

## Crise de surcapacités : leur financement dessine le scénario économique mondial

Le verre à moitié vide a été dans l'angle de vue des marchés financiers depuis la fin novembre. On sait que la tendance de valorisation des actifs liquides – aujourd'hui presque exclusivement les actions et les obligations d'entreprises à taux élevés – prend des directions marquées quand un consensus s'établit pour, précisément, retenir le côté « à moitié plein » ou celui « à moitié vide ». Croissance chinoise (très durablement revue en forte baisse) et cours des matières premières (qui n'ont pas de vrai potentiel de rebond) ont entretenu les révisions à la baisse des prix des actifs et celle des ratios pris en compte. Dans les deux cas, le retour de bâton est consécutif à une période d'investissements excessifs, conduisant à des surcapacités. Le financement de ces capacités excédentaires est le versant comptable de l'excédent économique de production créé.

### L'action publique des pays développés : sauvetage, puis subvention des banques, financement de la dette souveraine par l'émission de monnaie

Huit ans après l'éclatement de la crise du crédit hypothécaire américain des subprimes, le sentiment dominant est que celle-ci, puis son extension aux banques et, ensuite aux dettes souveraines, ont été finalement surmontées. Autant d'années de croissance américaine seraient la marque de cet assainissement. C'est évidemment aller un peu vite : le rééquilibrage des termes du commerce international et le rapatriement de la valeur ajoutée de la Chine et des pays émergents vers les États-Unis et les pays développés a été le principal fait générateur. Mais il ne faut pas

perdre de vue que dans le même temps le mal a été traité par le mal. La dette par la dette.

Le sauvetage des banques a été mené en deux temps. Après le règlement des crises de liquidité ou de bilan proprement dites (à la désastreuse exception de Lehman Brothers), les banques centrales ont mis en place de véritables subventions, proposant à taux pratiquement nul des liquidités pratiquement sans limite. On mesure évidemment la taille de cette aide à l'évolution du bilan de la Réserve Fédérale, de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre et, depuis un an, à la même direction prise par la Banque Centrale Européenne.

Une conséquence de ces QE est, finalement, le retour au financement d'une bonne part des dettes des États par l'émission de monnaie. Ainsi, la crise des dettes souveraines européennes a été amortie grâce à la signature des États solvables (Allemagne et France), mais en utilisant le moins orthodoxe des moyens.

### Jamais l'économie mondiale n'a été aussi endettée

La subvention n'a pas suffi à effacer la totalité des pertes dans les bilans bancaires. Les publications des comptes 2015 en Europe et, à un degré moindre aux États-Unis, font apparaître de nouveaux besoins de recapitalisations. Cela dit, et malgré une grande timidité des gouvernements en matière de réglementation, en particulier aux États-Unis, on doit reconnaître que le secteur financier n'a pas traité la dette par plus de dette : il s'est même globalement sensiblement désendetté depuis 2008. Son

endettement total au niveau mondial est revenu de près de 115 % du PIB à 92% du PIB.

On aurait tort de conclure que la gestion de la dette par les grands États a eu comme contrepartie, une sagesse des agents économiques. Le levier a, au contraire, été fortement majoré dans la période : le stock de dettes des secteurs non financiers dans le monde est passé depuis 2008 de 190 % à près de 230 % du PIB mondial. Jamais l'économie mondiale n'avait été aussi endettée.

Les niveaux de taux d'intérêt ont entretenu cette désintermédiation qui s'est traduite par un transfert du stock de dettes et, au total, par sa progression. L'excès actuel de capacités de production (en particulier en Chine et pour les producteurs de matières premières) se retrouve dans l'évolution du levier. Ce bilan a évidemment de quoi inquiéter et explique une part du stress des investisseurs.

À l'analyse, on note de vraies disparités qui vont inciter à faire un tri.

Les compagnies américaines ont largement suivi la tendance à l'effet de levier de l'endettement. Depuis 2009, la dette des emprunteurs américains sur les marchés obligataires est passée de 23 % à 28 % de la valeur de leurs actifs (par ailleurs réévaluée). Sur la même période, au contraire, le ratio a été réduit de 23 à 21% en zone euro. La distorsion tarde à s'inverser, mais, finalement, les entreprises se sont adaptées au cycle, dynamique aux États-Unis, en panne dans la zone euro.

L'excès de dette inquiétant, on le retrouve sans surprise du côté des pays émergents. Au moment où leur expansion est nettement revue à la baisse, on constate des taux records. Depuis 2009, l'endettement des entreprises des pays émergents a été multiplié par 10. Leurs surcapacités ont largement été financées par le crédit. Un dernier chiffre pour fixer les proportions : l'endettement total de la Chine (ménages, banques, entreprises et État) représentait 7,4 fois le PIB en 2007. Le ratio dépasse 28 fois aujourd'hui !

## L'analyse du levier des entreprises conforte les tendances économiques par zone

L'aspect financier de la crise actuelle de surcapacités permet de tracer des scénarios. Les entreprises européennes (et japonaises) ont mené des stratégies qui apparaissent cohérentes et peuvent leur permettre de profiter d'une croissance, même modérée. Les compagnies américaines ont fait jouer un levier en partie justifié par l'expansion économique. En partie seulement, car on ne peut ignorer l'effet taux d'intérêt qui a été utilisé pour la seule rémunération des actionnaires. Les rachats d'actions à Wall Street ont été financés pour un quart par des émissions obligataires. Enfin, les pays émergents exportateurs de produits manufacturés ou de matières premières ont creusé leurs déséquilibres et la croissance qui viendra des pays développés ne permettra pas de les amortir. De douloureux assainissements, des taux de croissance encore révisés à la baisse, des cours de matières premières restant dans des niveaux très bas : c'est le diagnostic de la situation financière de leurs entreprises.