

Un parallèle avec les années 1930 ?

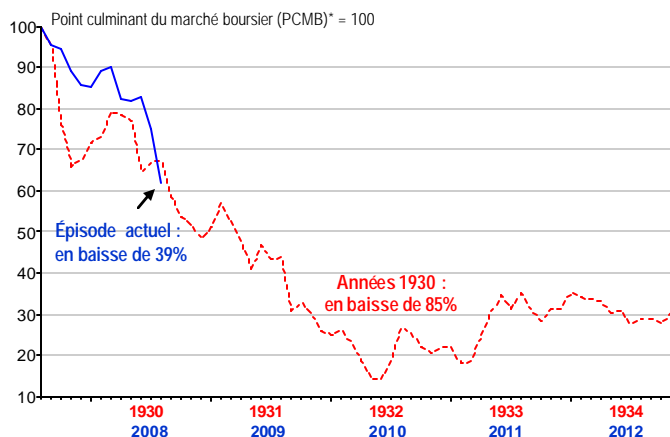
Au moment de rédiger ces notes, l'indice S&P 500 a chuté de 38% depuis son point culminant atteint il y a un peu plus d'un an et il reste sur une pente très savonneuse. On a rarement vu une campagne de détente énergique de la Fed avoir si peu d'effet sur les actions. Le sort des marchés du crédit n'était guère meilleur – l'écart actuel entre le taux des titres de bonne qualité (cote d'au moins Baa) et l'obligation de 10 ans de référence est plus grand que jamais depuis le début des années 1930. Avec en toile de fond la vive tension dans le secteur bancaire mondial, ces deux phénomènes ont fait resurgir le spectre de la dépression. Selon le *International Herald Tribune*, une recherche dans une base de données sur l'actualité a permis de recenser 16,095 articles qui contiennent une mention de la dépression des années 1930 (*Great Depression*) au cours des trois derniers mois, près de trois fois le nombre de mentions des mois précédents.¹ Un sondage CNN le mois dernier a révélé que près de 60% des Américains pensaient qu'une dépression était probable.²

Il existe effectivement des similitudes frappantes entre les problèmes qui sont à la racine de la crise de crédit actuelle et ceux qui ont précédé les années 1930 puis ont continué (utilisation du levier financier, éclatement d'une bulle, pratiques de prêt laxistes, faillites de banques, lacunes dans la réglementation), mais nous croyons que les comparaisons avec les jours sombres de 1929 à 1933 sont surfaites.

À notre avis, le fait que l'État et la banque centrale

Les actions sur une pente savonneuse...

Repli de l'indice S&P 500 depuis son sommet : les années 1930 et aujourd'hui

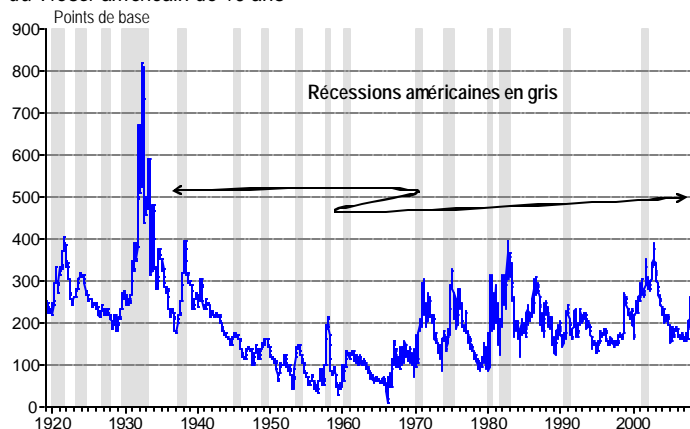


* Août 1929, octobre 2007

Économie et stratégie (données de Bloomberg et Global Insight)

... et des différentiels de taux astronomiques

Taux des obligations de sociétés cotées Baa par Moody's moins le taux des obligations du Trésor américain de 10 ans



Économie et stratégie FBN (données de la Réserve fédérale et du NBER)

¹ « An economic slowdown, yes, but a depression? », *International Herald Tribune*, 2 novembre 2008.

