

Attention au cygne noir

Geert Noels
CEO et chief economist chez Econopolis & Partners



Ces derniers mois, nombre d'experts ont affirmé que la crise appartenait au passé. Mais est-ce réellement le cas? Les piliers de l'économie mondiale ne semblent guère plus solides qu'il y a un an. Les mauvaises surprises ne sont donc pas à exclure.

Dans les lignes qui suivent, nous vous présentons le top 5 réalisé par Econopolis des cygnes noirs susceptibles de surgir dans les trois prochaines années. Dans l'ordre inverse, en terminant par le plus plausible...

L'expression *black swan* provient d'une ancienne méprise européenne selon laquelle tous les cygnes seraient blancs. Des discussions philosophiques traitant d'événements très improbables faisaient souvent référence à des cygnes noirs. Lorsqu'en 1679, à l'occasion d'une mission de reconnaissance en Australie occidentale, Willem de Vlamingh découvrit l'existence d'un cygne noir, nous prîmes conscience du fait qu'une chose même très improbable pouvait malgré tout survenir.

En 2007, l'expression *black swan* est devenue célèbre dans le monde entier suite à la publication du best-seller de Nassim Nicholas Taleb intitulé *The Black Swan: the impact of the highly improbable*.

Dans son livre, Taleb identifie le cygne noir à un événement répondant à trois conditions: il doit se situer au-delà des attentes normales, avoir des répercussions majeures et être explicable après les faits. Les exemples que cite Taleb dans son livre sont l'apparition d'Internet, le PC, la Première Guerre mondiale et les attentats du 11 septembre 2001.

La crise financière mondiale de 2007 à 2009 constituait, elle aussi, un événement *black swan* typique.

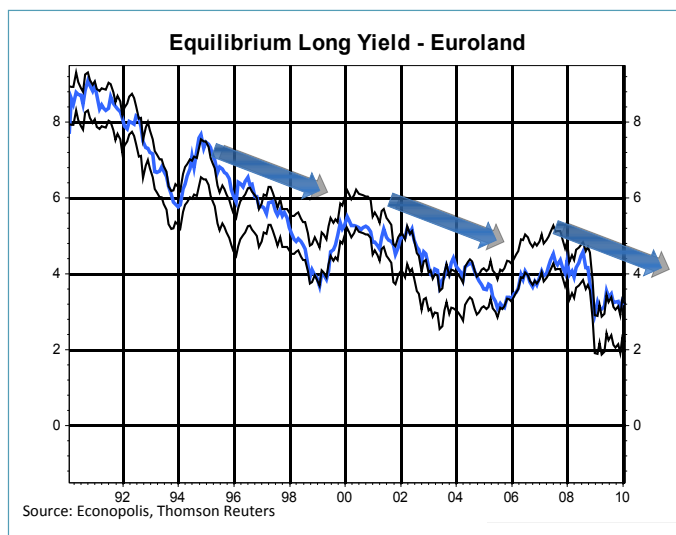
5. La croissance économique chinoise accuse une importante perte de vitesse

Fin 2008, la Chine a dû faire face aux limites de son modèle de croissance, axé sur les exportations, lorsque les échanges internationaux se sont virtuellement arrêtés à la suite de la crise financière en Occident. Les autorités chinoises ont réagi promptement en mettant en œuvre des mesures de stimulation d'une valeur de 586 milliards de dollars, ce qui correspond à quelques 12% du PIB. Les taux d'intérêt ont également été réduits et les banques ont été poussées à stimuler la croissance du crédit.

La crise financière mondiale de 2007 à 2009 constituait, elle aussi, un événement *black swan* typique

Les mesures fiscales et monétaires ont atteint leur objectif. Après une contraction de 7% au cours du premier trimestre,

Nous pensons même qu'il n'est pas exclu que l'économie mondiale retombe dans une récession



L'activité économique est rapidement revenue à sa position initiale, avec une croissance de 7,9% durant le deuxième trimestre. Ce chiffre est passé à 9,1% durant le troisième trimestre et à 10,7% durant le dernier trimestre. En fin d'année, les chiffres à l'exportation affichaient également une solide relance.

Attentives à une possible surchauffe de l'économie, les autorités chinoises ont introduit plusieurs mesures au début de cette année, afin de limiter la croissance du crédit. Les inquiétudes des autorités sont justifiées. Parallèlement à la forte croissance de la disponibilité monétaire, le nombre d'encours de crédits auprès des banques chinoises a augmenté de 25% en 2009, pour atteindre 5 860 milliards de dollars. Une partie importante de ces crédits semble s'être frayé un chemin sur le marché de l'immobilier, où plusieurs bulles de savon sont en train de se former en termes de fixation des prix et de l'offre.

