

Développements récents sur les marchés financiers internationaux

Synthèse

- Depuis le milieu de l'année 2007, l'économie mondiale semble montrer des signes d'essoufflement, affectée par le net ralentissement de l'économie américaine, soumise à de fortes tensions sur le marché des prêts immobiliers « subprimes ».
- Les obstacles à la croissance des dépenses de consommation des ménages américains s'accumulent. Le ralentissement de la construction de logements neufs et la faiblesse concomitante des prix des maisons ont réduit l'activité dans le secteur du refinancement, qui constitue une source importante de financement des ménages depuis 2004.
- Les pays dont les exportations dépendent grandement des Etats-Unis observent actuellement une réduction de la croissance de leurs exportations, en particulier celles du Mexique, de l'Amérique du Sud et de nombreux pays de l'Asie de l'Est.
- Les forclusions et les défauts hypothécaires croissants aux Etats-Unis pèsent aussi sur les marchés financiers internationaux, compte tenu de la forte exposition de certaines banques européennes, notamment allemandes et britanniques au risque hypothécaire. Pour y faire face, la plupart des banques centrales ont procédé à d'importantes injections de liquidités sur le marché monétaire
- Les implications de ces développements sur les marchés des changes sont manifestes. La forte hausse de l'euro face au dollar risque de compromettre la compétitivité des entreprises européennes et de grever en conséquence la croissance économique de la zone euro. De plus, la nervosité des marchés de changes ne fait qu'accentuer les tensions sur les prix des matières premières, notamment le pétrole.
- Toutefois, contrairement aux phases de ralentissements antérieurs (1991-1992 et 1997-1998), où les pays émergents et en développement ont été durement affectés (déclins de la croissance économique, hausses des taux d'intérêt, affaiblissement des monnaies, forte hausse des primes de risque), la situation actuelle fait ressortir le caractère soutenu des fondamentaux des pays émergents, ce qui leur permet de mieux absorber les chocs extérieurs.

1. Genèse de la crise des prêts immobiliers aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, les prêts immobiliers sont répartis en trois catégories : « *subprime* », « *non-prime* » et « *prime* ». La catégorie des « *subprime* » correspond au niveau de solvabilité le plus bas de l'emprunteur, souvent des salariés à revenus faibles.

Ces prêts sont accordés par un institut de crédit spécialisé ou par une banque commerciale. Ils sont garantis par une hypothèque et assortis en général de mensualités de remboursement peu importantes compte tenu d'un contexte de forte abondance de liquidités et de niveaux très bas des taux d'intérêts.

Ce système fonctionnait sans difficultés dans un contexte de hausse des biens immobiliers. C'est, en effet, uniquement dans un tel contexte que les organismes de crédit sont assurés, grâce à l'hypothèque qui leur permet de faire vendre le bien, de récupérer leur capital et les intérêts déjà dus au moment où l'emprunteur n'arrive plus à payer ses mensualités.

Mais depuis trois ans, les salaires stagnent et les taux de la Réserve fédérale (FED) sont passés de 2 % à 5,25 % augmentant d'autant les taux des prêts « *subprime* », variables et indexés sur les taux de la FED. Des emprunteurs de plus en plus nombreux ont donc cessé de payer leurs mensualités. Leurs logements ont été vendus aux enchères ce qui n'a fait qu'accentuer la baisse déjà en cours des prix de l'immobilier.

Ces prêts ont été « titrisés » c'est-à-dire qu'ils ont été regroupés avec d'autres créances sur un instrument financier, le CDO (Collateralized Debt Obligation), et mis en vente sur les marchés financiers.

Ces CDO ont été au départ bien notés par les agences internationales de notation (Moody's, Standard and Poor's, Fitch Ratings) et ont été achetés par des fonds de placement partout dans le monde, vu le rendement de ces produits grâce aux intérêts exorbitants payés par les emprunteurs du secteur des « *subprime* ». Ces CDO se sont même retrouvés dans de très nombreuses SICAV présentées comme « sans risque » à leurs souscripteurs.

Les organismes de prêts hypothécaires à risque ont été les premiers touchés par l'augmentation rapide des non remboursements de prêts « *subprime* ». Les fonds de placement ont suivi, aux Etats-Unis, en Allemagne, en Australie et en France. Se trouvant dans l'obligation de vendre d'autres actifs (actions, obligations) pour rembourser leurs crédits, ces fonds ont suscité de fortes pressions à la baisse sur les cours des actions et des obligations, provoquant ainsi une chute des principaux indices boursiers internationaux.