² « Poll: 60% say depression is likely », *CNN*, 6 octobre 2008.

n'aient pas rapidement reconnu l'impact des marchés financiers sur l'économie réelle a joué un rôle non négligeable dans la plus grande crise économique de l'histoire des États-Unis. Or, contrairement à ses prédécesseurs, Roy Young (1927-1930) et Eugene Meyer (1930-1933), le président actuel de la Fed, Ben Bernanke, dispose d'une vaste panoplie d'outils non conventionnels pour combattre la crise du crédit. Spécialiste de la Crise de 1929 et de la dépression qui a suivi, M. Bernanke a su déployer rapidement des contre-mesures, ce qui est encourageant. Il est fort probable que les États-Unis s'enfoncent dans une récession aussi grave que celle de 1973 ou du début des années 1980, par exemple, mais l'action déterminée des autorités monétaires et financières laisse penser qu'elle n'ira pas jusqu'à la dépression.

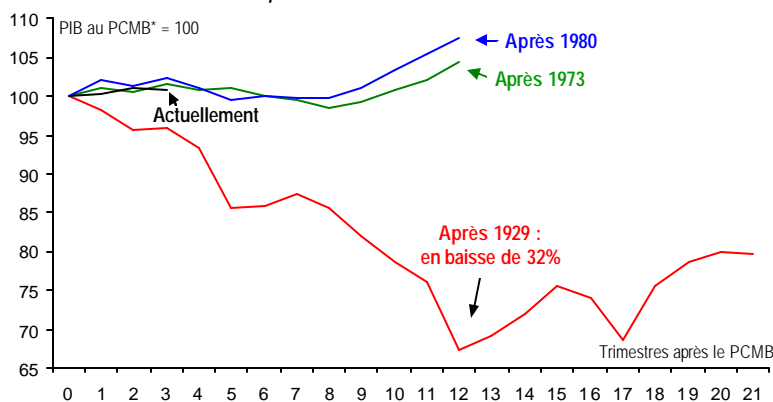
Alors que le mot fatidique en D s'entend de plus en plus dans les conversations, nous avons pensé qu'il était temps de mettre les choses un peu en perspectives pour nos clients. Comment la situation économique actuelle se compare-t-elle à celle de la dépression des années 1930 ? Nous fondant sur la mine de données historiques du National Bureau of Economic Research (NBER), nous comparons entre eux les épisodes passés de baisse et de contraction après un point culminant du marché boursier (PCMB).

PIB réel, production industrielle

Malgré de fortes similitudes de comportement des marchés financiers jadis et aujourd'hui (actions et crédit), la production industrielle et le PIB américains n'ont de loin pas chuté aussi fortement depuis octobre 2007 qu'au cours des 12 mois qui ont suivi le basculement du marché en août 1929. Comme nos graphiques l'illustrent, les baisses actuelles de 0.2% du PIB et de 4% de la production industrielle sont semblables à celles des récessions sévères des années 1973 et 1980. En août 1930, par contre, le PIB s'était contracté de 4% et la production industrielle, de 13%. En mars 1933, le PIB réel avait chuté au total de 32% et la production industrielle, de 55%.

À quoi ressemble au juste une dépression ?

PIB réel après les points culminants du marché boursier qui ont précédé une contraction économique

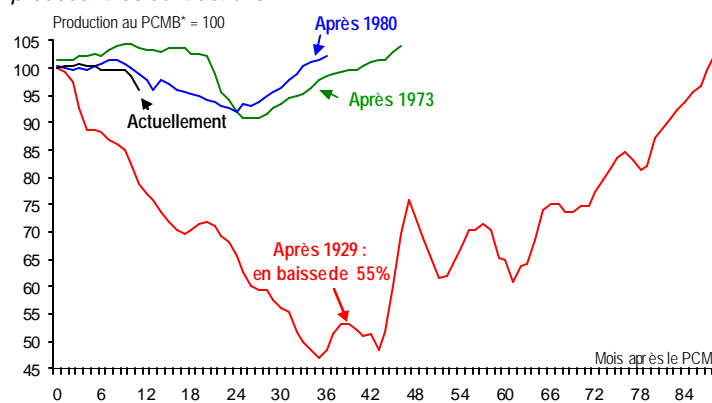


* 1929T3, 1973T1, 1980T4, 2007T4

Économie et stratégie FBN, NBER

Production industrielle

Production industrielle après le point culminant du marché boursier précédant les contractions



