

Krach des marchés boursiers : *Pouvez-vous encore y échapper ?*

Par Bill Bonner & Philippe Béchade

Introduction

Depuis que je me suis lancé dans le merveilleux secteur de l'investissement, dans les années 70, jamais je n'ai vu les investisseurs si convaincus que tous les prix des actifs continueront à voir leur valeur augmenter -- en se basant sur "l'excès de liquidité" et "l'émission de devises".

- Durant ma carrière, j'ai vécu quatre folies financières aux proportions épiques -- je veux dire par là des bulles d'investissement qui, lorsqu'elles ont explosé, ont causé des dommages économiques sérieux à un secteur important de l'économie, à un pays entier ou à toute une région.

- Chaque fois qu'une folie d'investissement touche à sa fin, les investisseurs pensent qu'une sorte d'"excès de liquidités" fera éternellement grimper l'objet de la spéculation. Mais comme l'a si éloquemment expliqué Albert Edwards dans un récent rapport "la liquidité est la poudre de perlimpinpin du monde de l'investissement. Elle recouvre des choses totalement différentes pour des personnes différentes, mais est souvent citée comme étant un moteur essentiel des marchés stables".

- L'environnement financier et boursier actuel est très étrange : la liquidité est censée provenir non pas d'une ou deux sources seulement, mais de partout ! Des surplus de l'OPEP, de la Fed et d'autres banques centrales, des excédents courants de l'Asie (excès d'épargne), du *carry trade* en yens et en francs suisses, de la taille importante des fonds monétaires et des dépôts bancaires, de la hausse du prix des actifs, de l'effet de levier, d'un raz-de-marée provenant des fonds de *private equity* et des taux d'intérêt artificiellement bas. Pas étonnant qu'avec de telles croyances, les marchés d'actifs soient tous en route pour la Lune !

Marc Faber, pour les Publications Agora

I- Hedge funds : cela peut-il durer ?

Saviez-vous que les 25 gérants de *hedge funds* les mieux les mieux payés au monde ont perçu l'an passé une rémunération moyenne de 300 millions d'euros -- soit deux milliards de francs de l'époque ? Le champion toutes catégories de cette élite aux revenus en platine iridié s'appelle James Simon, universitaire spécialiste de la modélisation mathématique du risque et président de Renaissance Technologie Corp. Il a gagné à titre personnel 1,2 milliards d'euros en 2005.

Cela représente la bagatelle de 1 000 000 SMIC (un million !), ou encore le salaire annuel de 60 000 employés de travaillant chez Wal-Mart -- et l'équivalent de la totalité de la masse salariale de nombreuses entreprises du SBF 120 et même du CAC 40 (Air Liquide, TF1, Publicis, Thomson, ST-Micro...).

Brian Hunter, gérant du *hedge fund* en quasi-faillite Amaranth, fait presque figure de Smicard de l'hyper-finance, avec des revenus n'excédant pas 120 millions de dollars en 2005, une année

particulièrement faste sur les dérivés de matières premières. C'est tout de même assez bien payé pour quelqu'un qui vient de perdre six milliards de dollars en moins d'un mois sur le marché du gaz naturel, soit l'équivalent du PIB du Mozambique, du Turkménistan ou du Népal.

Rassurez-vous, le système financier dans sa globalité n'a même pas tressailli... car contrairement à la faillite de LTCM en octobre 1998, l'argent perdu par Amaranth a été gagné par les gérants de *hedge funds* qui s'étaient portés contrepartie de Brian Hunter. Les banques d'affaires qui lui avaient avancé de l'argent s'en mordent aujourd'hui les doigts, mais elles récupèrent une bonne partie de ces sommes au travers d'autres fonds spéculatifs qui opèrent sur les mêmes marchés.

Aux dernières nouvelles, Brian Hunter risque de voir ses revenus mensuels repasser sous la barre des 10 millions de dollars, ce qui lui permettait jusqu'à présent de s'acheter tous les mois un "petit hôtel particulier de 500 mètres carrés sur jardin privatif " en plein coeur du Marais. Une misère.