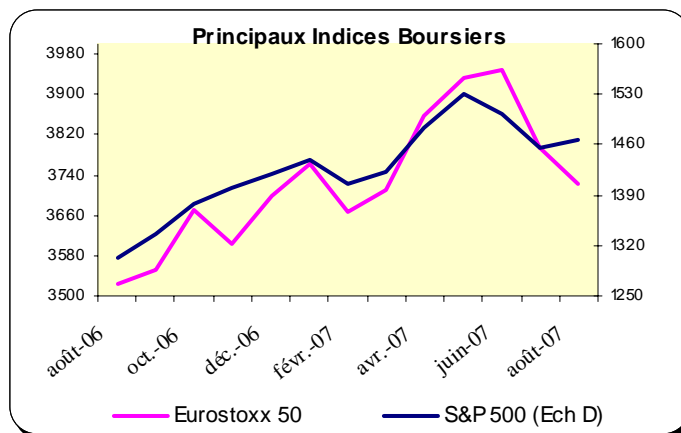
Sources d'information

- Boursorama : « Actualités taux et devises », www.boursorama.com
- BNP Paribas : « EcoWeek », publications hebdomadaires, www.bnpparibas.com.
- Crédit Agricole : « Perspectives Hebdo », www.credit-agricole.fr
- JP Morgan: "Emerging Market Today", www.morganmarkets.com
- Energy Information Administration: "Weekly Petroleum Status Report", www.eia.doe.gov
- Autres : www.bloomberg.com, www.reuters.com, www.lesechos.fr

2. Les ondes du choc du crédit hypothécaire américain

2.1. Les marchés boursiers internationaux

Les marchés boursiers de part et d'autre de l'Atlantique ont été fortement affectés par la crise du « subprime ». Les indices S&P 500 et Eurostoxx50 ont perdu respectivement 64 et 211 points en août, par rapport à leurs niveaux moyens du mois de mai 2007. Outre les incertitudes liées à l'état de santé de l'économie américaine, le repli des places boursières internationales traduit les craintes des investisseurs concernant la généralisation des défauts de paiements à l'ensemble du marché mondial du crédit. Il en découle de fortes pressions à la vente qui font plonger les prix des titres boursiers.

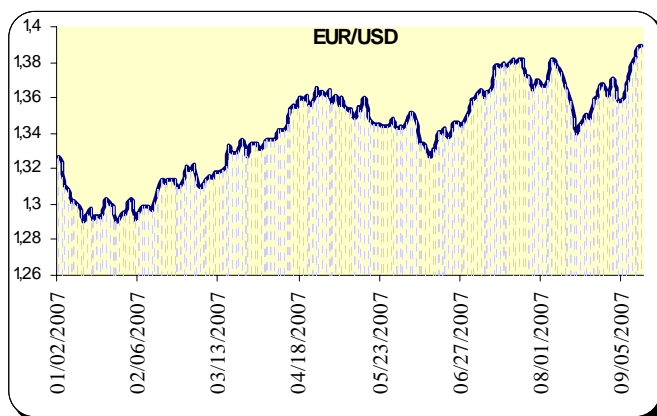


Source : Reuters

2.2. Les marchés des changes

Les marchés des changes internationaux n'ont pas été épargnés de ces évolutions. La crise du « subprime » n'a fait qu'affaiblir davantage la devise américaine qui souffrait déjà de certaines difficultés structurelles (déficits jumeaux, contraction du différentiel d'intérêt,...).

La dépréciation du dollar a été plus marquée face à la monnaie unique et dans une mesure moindre face au yen. Ainsi, l'euro a testé de nouveaux hauts historiques face au billet vert, pour atteindre 1,40 dollar à la mi-septembre 2007, après avoir évolué autour de 1,36 dollar à fin août.

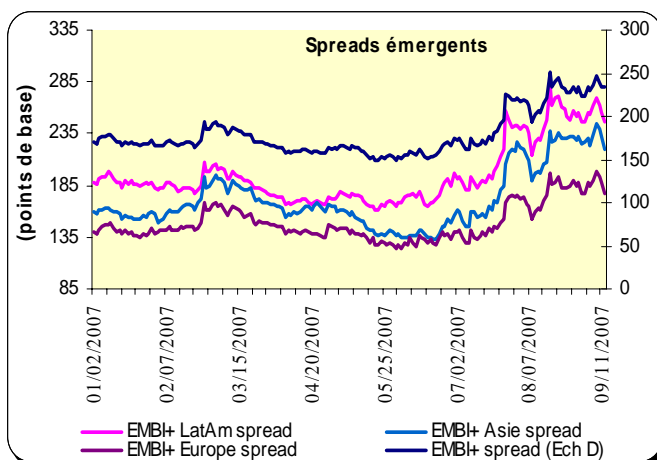


Source : BCE

2.1. Les spreads obligataires émergents

Pour ce qui est des marchés obligataires émergents, la crise actuelle a fortement ravivé l'aversion des investisseurs au risque, tirant vers le haut les spreads assortis aux titres d'emprunts émis par les pays émergents qui évoluent depuis juillet en dessus des 200 points de base.