* Août 1929, janvier 1973, novembre 1980, octobre 2007

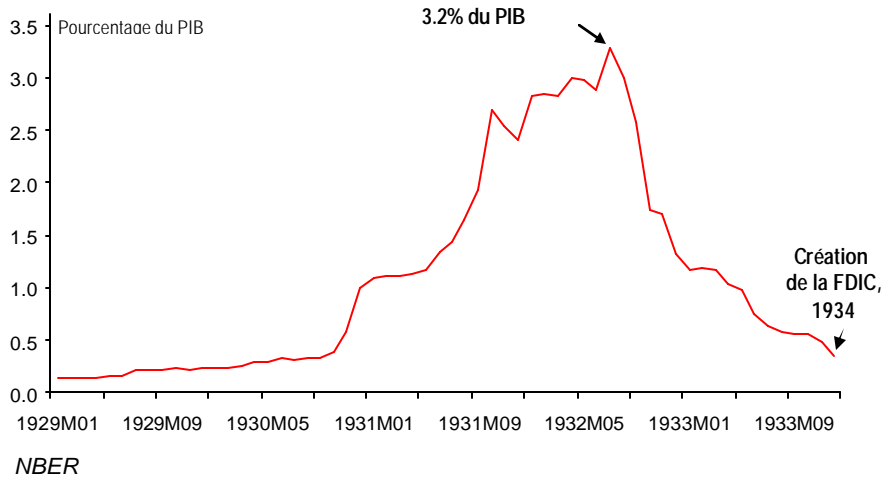
Économie et stratégie FBN, NBER

Pourquoi la crise a été si douloureuse

La contraction du début des années 1930 a été provoquée par des faillites de banques dues à un mouvement de panique bancaire. Les dépôts des institutions déchuées culminaient en 1932 à 3.2% du PIB. Ce n'est qu'en 1934 que l'État a créé la Federal Deposit Insurance Corporation pour assurer les dépôts. Depuis que la FDIC a commencé son activité, le 1^{er} janvier de cette année-là, aucun déposant n'a perdu le moindre dollar de fonds assurés à cause d'une banqueroute. Pour renforcer la confiance du public dans le système financier, les autorités américaines ont rehaussé le plafond de l'assurance dépôt à \$250,000. Une ruée sur les dépôts bancaires nous semble très peu probable dans la crise du crédit actuelle.

Années 1930 : Les faillites de banques ont semé le chaos

Dépôt des banques en faillite en pourcentage du PIB

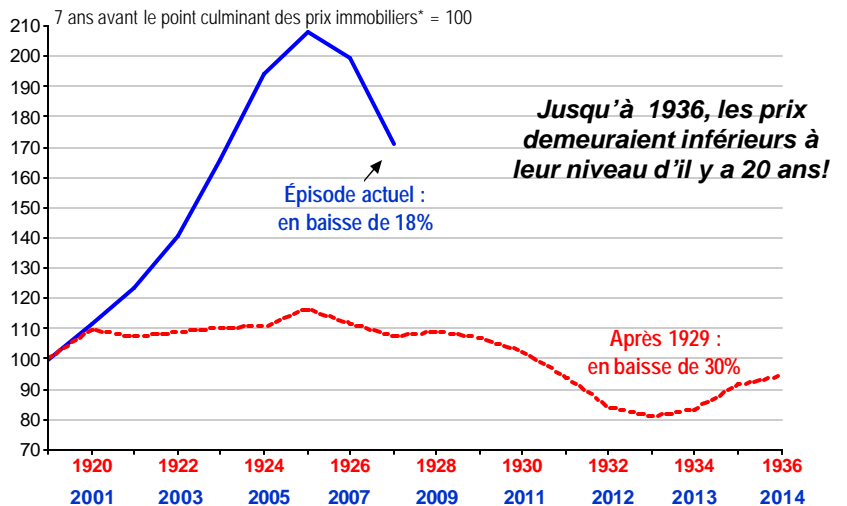


Immobilier résidentiel

Le secteur immobilier résidentiel a joué un rôle déterminant en exacerbant les difficultés du secteur bancaires dans les années 1930 (comme aujourd'hui). L'indice S&P Case-Shiller révèle que les prix des maisons et des appartements sont en baisse de 18% depuis le sommet de 2006. Dans les années 1920, les prix immobiliers résidentiels ont aussi culminé bien avant le plafonnement du marché boursier (1925). Comme le graphique l'illustre, les prix immobiliers résidentiels américains ont chuté plus fortement depuis 2006 qu'ils l'ont fait au cours du début des années 1930 mais cela traduit aussi le fait que les prix avaient augmenté beaucoup plus vite au cours des années qui avaient précédé le point culminant. Pendant la dépression, les prix ont dégringolé en tout de 30% de 1925 à 1933, où Washington a créé la Home Owner's Loan Corporation (HOLC) pour soutenir le marché immobilier résidentiel. En 1936, les prix des maisons étaient encore inférieurs à leur niveau de 1919. Cette fois-ci, même si les prix devaient aussi baisser en tout de 30% d'ici la fin de 2009 (comme le laisse penser le marché des contrats à terme), ils oscilleraient encore autour de leurs niveaux de 2004. **Nous ne pensons pas que le marché éliminera toute une génération d'acheteurs.**