Les autorités chinoises devront donc continuer à durcir leur politique monétaire et à freiner la croissance du crédit au cours des prochains trimestres, afin de ne pas laisser la bulle immobilière poursuivre son envolée. Ce qui rend à nouveau l'économie chinoise plus dépendante d'activités exportatrices pour son *momentum* de croissance. Et c'est là le risque. La Chine ne peut se permettre un affaiblissement de sa dynamique d'exportation au cours des douze prochains mois. Une baisse des chiffres de croissance relatifs à l'exportation serait synonyme de diminution de la croissance économique. Car le gouvernement doit commencer par mettre fin aux actuels excès en matière de crédit, avant de pouvoir

à nouveau stimuler la demande intérieure et les investissements. Une diminution de la croissance économique augmenterait aussi les risques d'un éclatement des bulles de savon dans le secteur immobilier, ce qui compromettrait encore davantage la croissance économique chinoise.

4. Nouveau creux de la vague

Le creux de la vague qu'a connu le marché en 2009 se caractérisait par un climat dans lequel la solvabilité des acteurs de l'ensemble du marché financier était mise en question. Diverses initiatives monétaires et fiscales de grande envergure coordonnées par les pays du G20 ont permis de rétablir la liquidité et de restaurer la confiance dans la solvabilité du système financier. Le patient n'est donc plus en soins intensifs, mais est-il déjà capable de résister à un nouveau choc et de quel choc pourrait-il s'agir ?

En nous tournant vers l'avenir, nous observons deux facteurs de stress susceptibles de remettre sérieusement sous pression le marché des actions.

Citons, comme premier facteur, le risque d'une diminution significative des taux d'intérêt à long terme. Les compagnies d'assurances-vie, qui garantissent un rendement minimal dans nombre de leurs produits, seraient alors confrontées à une situation dans laquelle le rendement qu'elles garantissent serait supérieur au rendement de leur portefeuille de placement. Les banques, de leur côté, comptabiliseraient des revenus d'intérêt moins élevés suite à l'aplatissement de la courbe des taux d'intérêt et seraient à nouveau mises sous pression pour améliorer leur rentabilité.

Il va de soi qu'un plus grand stress dans le secteur financier entraînerait également une plus grande pression sur le marché élargi des actions.

Le deuxième facteur concerne un nouveau tassement du *momentum* de croissance économique. Vers la mi-2009, l'économie mondiale affichait à nouveau un *momentum* de croissance positif, stimulé principalement par une reconstitution des stocks des entreprises et un rétablissement prudent de la demande. Nous pensons même qu'il n'est pas exclu que l'économie mondiale retombe dans une récession. Un point sur lequel nous nous attardons plus en détail ci-après.

3. L'économie mondiale retombe dans une récession

Moins d'un an après le niveau le plus bas de la crise économique, certains commentateurs pensent que l'économie mondiale a entamé une convalescence durable, qui permettra une normalisation rapide de la politique monétaire et une réduction progressive des déficits publics. Nous ne partageons pas cette vision et pensons que la relance actuelle reste très fragile.

Une étude récente menée par le McKinsey Global Institute démontre qu'une crise financière est presque toujours suivie d'une période de désendettement. Le rapport conclut également que le désendettement est douloureux, qu'il dure en moyenne six à sept ans et qu'il s'accompagne d'une diminution du ratio dette/PIB de l'ordre de 25 %.

Notre scénario de base prévoit une faible reprise économique, dans laquelle le taux de chômage reste obstinément élevé, la consommation est médiocre et les pouvoirs publics doivent chercher un équilibre instable entre *stimuli* économiques et discipline fiscale.

Dans ce contexte de désendettement et de faible demande finale, le risque d'une nouvelle récession n'est pas négligeable. En effet, les banques centrales ont déjà utilisé le gros de leurs munitions au cours des deux dernières années et doivent à présent secrètement espérer que le *momentum* de croissance perdure.

2. Cessation de paiement de la dette publique

Les gouvernements concernés ont payé le prix fort pour reconquérir une certaine stabilité sur les marchés financiers. Dans de nombreux pays, les mesures de relance économique et l'aide d'urgence au secteur financier ont poussé le déficit budgétaire loin dans le rouge. Des pays à fort endettement et faible *track record* en matière de discipline fiscale, comme la Grèce, ont vu grimper sensiblement leur prime de risque de crédit ces dernières semaines. Si la Grèce est parvenue à refinancer une partie de sa dette en janvier, les autorités grecques ne devraient pas y voir une garantie de demande future de la part des investisseurs.

Des signes de recul de l'activité économique globale provoqueraient un tarissement rapide de la demande des effets à risque et une crise des effets publics dans des pays à fort endettement. Il n'est pas inconcevable dans un tel scénario que certains pays se retrouvent en cessation de paiement de leur dette publique.

Il y a donc une marge pour continuer à faire baisser les taux d'intérêt à long terme

1. Les taux d'intérêt à long terme tombent en deçà des 3 % dans la zone euro

Conformément à notre scénario de base avec faible reprise économique, nous anticipons que les prévisions en matière d'inflation doivent être revues à la baisse. Cela implique par ailleurs que les banques centrales maintiennent plus longtemps que prévu le taux d'intérêt du marché monétaire à un faible niveau.

Il y a donc une marge pour continuer à faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Une plus grande aversion du risque de la part des investisseurs devrait prolonger leur fuite vers des investissements de qualité et des taux d'intérêt faibles à long terme sur des effets publics fiables. ●