Ce comportement des investisseurs est tout à fait typique en période de crise. L'absence d'un comportement discriminatoire vis-à-vis des titres financiers et le souci d'essayer une partie des pertes encourues incitent les investisseurs à céder les titres obligataires émergents. La baisse des prix et son corollaire la hausse des primes de risque pourraient susciter un resserrement des conditions d'accès au marché obligataire.

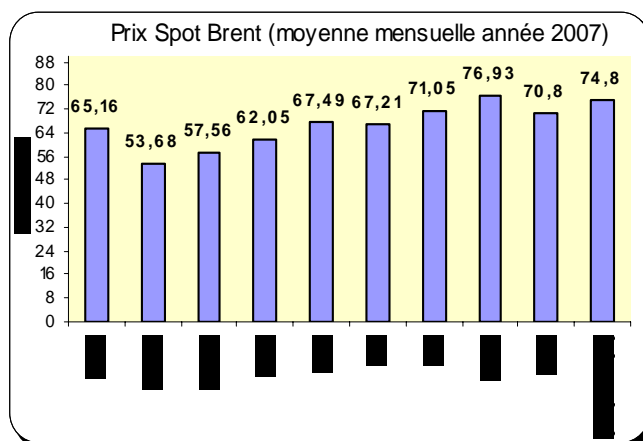


Source : JP Morgan

2.1. Les cours des matières premières

Les répercussions de la crise financière internationale déclenchée par le crédit subprime sur les cours des matières premières sont plutôt indirectes. L'effet amplificateur de la crise vient surtout de l'affaiblissement du dollar qui impacte négativement le pouvoir d'achat des principaux pays producteurs de l'OPEP.

Le comportement neutre du Cartel, conjugué au caractère tendu des fondamentaux du marché pétrolier, maintient une forte pression à la hausse sur les cours pétroliers qui ont atteint un cours moyen de près de 77 dollars le baril en juillet dernier, avant de rebondir fortement à 82 dollars le baril le 19 septembre.



Source : EIA

3. Appréciation de quelques répercussions de la crise du secteur immobilier américain sur les économies nationale et internationale

Répercussions sur la zone euro

Parallèlement aux effets directs liés à l'exposition de certaines banques européennes et au mouvement de liquidation des actifs boursiers, la crise du « subprime américain » est susceptible d'amplifier la faiblesse du dollar et son corollaire une hausse durable de l'euro.

A cet égard, deux effets potentiels pourraient être distingués. Un effet-volume, qui serait négatif pour l'économie réelle, via une altération de la compétitivité des exportations. L'appréciation durable de l'euro entraînerait une baisse des exportations ainsi qu'une hausse des importations, d'où une réduction sensible et progressive de la contribution du commerce extérieur à la croissance économique.

Dans cette configuration, les entreprises européennes, pour éviter les pertes de parts de marché à l'exportation et sur le marché intérieur, ont le choix entre réduire leurs marges ou ajuster leurs coûts. La croissance de la zone euro est alors affectée négativement par la perte de profitabilité des entreprises dans le premier cas et, dans le second cas, par l'affaiblissement de la demande interne liée à l'ajustement de l'emploi et de l'investissement.

L'effet-prix serait plutôt positif pour l'activité à court terme, en ce sens que l'appréciation de l'euro conduit à une amélioration des termes de l'échange via la baisse des prix des importations d'un certain nombre de biens ou matières premières, à l'instar du pétrole, qui se transmet au niveau général des prix et génère un effet revenu positif.

De plus, la hausse de l'euro est favorable à la maîtrise de l'inflation, vu qu'elle permettrait à l'autorité monétaire européenne d'accroître ses marges de manœuvre pour mieux défendre ses objectifs en matière de stabilité des prix.

Conséquences sur les pays émergents

La crise des prêts « subprime » américains pourrait affecter les économies émergentes à travers trois canaux de transmission. Le premier est relatif aux effets d'une recrudescence de l'aversion des investisseurs au risque inhérent aux marchés financiers émergents. Ces marchés réputés pour le niveau de rendement élevé de leurs actifs pourraient faire l'objet d'opérations de liquidation pour combler les positions financières des investisseurs durement touchés par la crise.