Prix de l'immobilier résidentiel

Maisons existantes



* 1925, 2006

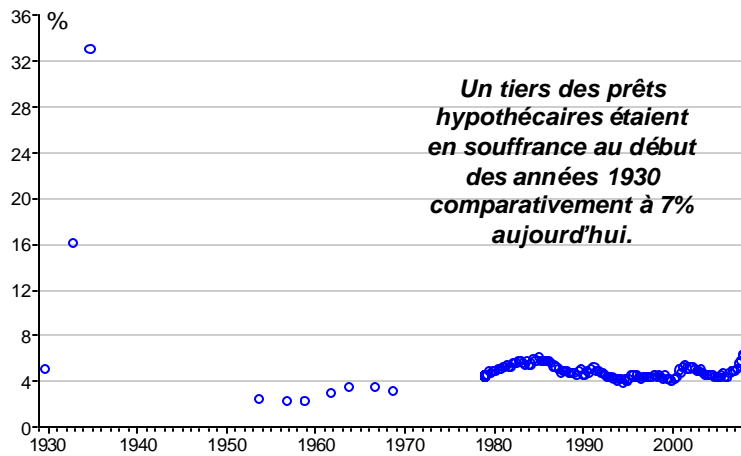
Robert Shiller "Irrational Exuberance", Princeton University Press for the years 1919 to 1936
Standard and Poors for the years 1999 to 2008

Certes, les taux de défaillances sur prêt hypothécaire qui oscillent autour de 7% sont actuellement les plus élevés en une génération et ils pourraient encore augmenter un peu comme c'est normalement le cas pendant une récession. Au début des années 1930, les difficultés économiques étaient telles qu'un tiers des prêts hypothécaires étaient en souffrance, ce qui a été exacerbé par la chute des prix immobiliers (graphique).

À notre avis, la décision récente de l'État américain de placer Fannie Mae et Freddie Mac sous tutelle pourrait donner à la prochaine administration un outil clé pour stabiliser les prix. Nous doutons que les conditions soient en place pour une déflation des prix des maisons de plusieurs années et croyons que l'essentiel de la baisse des prix pourrait bien appartenir au passé, particulièrement si l'État et la Fed réussissent à orchestrer une baisse des taux hypothécaires.

Prêts hypothécaires en souffrance

Pourcentage de prêts en souffrance de 30 jours ou plus



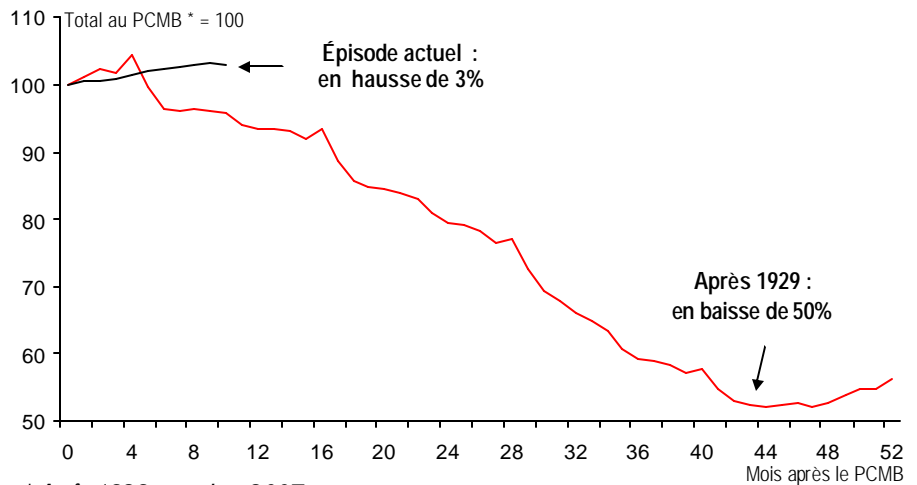
R.J. Saulnier, « *Urban Mortgage lending by Life Insurance Companies* », NBER, p. 80
 J.P. Herzog et J.S. Early « *Home Mortgage Delinquency and Foreclosures* », NBER, p.30
 Mortgage Banker's Association

Disparition du crédit

La perte des dépôts au début des années 1930 a étranglé le crédit. Les prêts à la consommation se sont contractés de 5% dans l'année qui a suivi le point culminant du marché boursier et de 50% en tout au cours des années subséquentes. Aujourd'hui, l'encours total du crédit à la consommation est en hausse de 3% depuis un an et la Fed est intervenue très énergiquement et directement ces dernières semaines sur les marchés du papier commercial.

