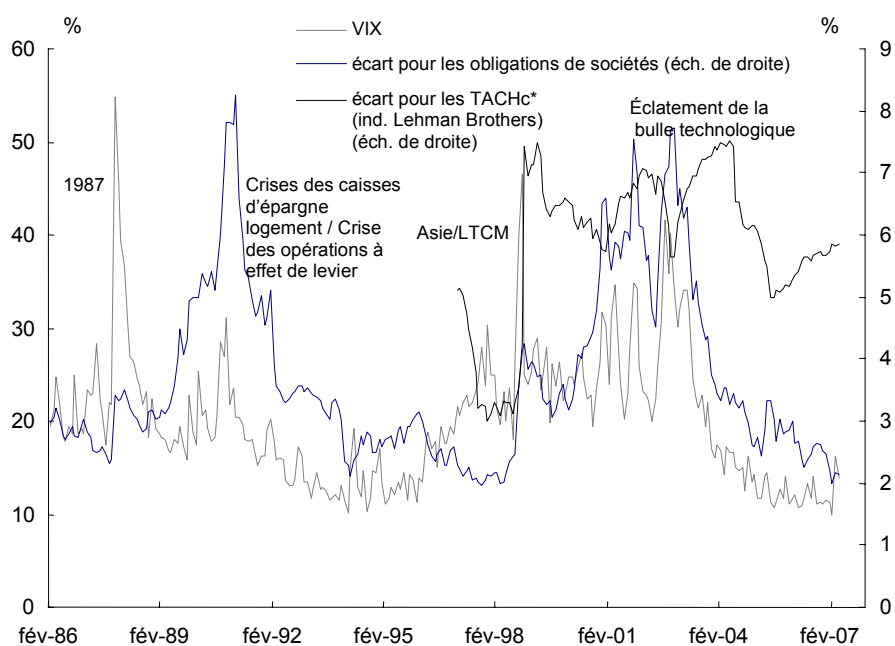
Les marchés se comportent comme ils doivent le faire, à savoir en établissant une distinction entre le marché de l'immobilier et les autres secteurs pour lesquels les bilans sont plus solides. Comme le montre le Graphique 3, le resserrement des écarts de rémunération que l'on observe sur le marché des obligations de société depuis 2003 ne s'est pas retrouvé sur celui des crédits hypothécaires.

Vers une nouvelle rationalisation du secteur du crédit hypothécaire

La crise des prêts aux emprunteurs à risque va sans doute aboutir à une nouvelle rationalisation du secteur. Ces dernières années en effet, le secteur du crédit hypothécaire a connu une accumulation sensible de surcapacités. Les intervenants les plus solides conquièrent des parts de

marché tandis que d'autres sortent du secteur. Tout naturellement, cela a entraîné la fermeture d'un certain nombre d'établissements et les éventuelles faillites supplémentaires vont dépendre de la capitalisation des établissements concernés. Le Tableau 1 présente le volume des crédits accordés à des emprunteurs à risque et le volume total des crédits distribués par les principaux groupes bancaires à la fin de 2006. Une partie des intervenants les plus fragiles dont la part des prêts aux emprunteurs à risque est élevée vont certainement sortir du secteur.

Graphique 3. Écarts de rémunération des obligations de société à haut rendement et des créances hypothécaires à haut rendement et indice VIX de la volatilité implicite



* TACHc : titres adossés à des créances hypothécaires dans le secteur de l'immobilier à usage commercial

Source : Thomson Financial Datastream.

Il s'agit là d'un processus normal de rationalisation qui s'impose. Ce processus s'accompagnera d'un certain désengagement vis-à-vis d'instruments exotiques et d'une rupture de la dispersion des bailleurs de fonds qui ont caractérisé le marché ces dernières années : en effet, (a) la réforme de la réglementation et des instructions plus judicieuses des autorités réprimeront les pratiques laxistes ou fallacieuses et (b) le creusement des écarts de rémunération contribuera à réduire la demande dans le contexte de surcapacités.