Le second concerne la forte exposition de plusieurs investisseurs opérant dans les actifs financiers émergents au risque du secteur immobilier américain. Les faillites en chaîne alimentent l'accumulation des déséquilibres financiers et son corollaire le drainage d'une grande partie de l'épargne mondiale par l'économie américaine. Les liquidités injectées par les banques centrales, en vue de soutenir les marchés financiers, ne font que contribuer au gonflement de nouvelles bulles spéculatives qu'il conviendra de résorber ultérieurement.

Enfin, le troisième canal a trait aux effets récessifs induits par un prolongement de la crise. En effet, le dégonflement de la bulle immobilière américaine finira par exercer une ponction sur la croissance de l'économie américaine à travers une chute brutale de la consommation des ménages. Une baisse de celle-ci se traduirait à son tour par une réduction des débouchés commerciaux de la Chine, du Japon, de l'Asie et de l'Europe.

Parallèlement à ces inquiétudes, il y a lieu de constater que les économies émergentes sont actuellement mieux préparées pour faire face à la montée de l'aversion au risque et ce, compte tenu du niveau élevé de leurs réserves de changes et de la solidité de leurs fondamentaux macroéconomiques. Toutefois, le degré de résistance de ces économies n'est certainement pas illimité. Si le risque de contagion entre marchés émergents a fortement diminué, il n'en demeure pas moins que la dépendance vis-à-vis des marchés développés ne cesse de croître, en lien avec la mondialisation de l'allocation des actifs et la complexité des instruments financiers (instruments de dérivés de crédit) qui élargissent l'amplitude des corrections des actifs.

Ou'en est-il de l'économie nationale ?

S'agissant de l'économie nationale, l'existence d'un segment « Fogarim », un fonds de garantie pour les prêts bancaires destinés aux personnes à revenus irréguliers, qui est l'équivalent du « subprime » américain a suscité quelques interrogations sur l'éventualité d'une reproduction du même phénomène pour le cas marocain.

Toutefois, dans la mesure où ces prêts sont assortis de la garantie solide de l'Etat et que leur traitement obéit strictement aux règles prudentielles de l'autorité monétaire, il est légitime d'écarter l'éventualité d'un tel scénario. De plus, même si l'encours des crédits immobiliers a connu une progression significative, passant de 35 à 73 milliards dirhams durant le quinquennat 2002-2006, il n'en demeure pas moins que la contribution du système bancaire marocain au financement de la production de logement reste encore faible. Ainsi, par rapport aux normes internationales, la proportion des crédits immobiliers dans l'ensemble des crédits à l'économie demeure modeste et ne dépasse pas 21%, contre plus de 35% dans les pays industrialisés.

Par ailleurs, force est de constater que la Bourse de Casablanca a été épargnée des turbulences qu'ont connues les bourses internationales. Le Masi et le Madex affichent des performances supérieures à 20% depuis le début de l'année 2007. Outre l'absence des « hedges funds » et des institutions spécialisées dans les actifs immobiliers, cette situation s'explique par la bonne tenue des fondamentaux du marché boursier marocain, ainsi que par de nouvelles introductions qui permettent une meilleure diversification du risque.

L'effet indirect qui pourrait accompagner une propagation de la crise du « subprime » peut être circonscrit à l'effet change. Une appréciation concomitante de l'euro vis-à-vis du dollar pourrait induire des incidences non négligeables sur l'économie nationale. Les canaux de transmission des effets du renchérissement de l'euro peuvent être identifiés au niveau des flux commerciaux et financiers.

Au niveau commercial, la dépréciation du dirham face à l'euro favoriserait les exportations marocaines vers les marchés européens. En revanche, elle se traduirait par un renchérissement des importations de biens libellés en euro qui constituent plus de 50% des importations globales de notre pays. De l'autre côté, une baisse supplémentaire du dollar exposerait l'économie nationale à une concurrence accrue en Europe au profit des pays émergents dont la monnaie est rattachée au dollar et à une perte de compétitivité sur les marchés relevant de la zone dollar.

Au niveau du service de la dette, la hausse de la monnaie unique, compte tenu de son poids dans le portefeuille de la dette extérieure du Royaume, devrait alourdir le service de la dette de notre pays. Toutefois, la détente actuelle des conditions de financement serait opportune pour optimiser l'endettement extérieur grâce à des opérations de refinancement à des taux compétitifs. En revanche, le règlement partiel de la dette extérieure libellée en dollar devrait fournir des gains de change conséquents.