Cette comparaison n'est pas anodine : c'est précisément l'émergence de ce genre de millionnaires du troisième type -- qui ne produisent rien de concret, aucune richesse exploitable par la communauté humaine, qui manipulent des concepts et des outils abstraits et dont l'activité principale consiste à générer des mouvements de compte et des commissions de gestion -- ce sont donc ces nouveaux *tycoons* de l'immatériel qui alimentent une flambée de l'immobilier dans l'ultra haut de gamme. Cela contamine ensuite le haut de gamme, puis, de proche en proche, les biens de qualité moindre qui apparaissent relativement abordables au commun des mortels... et jusqu'au pavillon de banlieue coincé entre la bretelle d'autoroute et l'entrée du centre commercial.

Imaginez le formidable distorsion des prix immobiliers créé par ces 1% d'Américains ayant fait fortune ces cinq dernières années dans l'industrie des *hedge funds*, dans le pétrole ou les ventes d'armes -- et qui gagnent à eux seuls autant que les 40% de contribuables Américains les plus pauvres.

James Simon a gagné près d'un milliard d'euros en 2005. Il a certes conçu de superbes équations permettant de modéliser le chaos et de mettre les probabilités de son côté sans jeter une pincée de sel par-dessus son épaule, mais ses travaux scientifiques n'ont pas permis d'améliorer l'efficacité des médicaments traitant le cancer... ni de réduire les émissions de CO2... ni de créer ne serait-ce que 10 000 emplois (ce qui représente 1/10ème de ses revenus)... ni d'inciter le gouvernement fédéral à procurer une couverture sociale aux 40% d'Américains qui n'ont pas les moyens de s'en offrir une.. ni rendre moins ineptes les émissions de télé-réalité où des candidats aux abois financièrement sont prêts à risquer leur vie ou santé pour 500 \$.

Pour rendre supportable un déséquilibre du partage des richesses qui engendre des disparités de pouvoir d'achat jugées vertigineuses (le terme est faible), tant aux yeux d'économistes libéraux que des auteurs d'un récent rapport parlementaire français consacré aux dérives du capitalisme, les banques tendent un piège imparable à des acheteurs qui sont culturellement et psychologiquement conditionnés à surpayer un bien immobilier qui valait 15% de moins l'année précédente... au nom de l'espoir qu'il en vaudra 15% de plus l'année suivante.

En effet, la plupart des acheteurs auraient tout intérêt, dans les conditions actuelles, à demeurer sagement locataires alors que leurs mensualités n'augmentent que de 3% à 4% par an... Cela aurait en plus l'avantage d'éliminer le risque de voir les plus-values virtuelles se transformer en pertes bien concrètes de 20% ou -0%, voire en saisie pure et simple de leur logement.

Or les méga-revenus perçus par une nouvelle "privilégiature" de la finance internationale, fiscalement apatride, débouchent sur une inflation des actifs qui appauvrit l'écrasante majorité des classes moyennes, dont les salaires ne progressent plus depuis la chute du mur de Berlin. Pour toute consolation, les banques leur offrent la faculté de s'endetter sur 30 ans ou plus, de différer le paiement du principal au-delà du délai moyen de la revente (qui est de cinq à six ans aux USA) et de contracter des prêts à taux variables, mais avec possibilité de suspendre les remboursements durant certaines périodes difficiles, etc.

Les banques peuvent bien faire preuve d'un peu de souplesse et de créativité en matière de prêts destinés à une clientèle à la solvabilité douteuse, dans la mesure où elles investissent des dizaines de milliards de dollars dans des *hedge funds* censés leur procurer 15% de rendement "sans risque" (tout du moins s'agit-il de risques mathématiquement maîtrisés)... à perpétuité.