Tableau 1. Établissements de crédits hypothécaires et part des emprunteurs à risque dans leur portefeuille de prêts (2006)

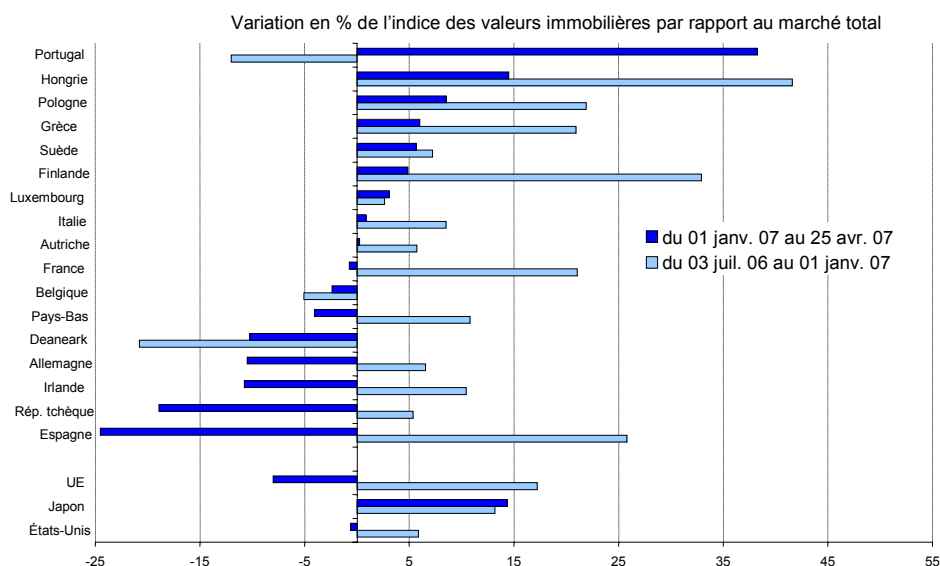
Institution	Prêts à risque (USD mrds)	Part de marché %	Prêts hypo. total (USD mrds)	Part des prêts à risque %
1 HSBC	52.8	8.8	52.8	100.0
2 New Century	51.6	8.6	59.8	86.3
3 Countrywide	40.6	6.8	461.4	8.8
4 Citimortgage	38	6.3	183.8	20.7
5 Fremont Invest & Loan	32.3	5.4	32.5	99.4
6 Ameriquest	29.5	4.9	29.5	100.0
7 Option 1	28.8	4.8	35	82.3
8 Wells Fargo	27.9	4.7	396.1	7.0
9 First Franklin	27.7	4.6	27.7	100.0
10 Washington Mutual	26.6	4.4	195.6	13.6
11 Residential Capital	21.2	3.5	94.6	22.4
12 Aegis Mortgage	17	2.8	17	100.0
13 Accredited Home Lenders	15.8	2.6	15.8	100.0
14 BNC Mortgage	13.7	2.3	13.7	100.0
15 Chase Home Finance	11.6	1.9	172.4	6.7
16 American General Finance	11.5	1.9	11.5	100.0
17 WMC Mortgage	11.3	1.9	33.2	34.0
18 Equifirst	10.8	1.8	10.8	100.0
19 Novastar Financial	10.2	1.7	11.2	91.1
20 Ownit Mortgage Solutions	9.5	1.6	9.5	100.0
10 premiers	355.8	59.3	1476.1	24.1
20 premiers	488.3	81.4	1865.8	26.2
Total	600	100.0	2980	20.1

Source : Citi.

Dans ces conditions, ces ajustements se dérouleront sans doute en douceur, mais il ne faut pas exclure des phénomènes d'instabilité : la fermeture d'établissements distribuant des crédits aux emprunteurs à risque pourrait créer des perturbations et les défaillances risquent de s'étendre à d'autres crédits de qualité intermédiaire à taux révisable de type 'Alt-A' (pour lesquels la documentation plus réduite, voire inexistante rend difficile l'évaluation de la solvabilité de l'emprunteur).

Ces dernières semaines, les cours des actions des entreprises du secteur immobilier américain se sont légèrement redressées, ce qui indique que la crise touche à sa fin (voir Graphique 4). Même HSBC, malgré tous ses soucis avec les emprunteurs à risque, a amorcé un redressement. On enregistre déjà des offres sérieuses de reprise de créances à risque par des acquéreurs du secteur financier (entreprises de capital-investissement, fonds d'arbitrage, etc.) ce qui traduit la pénurie d'opportunités de placement sur des actifs sinistrés, ainsi que par des acquéreurs stratégiques (banques et firmes de courtage).

Graphique 4. Actions du secteur de l'immobilier par rapport à l'ensemble du marché



Source : Thomson Financial Datastream.

Les situations de crise naissent d'un gonflement trop rapide de l'endettement et de surcapacités du côté de l'offre. Les problèmes se manifestent par la suite lorsque les taux d'intérêt augmentent, réduisant ainsi la demande de crédit. Il conviendra de surveiller la façon dont les choses pourraient se passer dans l'UE en cas de hausse du loyer de l'argent.