Crédit à la consommation

Encours total du crédit à la consommation



* Août 1929, octobre 2007

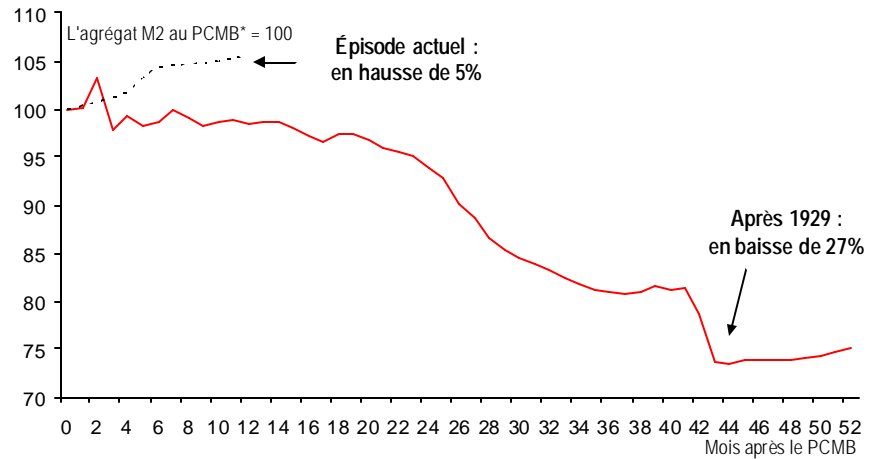
Économie et stratégie FBN (données du NBER et de la Réserve fédérale)

Masse monétaire

La contraction des dépôts et du crédit dans les années 1930 a entraîné une régression de la masse monétaire. Une année après le point culminant du marché boursier, l'agrégat M2 avait commencé à rétrécir. Au cours des trimestres qui ont suivi, il s'est contracté au total de 27%. Au moment de rédiger ces notes, la masse monétaire est en hausse de 5% depuis un an et la Fed intervient avec force pour empêcher les marchés du crédit de se bloquer complètement.

Masse monétaire

Agrégat M2



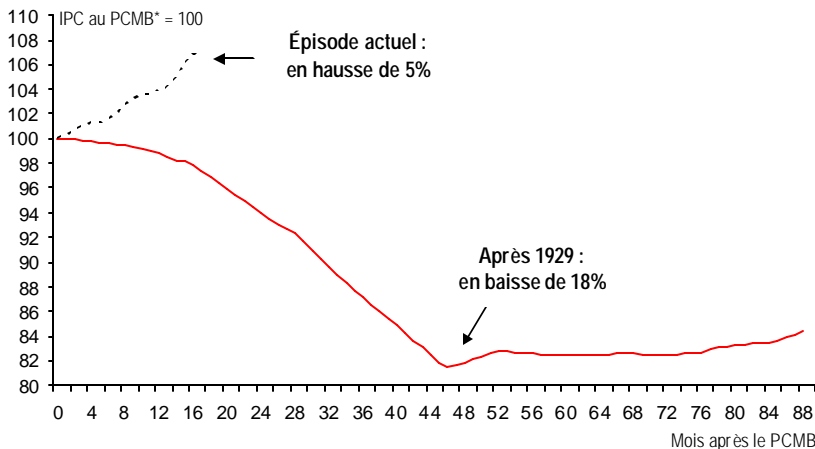
* Août 1929, octobre 2007

Économie et stratégie FBN (données du NBER et de la Réserve fédérale)

Déflation

Pendant les années 1930, la déflation était rampante. Un an après le point culminant du marché boursier d'août 1929, les prix étaient en baisse de 3% et ils s'orientaient vers une baisse cumulative de 18%. Aujourd'hui, l'indice des prix à la consommation est 5% plus haut que lors du point culminant du marché boursier, il y a un an. Avec la récente correction des prix des produits de base, il n'est pas possible d'exclure une baisse de l'IPC l'an prochain, mais nous ne pensons pas que les conditions soient réunies pour une déflation étalée sur plusieurs années.