Sauf qu'en 2005, le rendement moyen est tombé à 9%... et qu'en 2006, il ne s'avère pas supérieur à 7% sur les neuf premiers mois de l'année !

Les 10 000 *hedge funds* recensés à ce jour disposaient d'une force de frappe de 1 300 milliards de dollars, selon les dernières estimations réalisées à la mi-2006. Ces estimations sont forcément très sujettes à caution compte tenu de l'implantation de 60% d'entre eux dans des paradis fiscaux où l'opacité est la règle.

Au sein de ce foisonnant vivier, seuls 5% de ces fonds d'arbitrage sont enregistrés comme spécialisés dans la spéculation sur l'énergie. Cela représente tout de même 60 milliards de dollars de capitalisation... mais avec l'effet de levier, ces sommes se retrouvent démultipliées dans des proportions qui donnent le vertige.

Bien d'autres, qui sont répertoriés comme "global macro", se sont également jetés à corps perdu dans les marchés à terme adossés aux matières premières ou aux énergies fossiles. Combien de situations comparables aux déboires d'Amaranth -- mais à échelle réduite -- cela a-t-il engendré ?

Toujours est-il que la rentabilité globale des *hedge funds* s'est réduite de moitié en trois ans, et que le mythe des 15%/an vole en éclats. Le retour sur investissement décline à l'échelon individuel, mais les banques partenaires se rattrapent sur le nombre et la masse des commissions générées par les arbitrages incessants auxquels elles se livrent 365 jours par an.

Les *hedge funds* monopolisent la gestion de la majeure partie des 300 000 milliards de dollars d'engagements à terme comptabilisés sur les marchés dérivés. Petit rappel : le PIB planétaire qui recense les vrais échanges de vrais biens et de vrais services s'élevait à 40 000 milliards de dollars en 2005, soit 30 000 milliards d'euros.

Autrement dit, chaque dollar de l'économie réelle donne naissance à un peu plus de 7 \$ dans l'économie virtuelle : cela a-t-il un sens, cela peut-il durer ?

II- Petit pop ou gros pop ?

Quiconque se déclare "surpris" par une sévère chute des cours ne faisait pas attention à ce qui se passait. A quand remonte la dernière bulle n'ayant pas éclaté ? Ca n'a jamais existé. Toutes les bulles éclatent. Tous les êtres vivants meurent. Toutes les devises papier perdent leur valeur. Tous les empires sont détruits. Tous les politiciens mentent.

Mais passons sur ces vérités éternelles, et regardons ce qui s'est passé récemment. La quantité d'argent augmente à un rythme étourdissant. Ces derniers temps, nous avons découvert que la masse monétaire de l'euro grimpe à son taux le plus rapide en 17 ans -- près de 10% annuellement. Les dollars augmentent à peu près au même rythme. En Inde, la masse monétaire se développe de 21% par an. Et le yuan ? Nous n'en savons rien, mais nous sommes prêt à parier qu'il y aurait de quoi nous couper le souffle.

Pourquoi tant d'argent ? Parce que nous sommes dans la phase de bulle d'une expansion du crédit. Et l'une des principales caractéristiques de cette période, c'est que la Banque du Japon prête de l'argent à moins de 1%. Cela attire les spéculateurs dans le *carry trade*, par le biais duquel des yens sont empruntés... et transformés en dollars ou autres devises... avant d'être investis dans des actifs ayant un rendement plus élevé.

N'importe quel individu doté d'un brin de jugeote pouvait voir que tout cet argent frais et vif allait attirer des ennuis à beaucoup de gens. Et quiconque se donnait la peine de lire les gros titres pouvait voir les ennuis arriver rapidement.

Il y a quelques jours, même l'ancien président de la Fed, Alan Greenspan lui-même, a averti que les Etats-Unis pourraient entrer en récession d'ici la fin de l'année. Pourquoi ? Parce que le marché immobilier perd de sa vigueur. L'industrie est déjà en récession. Le logement semble en route pour

la même destination. En janvier, par exemple, les ventes de nouvelles maisons ont chuté de 16,6% -- leur plus fort déclin en 13 ans. Les prêteurs *subprime* font faillite.