L'Europe connaît-elle un problème latent de surcapacités dans le secteur du logement ?

Dans le secteur de l'immobilier résidentiel, l'endettement hypothécaire a connu une augmentation rapide dans certains autres pays, notamment en Europe, notamment au Royaume-Uni, en Irlande et en Espagne. Ainsi, avec l'ouverture du marché immobilier aux investisseurs étrangers et à la faveur de la faiblesse des taux d'intérêt dans la zone euro, les prix des logements en Espagne ont fortement progressé (7 % sur un an au T1-2007, ce qui marque un léger repli par rapport aux 9.1 % du T4-2006). L'endettement liée au logement augmente et la concurrence entre banques les pousse vers les segments les plus risqués du marché hypothécaire.

III. Liquidité et risque d'inflation du prix des actifs

À l'échelle mondiale, la liquidité semble très abondante

Même si la bulle du logement semble s'être un peu « dégonflée » pour le moment, le vif redressement d'autres marchés d'actifs indique que la liquidité mondiale reste considérable et que les taux d'intérêt réels sont peut-être trop faibles. Cette situation favorise le recours à l'endettement et des pools de capitaux privés en ont pleinement profité. Comme on le verra dans les autres articles de ce numéro consacrés au capital-investissement et aux fonds d'arbitrage ainsi qu'aux produits structurés, ces pools de capitaux utilisent l'effet de levier, à la fois directement et implicitement par le biais des instruments dérivés, pour tirer parti des opportunités offertes par des actifs mal valorisés. À cet égard, ils jouent un rôle important et positif. Il convient de distinguer ces contributions positives aux risques plus généraux que peut induire ce recours à l'effet de levier si le coût global du capital n'est pas facturé à son juste prix par suite d'un excédent de liquidité. Les intervenants sur le marché réagissent rationnellement aux signaux qui leur sont transmis.

Les tentatives de fixation des prix des actifs financiers posent toujours des problèmes de liquidités disponibles

Même si un resserrement monétaire est intervenu dans de nombreux pays, la liquidité mondiale reste abondante en raison des tentatives de certains pays de fixer le prix de l'argent ; un principe économique élémentaire veut que si l'on fixe (trop bas) le prix d'une chose, on ne peut pas en maîtriser la quantité (trop élevée). On observe des tensions lorsqu'une initiative des pouvoirs publics, nécessaire à des fins internes, a des retombées sur les marchés mondiaux où des intervenants astucieux en profitent pour faire bouger les prix des actifs.

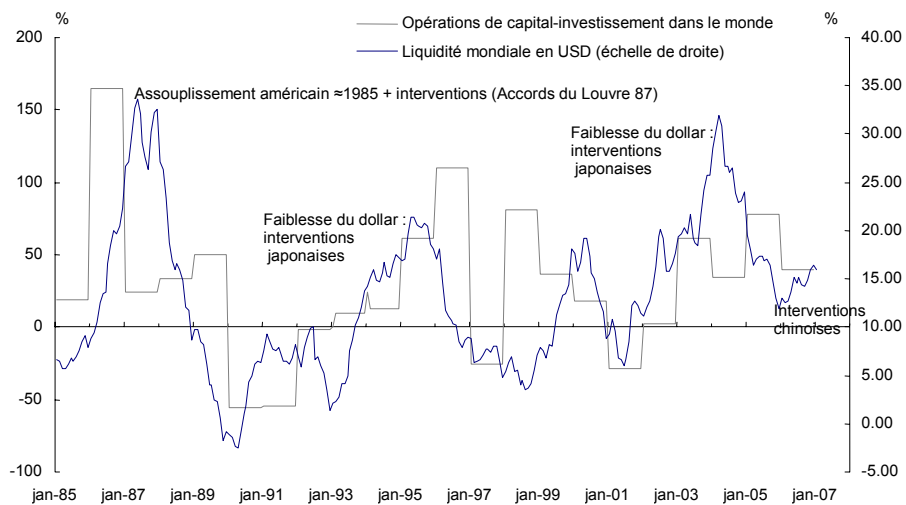
En janvier 2007, par exemple, la Chine avait accumulé sur un an 259 milliards USD de réserves supplémentaires en intervenant pour maintenir le niveau de son taux de change et l'encours de ses réserves s'établissait à plus de 1 100 milliards USD. Or, le recyclage de ces réserves sous forme d'obligations américaines est l'un des principaux facteurs de modération des taux d'intérêt américains. Parallèlement, la parité fixe entre le dollar américain et le dollar de Hong Kong permet d'user de tous les mécanismes classiques pour échapper aux mesures de contrôle des mouvements de capitaux (comme le non-rapatriement des recettes en devises que l'on remplace par des emprunts sur le marché intérieur). Dans la région asiatique, la possibilité actuelle de réunir rapidement des fonds pour lancer des structures d'investissement est connue.