Prix à la consommation



* Août 1929, octobre 2007

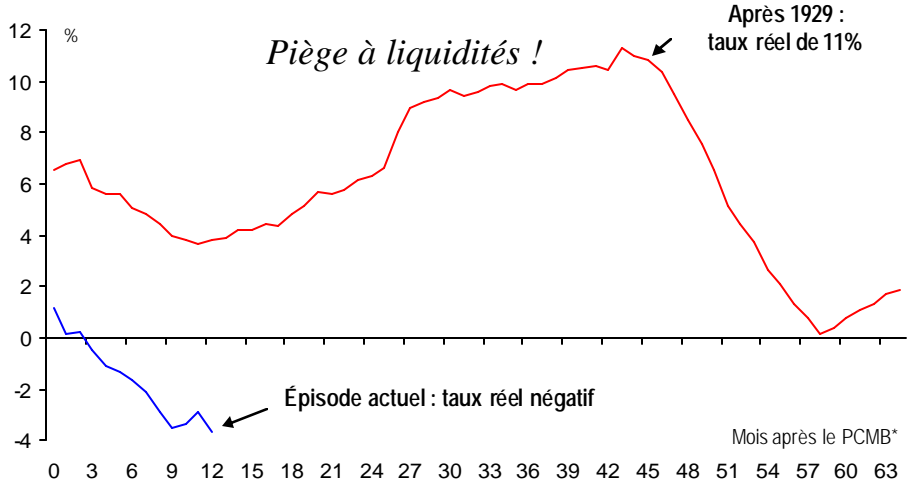
Économie et stratégie FBN (données de NBER et de la Réserve fédérale)

Politique monétaire

Dans les années 1930, le fardeau du service de la dette pour les ménages et les entreprises a été alourdi par des taux d'intérêt très élevés. L'absence de réaction rapide de la banque centrale à la crise du crédit qui se déroulait avait emprisonné l'économie dans un piège à liquidités, dans lequel les baisses de taux qui ont fini par arriver étaient compensées par la déflation. La Fed n'est jamais parvenue à un taux directeur réel négatif au cours des années 1930. Dans l'épisode actuel, la Fed a réagi beaucoup plus vite et son taux directeur réel est maintenant nettement négatif.

Taux directeurs

Taux d'escompte (Fed de New York) et taux cible des fonds fédéraux moins l'inflation mesurée par l'IPC



* Août 1929, octobre 2007

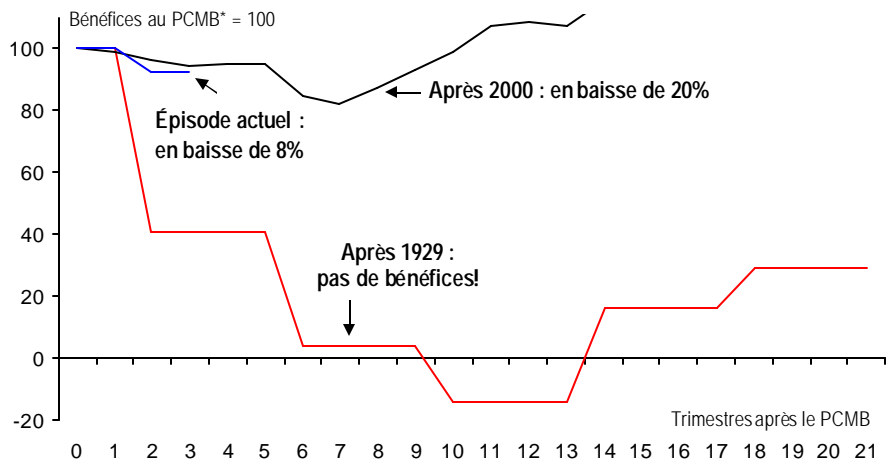
Économie et stratégie FBN (données du NBER et de la Réserve fédérale)

Bénéfices, investissements et emplois

Dans les années 1930, les taux d'intérêt élevés plus la pénurie de crédit et la contraction économique ont sonné le glas des bénéfices des entreprises. Les profits ont diminué de 60% au cours de l'année qui a suivi le point culminant du marché boursier, puis ils ont disparu. La rentabilité n'étant pas au rendez-vous, les dépenses d'investissement ont chuté de 85% et l'emploi, de 35%. Au moment de rédiger ces notes, les bénéfices de sociétés sont en baisse de 8% par rapport à un an plus tôt. Au début de cette décennie, lorsqu'une récession grave des profits a frappé l'économie américaine de plein fouet, les bénéfices avant impôt ont chuté au taux cumulatif de 20%. Même si nous nous attendons à une récession économique sévère en 2009, nous doutons que les bénéfices chutent de bien plus que 30%, et encore plus qu'ils disparaissent comme dans les années 1930. Nous prévoyons que le taux de chômage culminera à environ 8%, loin des 25% des années 1930.