Et voilà que les banques centrales menacent de vider ce bain de liquidités.

"Une bulle se développe. Les investisseurs devraient s'inquiéter des risques", a déclaré Cheng Siwei, vice-président du Congrès populaire national chinois le 31 janvier, durant un entretien avec le *Financial Times*. "Mais dans un marché haussier, les gens investiront de manière relativement irrationnelle. Tous les investisseurs pensent pouvoir gagner. Mais bon nombre d'entre eux finiront par perdre. C'est leur risque et leur choix", continuait Cheng.

Aux Publications Agora nous préférons mettre en garde nos lecteurs et investisseurs sur les menaces qui pèsent sur leur patrimoine. Nous avons mis en place des stratégies efficaces pour éviter les pertes (0% en 2006 avec notre service Vos Finances – *La Lettre du Patrimoine*) et continuer à accumuler les plus-values même lorsque les bulles éclatent ! Je vous conseille donc de sécuriser vos investissements avec Vos Finances – *La Lettre du Patrimoine* – vous trouverez facilement tous les détails [en cliquant ici...](#)

D'une certaine manière La Banque du Japon a prévenu, elle aussi, les spéculateurs, mais ils feraient mieux de se méfier ! Elle a doublé son misérable taux directeur. La Banque nationale suisse a offert le même conseil : emprunter, c'est facile, a-t-elle dit... mais rembourser pourrait l'être beaucoup moins. La Banque centrale européenne a augmenté ses taux et déclaré qu'elle les augmenterait encore.

Si nous avons raison, les spéculateurs devraient observer le cours du yen comme les passagers du Titanic surveillaient les canots de sauvetage. Ils ont emprunté des yens. A présent, ils doivent rembourser des yens. A mesure qu'ils s'inquiètent de plus en plus, nous nous attendons à voir le prix du yen grimper... parce qu'ils doivent acheter des yens pour rembourser leurs prêts. C'est exactement ce qui est en train de se passer... quoique de manière subtile et furtive pour l'instant. Et voilà pourquoi nous continuons de penser que les investissements libellés en yens se révéleront étonnamment vigoureux à mesure que la bulle du crédit désenfle.

Mais nous continuons d'observer et d'attendre. Le Dow a repris un peu de terrain. Les marchés émergents sont mitigés. Le yen a grimpé. Si ce n'est pas juste un petit "pop"... mais bien "Le Grand Pop"... nous verrons d'autres spéculateurs se ruer vers la sortie dans les jours qui viennent... et le yen grimpera.

III- Quand la déprime du *subprime* s'exprime

Une baisse du loyer de l'argent ne constituerait-elle pas la meilleure réponse au risque systémique -- que chacun s'accorde à juger insignifiant -- lié à la faillite en cascade des organismes de crédit qui ont attiré cyniquement des centaines de milliers d'Américains désargentés dans le piège de la dette via les emprunts exotiques (dits *subprime*) ?

Nous faisons allusion à la très médiatique banque californienne New Century Financial, qui voit tous ses bailleurs de fonds ayant pignon sur rue à Wall Street (Morgan Stanley, en l'occurrence) lui couper les vivres. Cela accule la société à se placer sous la protection de l'article 11 de la loi sur les faillites ; l'annonce de cette issue calamiteuse ne serait qu'une question d'heures, après que le titre ait perdu 80% de sa valeur en une semaine.

New Century Financial, c'est l'un des principaux artisans de la bulle immobilière sur la côte ouest des Etats-Unis. Ce spécialiste des prêts à haut risque se retrouve à la tête de 51 milliards de dollars d'encours de crédits potentiellement en déshérence... mais qui ont servi de sous-jacent à une série d'émissions obligataires au haut rendement, sur lesquels de nombreux *hedge funds* se sont jetés comme des fourmis sur un reste de hamburger gorgé de ketchup.