Les cycles de la liquidité mondiale et les opérations de capital-investissement ont toujours été liés

Le Graphique 5 donne une représentation simple de la liquidité sous forme de monnaie de banque centrale mesurée en dollars des États-Unis (principale monnaie de libellé des transactions financières). Cette liquidité est égale à la monnaie centrale américaine à laquelle on ajoute les réserves de change des autorités monétaires de Chine, du Japon, de l'Asie, du Royaume-Uni et de la zone euro – en d'autres termes, la monnaie centrale déterminante pour le multiplicateur du crédit aux États-Unis majorée des réserves internationales accumulées en dehors des États-Unis et qui créent de la liquidité intérieure dans ces pays. Les actifs libellés en dollars des États-Unis sont recyclés en titres de dette mondiaux (notamment américains). **La corrélation de la liquidité mondiale induite par les initiatives des autorités avec l'évolution relative des opérations de capital-investissement est assez frappante et elle est fréquemment liée à des tentatives de résister à**

des tensions sur les taux de change dans certaines régions. Le placement des instruments de dette s'opère par des processus interchangeables et fait appel à des techniques financières innovantes : les transactions peuvent se dérouler de façon tout à fait indépendante de la politique monétaire du pays où elles se déroulent.

Graphique 5. Les cycles de la liquidité mondiale et des opérations de capital-investissement à effet de levier

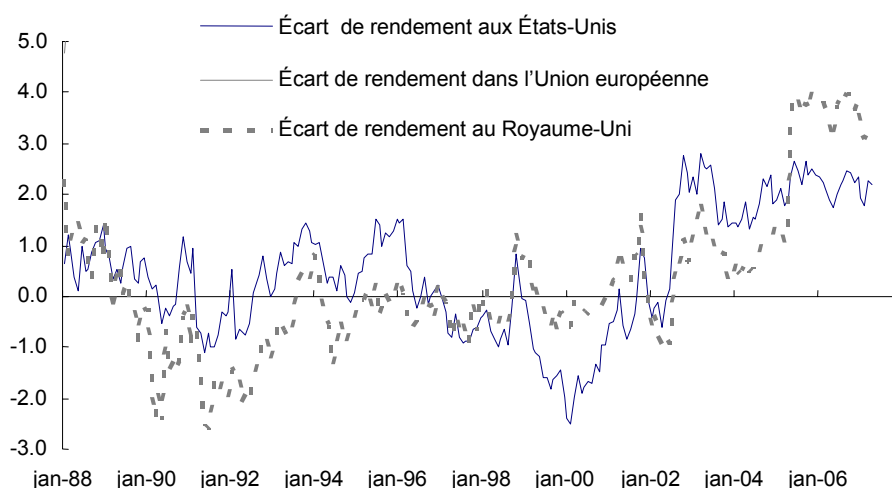


Sources : OCDE et Thomson Financial.

La fixation par la Chine du cours du renminbi, tout en subventionnant le prix intérieur de l'énergie, contribue à modérer l'inflation (les mesures de stérilisation, sous forme d'augmentation des réserves obligatoires, s'efforçant d'en suivre le rythme). Les produits d'exportation bon marché contribuent en outre à modérer l'inflation mondiale en permettant aux taux d'intérêt réels de rester partout inférieurs à la normale. **En Asie, la présence de taux réels sensiblement inférieurs à la croissance du PIB constitue une « subvention » importante en faveur de la croissance.**

Même si le Japon est moins intervenu depuis que le dollar américain a connu un creux en 2002, les taux nuls, nécessaires pour conjurer la déflation interne, continuent d'alimenter la liquidité mondiale et de favoriser les opérations sur écarts de rémunération *via* des instruments dérivés qui sont difficiles à mesurer à l'aune des flux classiques inscrits au bilan des banques.

Graphique 6. Opportunités d'arbitrage sur actions
(écarts entre rendement réel des actions et rendement des obligations)



Source : Thomson Financial Datastream.