Bénéfices avant impôt

Sur la base des comptes nationaux

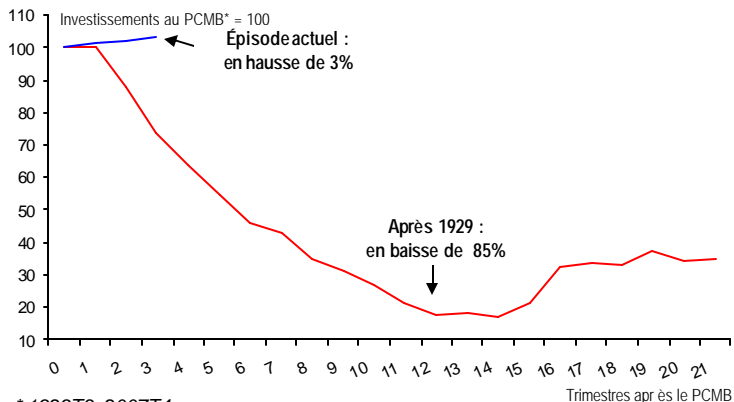


* 1929t3, 2000T1, 2007T4

Économie et stratégie FBN (données du NBER et du BEA)

Investissements des entreprises

Dépenses des entreprises en installations et matériel

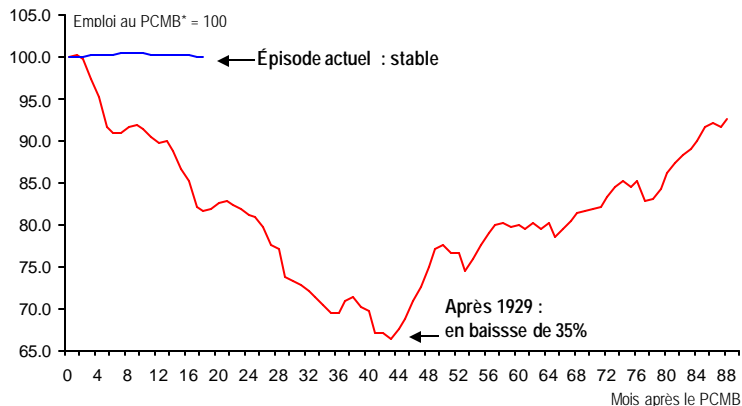


* 1929T3, 2007T4

Économie et stratégie FBN (données du NBER et du BEA)

Emploi

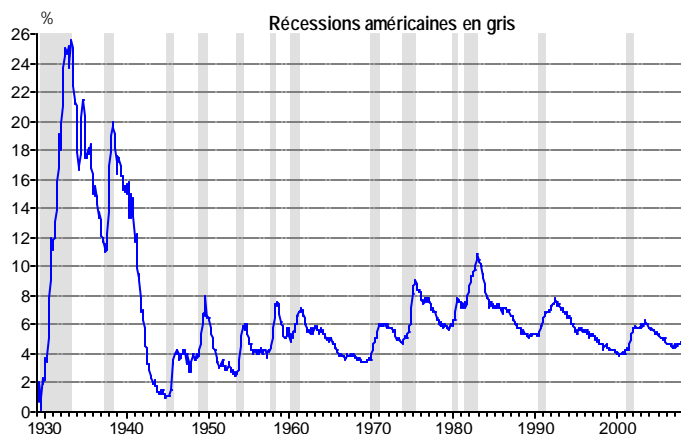
Effectifs



* Août 1929, octobre 2007

Économie et stratégie FBN (données du NBER et du BLS)

Taux de chômage



Économie et stratégie FBN, NBER, BLS

Alors, si ce n'est pas une dépression, qu'est-ce que c'est ?