Les grandes banques commerciales se disent non concernées par l'effondrement des organismes de prêts accordés à des clients dispensés de fournir un apport, et même de rembourser les intérêts

(ne parlons pas du principal) durant une période de grâce pouvant aller de six mois à deux ans : ce n'est pas le genre d'activité qu'elles agrément (on a sa fierté) !

Sauf qu'elles sont très heureuses d'encourager les vautours à tirer la moindre parcelle de moelle du marché immobilier en pleine ébullition. Elles n'émettent pas de prêts *subprime* (à moins que certains salariés indécents se soient montrés peu regardants sur la qualité de certains dossiers, afin de faire du chiffre...) mais cautionnent ceux accordés par de nombreuses sociétés désormais acculées à la faillite.

Elles leur accordaient également des lignes de crédit en quantité quasi-illimitée, quand tout allait bien -- c'est-à-dire tant que les prix immobiliers évoluaient à la hausse. Cela ne manquait pas d'arriver, puisque des personnes qui n'auraient jamais dû acheter un bien se mettaient à participer à la grande Roue de la Fortune.

Les grandes banques accordaient également toute leur confiance -- et les fonds qui vont avec -- aux *hedge funds* qui se gavaient de *junk bonds* immobilières (prétendant savoir en maîtriser les risques), alors que les organismes qui les émettaient savaient pertinemment qu'une bonne partie de leur clientèle était incapable dès l'origine de rembourser la moindre mensualité d'un montant "normal" (intérêt + principal).

Le secteur a commencé à courir à la catastrophe lorsque les intérêts à taux variables sont passés de 7% (deux fois le tarif consenti à l'époque aux meilleurs emprunteurs en 2005) à 10% en 2006. Le système va probablement exploser lorsque la surprime va passer les 12% : ce sont en effet plus de 650 milliards de dollars de prêts pourris qui sont concernés, dont 230 milliards de dollars poseraient réellement problème en l'état actuel des choses.

Les sociétés de prêts -- qui n'en accordent plus faute de garanties en amont ou en aval ! -- commencent à licencier massivement. C'est même le cas de la filiale crédit WMC Mortgage du géant General Electric, lequel vient de biffer d'un trait de plume 20% de ses effectifs. Les salariés peuvent d'ailleurs s'estimer heureux : chez New Century, cela pourrait concerner 90% du personnel... et chez certains autres, c'est déjà du 100% !

Nous avons déjà souligné à de nombreuses reprises que le fameux "plein emploi" à l'américaine a été obtenu, ces trois dernières années, grâce aux recrutements massifs opérés dans tous les secteurs liés de près ou de loin à la bulle immobilière -- du promoteur à l'agent immobilier en passant par l'architecte et l'employé de banque formé en quelques semaines au montage de dossiers de crédit à géométrie variable, sans apport initial et sans fiches de paye !

Face à tant d'opportunités de gains rapides sur les marchés, se chiffrant en centaines de millions -- voire en milliards -- de dollars, pourquoi les principales banques d'affaires américaines qui règnent en maître sur ce Monopole mondial auraient-elles dû perdre du terrain ?

Il faut vraiment avoir l'esprit empâté par des décennies de théories économiques obsolètes (qui postulent par exemple que l'on ne saurait obtenir quelque chose -- autre que de sérieux ennuis -- en l'échange de rien) pour estimer que le merveilleux mirage de *Goldilocks* pourrait se dissiper du fait de l'éclatement de la bulle immobilière et du crédit qui va avec. Ces inconvénients ne concernent finalement qu'un malheureux secteur d'activité représentant la bagatelle de 10 500 milliards d'encours de crédit, dont 12,75% sont constitué de prêts à haut risque, soit une masse de 1 300 milliards de dollars.