La liquidité ouvre la voie à des arbitrages dont les marchés de capitaux profiteront

L'effet combiné de ces mesures crée des **opportunités d'arbitrage massives consistant à emprunter à faible taux pour acheter des actifs à rendement plus élevé**. Les opérations spéculatives sur écarts de rémunération des fonds d'arbitrage accentuent les pressions à la baisse sur les rendements. Les opérations à effet de levier participent du même processus d'arbitrage.

Il peut y avoir là une situation intrinsèquement déstabilisatrice, car les cours des actions ont été portés jusqu'au point d'équilibre des rendements. Si le coût du capital à l'échelle mondiale est trop bas, les cours des actions vont augmenter trop fortement. Le Graphique 6 fait

apparaître les opportunités d'arbitrage liées au boum des marchés d'actions. L'écart entre rendement des actions et rendement des obligations n'a jamais été aussi important.

Bref, les marchés vont tirer parti de la liquidité excédentaire jusqu'à ce que l'inflation se manifeste sous une forme ou une autre (sur les prix des matières premières ou sur les marchés d'actions dans un premier temps).

IV. Le mouvement de correction de février vu sous cet angle

*"Think of a ruler held up vertically on your finger: this very unstable position will lead eventually to its collapse, as a result of a small (or absence of adequate) motion of your hand or due to any tiny whiff of air. The collapse is fundamentally due to the unstable position; the instantaneous cause of the collapse is secondary."*¹

(Didier Sornette, *Why Stock Markets Crash*)

Les marchés devraient rester « nerveux »

Comme le suggère la citation, le mouvement de correction de février n'aura été rien de plus qu'une remise en cause des excès qui s'étaient accumulés sur un marché extrêmement surévalué (en d'autres termes, un retour à la normale de l'aversion au risque). On a parfois attribué ce désengagement à la crainte que les autorités chinoises ne prennent des mesures pour calmer le marché des actions A (actions chinoises cotées en renminbi). Il s'agit d'un marché en grande partie fermé aux investisseurs étrangers et qui a tendance à évoluer indépendamment des autres marchés (et *vice versa*). Une « contagion » de la nervosité du marché des actions A aux marchés asiatiques et mondiaux aurait donc été une première. La crise des crédits aux emprunteurs à risque aux États-Unis a aussi été évoquée comme cause du mouvement de correction. En fait, l'effondrement du marché des actions A comme la crise des prêts à risque ont principalement servi de prétextes à une prise de bénéfices sur des marchés

1. Imaginez une règle placée en position verticale sur votre doigt : cette position très instable aboutira à la chute de cette règle, sous l'effet d'un petit mouvement (ou faute de réflexe adéquat) de votre main ou encore à cause d'un minuscule souffle d'air. Fondamentalement, la chute est due à cette position instable, sa cause immédiate étant secondaire.

mondiaux surévalués et à une ébauche de retour à la normale de l'aversion au risque.

L'augmentation de la volatilité que fait apparaître le Graphique 3 ne marque même pas encore un retour à la normale. Les opérations sur écart de rémunération ont repris et les marchés ont désormais entièrement regagné le terrain perdu.

Les évolutions de la liquidité et du recours à l'effet de levier sont-elles intrinsèquement instables à long terme ?

L'ampleur du prochain repli des marchés et de ses déclencheurs immédiats n'auront pas autant d'importance que les éléments d'instabilité que présente la situation actuelle à travers une liquidité excessive difficile à maîtriser et un recours à l'effet de levier pour en tirer parti. Parmi les multiples facteurs susceptibles de déclencher une nouvelle phase d'instabilité, on peut songer à une nouvelle crise des crédits aux emprunteurs à risque, un événement de crédit majeur concernant une opération de capital-investissement à effet de levier ou un fonds d'arbitrage, des défaillances dans le compartiment des obligations structurées adossées à des emprunts que les fonds de pension, les sociétés d'assurance et les fonds d'arbitrage ont achetées avec enthousiasme, des signes d'inflation effective, ou un renforcement de la monnaie japonaise (sous l'effet d'un redressement des actifs nationaux) provoquant un dénouement des opérations spéculatives sur écart de rémunération en yen.

L'évaluation de la capitalisation et de la qualité du crédit est-elle suffisamment rigoureuse ?

Si les sources de création de la liquidité mondiale sont difficiles à maîtriser, il importe d'autant plus que les institutions financières et les intervenants recourant à l'emprunt sur les marchés restent conscients des risques qu'ils encourent. À cet égard, il faut encourager davantage l'adoption de pratiques rigoureuses d'évaluation de la qualité du crédit.