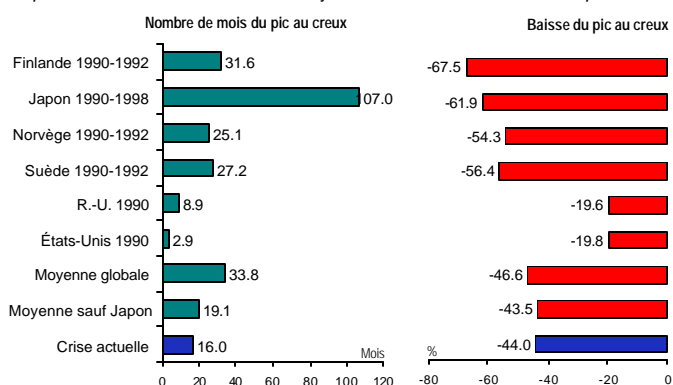
Malgré une des plus fortes corrections des marchés boursiers et des marchés du crédit en 70 ans, nous pensons que la situation actuelle n'est pas comparable à celle des années 1930, mais se compare davantage à des épisodes plus rapprochés. Le Fonds monétaire international vient de publier une étude analysant des périodes de crise financière dans le monde au cours des trois dernières décennies.³ Pour affiner ses comparaisons avec ce qui se passe en ce moment, le FMI a isolé six épisodes de turbulences financières liées au secteur bancaire qui ont engendré des crises économiques en Finlande, en Norvège, en Suède, au Royaume-Uni et aux États-Unis au début des années 1990, puis au Japon pendant toute cette décennie-là. Selon le FMI, compte tenu des graves problèmes du secteur bancaire dans la présente crise financière, ces épisodes constituent une bonne référence pour analyser la conjoncture actuelle et évaluer son impact macroéconomique possible. Nous nous sommes plutôt intéressés à l'impact sur les marchés financiers. Reprenant la même méthodologie,

³ Chapitre 4, FMI *Rapport sur la stabilité financière*, octobre 2008.

notre collègue, Pierre Lapointe, a constaté que, lors de ces six épisodes de désordre financier et de contraction économique associés à des difficultés bancaires, le recul boursier a été en moyenne de 43% sur une moyenne de 19 mois, du point culminant au creux.⁴ L'indice S&P 500 a reculé pratiquement d'autant depuis juillet 2007. Mais surtout, nous avons vu qu'après de tels effondrements, la remontée est en général très forte. Comme le tableau ci-dessous l'illustre, dans six périodes comparables de crise financière, les bourses avaient regagné en moyenne 48% six mois après et 86% un an après leur creux. Même si l'économie américaine reste anémique au cours des prochains trimestres – comme dans tous les épisodes réunis ici –, un fort rebondissement des actions ne serait pas inhabituel, sur un plan historique.

Crise financière : Comparaison avec divers antécédents

Épisodes de difficultés financières majeures et de contraction économique



Économie et Stratégie FBN, FMI (données de Datastream)

	Six périodes de tensions financières majeures				
	Pic au creux, %	Pic au creux, en mois	3 mois après le creux, %	6 mois après le creux, %	12 mois après le creux, %
Finlande 1990-1992	-67.5	31.6	66.4	94.4	176.9
Japon 1990-1998	-61.9	107.0	9.5	38.2	60.5
Norvège 1990-1992	-54.3	25.1	10.4	30.3	79.6
Suède 1990-1992	-56.4	27.2	48.0	70.0	131.6
R.-U. 1990	-19.6	8.9	8.0	24.8	31.9
É.-U. 1990	-19.8	2.9	7.7	29.7	34.1
Moyenne globale	-46.6	33.8	25.0	47.9	85.8
Moyenne sauf Japon	-43.5	19.1	28.1	49.8	90.8

Conclusion

Malgré certaines similitudes troublantes avec les 12 mois qui ont suivi le Krach de 1929, nous pensons que les comparaisons de l'épisode actuel avec les jours sombres de 1929-1933 sont exagérées.

S'il est trop tôt pour prétendre que les difficultés des marchés financiers sont terminées, les marchés boursiers et du crédit américains ont maintenant absorbé l'essentiel de la baisse typique des périodes antérieures de tension financière, une récession grave et une reprise sans entrain. Les prochains trimestres resteront sans doute difficiles pour l'économie, mais nous pensons que les interventions énergiques des autorités des États-Unis et d'autres nations industrielles visant à normaliser les marchés du crédit feront effet et prépareront le terrain en vue d'un rebondissement du marché.

Stéfane Marion

Économiste en chef adjoint

⁴ FBN *Mensuel boursier*, novembre 2008.