Sur ce montant (qui nous apparaît colossal parce qu'il représente 130% du PIB de l'Espagne), 80% sont composés d'emprunts à taux variables dont le surcoût va mettre en sérieuse difficulté 50 à 60% des emprunteurs imprudents. Autrement dit, près de 700 milliards de dollars de créances sont considérées comme potentiellement irrécouvrables (soit l'équivalent du PIB de l'Inde)... et 250 milliards de dollars sont d'ores et déjà considérées comme telles (soit l'équivalent du PIB de l'Arabie Saoudite ou de la Norvège).

La saisie de 1,2 millions de maisons et autres biens immobiliers en l'espace d'un an constitue déjà un triste record qui n'a d'équivalent que la période noire de la faillite des caisses d'épargne américaine au milieu des années 80. Ce phénomène avait coûté 300 milliards de dollars au budget fédéral, et 1 300 milliards (déjà) à l'ensemble des agents économiques. Il s'agissait principalement

des propriétaires dépossédés de leurs biens puis des fonds de retraite et autres organismes de placement collectifs qui avaient misé sur les *junk bonds* pour améliorer l'ordinaire... et avaient indirectement ruiné des millions d'épargnants.

Non, décidément, pas de quoi s'inquiéter pour si peu. Certains commentateurs n'hésitent pas à défendre la thèse selon laquelle fortunes et faillites font partie du système libéral américain, omettant de préciser que les premières se matérialisent souvent au détriment d'une masse d'acteurs économiques plus naïfs.

Cette crise ne devrait pas affecter l'industrie des *hedge funds* (certains vont faire faillite... tant pis pour eux, bon débarras !)... et en plus, elle devrait susciter de nouvelles opportunités pour les *long-short* (spécialisés dans les arbitrages entre secteurs d'activité et les ventes à découvert d'actions ou de produits obligataires).

En d'autres termes, et pour reprendre un aphorisme glané au hasard des analyses entendues sur les chaînes financières anglo-saxonnes, la crise du *subprime* ne serait guère plus inquiétante pour le système financier pris dans sa globalité que la grippe aviaire pour le secteur du *fast-food* l'an passé. Les gens qui vont cesser de consommer durant quelques temps des *nuggets* de poulet (et tous leurs dérivés tels que pilons rôtis aux épices et autres omelettes) vont se rattraper sur les hamburgers, les pizzas ou les sushi.

Un argument qui nous semble particulièrement indigeste, car le problème de fond, c'est que la clientèle est atteinte d'une épidémie massive de gastro-entérite. Le souci n'est plus de troquer les beignets bourrés de lipides contre des *milk-shakes* bourrés de glucides (ou les taux fixes au détriment des taux variables)... mais bien d'entamer une diète salubre, c'est-à-dire une réduction de la consommation -- boulimique -- de crédit.

Conclusion

A première vue, prêter de l'argent à des gens qui ne peuvent se permettre d'acheter une maison, et ne se qualifient pas non plus pour le crédit nécessaire pour les acheter, ne semble pas être une activité dans laquelle il serait raisonnable de se lancer.

Mais les emprunteurs *subprime* pourraient faire de jolis poissons, ont raisonné les requins, tant qu'ils peuvent rembourser leurs traites. Les scribouillards ont fait les calculs. Les stratégestes ont fait les prévisions. Même si quelques cas ne parvenaient pas à rembourser, la hausse du marché immobilier ferait grimper la valeur du nantissement.

Un nouveau secteur financier est donc né... et rapidement, les brasseurs d'affaires et les entrepreneurs -- comme les petits génies des dot.coms qui les ont précédé -- se sont retrouvés au volant de Ferraris, à déguster du Château-Pétrus.

L'Homo Sapiens Economicus moderne croit au capitalisme. Il y croit comme il croyait autrefois à la Sainte-Trinité ou à l'Immaculée Conception -- comme un dogme. Il s'empare de la doctrine et de ses excès sans questions ni arrière-pensées. Et il en fait un désastre semblable à celui que ses ancêtres ont fait avec les Croisades.