

L'IMPORTANCE ÉCONOMIQUE DU CRÉDIT

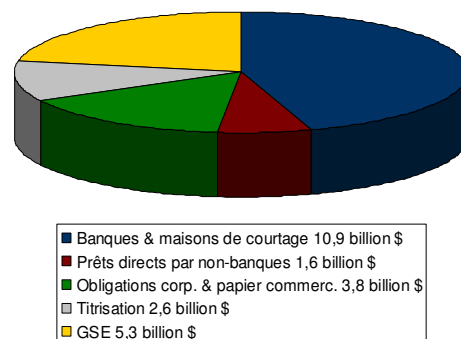
La disponibilité et l'allocation convenables du crédit constituent la base de toutes les économies de marchés libres. Le crédit est généralement offert par l'intermédiaire des banques, mais également par des intermédiaires spécialisés tels que les marchés de titrisation et le « système bancaire parallèle ». Le bouleversement actuel des marchés de crédit américains semble être le plus grand défi qu'affronte ce chef de file économique mondial. Le Point de repère de cette semaine examine la composition du marché du crédit aux États-Unis dans le but d'approfondir notre compréhension de la situation économique actuelle.

QUI PRÊTE, QUI EMPRUNTE

Afin de comprendre l'importance économique du crédit, imaginons un monde dans lequel tous les actifs à long terme tel que les biens durables, les maisons et les voitures doivent être payés d'avance et en espèces. Manifestement, l'activité économique (mesurée par les dépenses; la définition de PIB) ne représenterait qu'une infime fraction de son total actuel dans ces circonstances. Le total des emprunts par les ménages américains et les sociétés non financières se chiffre à près de 23 billions de dollars, ou 176 % du PIB. Vu d'un tel angle, l'impact d'une période de pénurie de crédit sur l'économie devient évident. Les investisseurs reconnaissent pleinement ces faits et savent qu'une contraction dans la disponibilité du crédit est la principale cause de récessions.

Pour chaque dollar emprunté, il faut un dollar prêté. Examinons donc les entités qui octroient des prêts à l'économie américaine. Un récent rapport de Goldman Sachs Research démontre que les prêts octroyés par les banques et les maisons de courtage (10,9 billions \$) et les titrisations (2,6 B \$) répondent à plus de la moitié des besoins d'emprunt du pays. Les catégories de prêteurs suivantes, en ordre d'importance, comprennent les entités parrainées par le gouvernement (ou *Government Sponsors Entities* selon l'expression anglaise) tel que Fannie Mae et Freddie Mac ainsi que 12 banques fédérales de crédit au logement (ou *Federal Home Loan Banks*, 5,3 B \$). Les emprunts effectués par l'entremise d'obligations corporatives et de papiers commerciaux (3,8 B \$) sont aussi d'importantes sources de financement, alors que le prêt direct par les non-banques, comme le financement par le vendeur, complète la liste (1,6 B \$).

Offre de crédit aux États-Unis



Sources : Goldman Sachs Research et Natcan

LA NÉCESSITÉ DE MAINTENIR LA CANALISATION DES MARCHÉS DE CRÉDIT EN BON ÉTAT

La Réserve fédérale et le Trésor sont bien conscients des risques d'une baisse de l'offre de crédit pour l'économie. La Fed n'a d'ailleurs cessé de répéter, depuis le début de la crise du financement en août 2007, qu'éviter un choc systémique était sa priorité et qu'elle était prête à souscrire à une montée de l'inflation pour combattre ce risque. Les baisses de taux d'intérêt et les nouvelles mesures visant à soutenir les maisons de courtage à la suite de l'implosion de Bear Stearns peuvent être perçues comme des tentatives de soutenir et d'assurer la formation et la distribution du crédit dans l'économie. Ces effets tardent toutefois à se concrétiser. Le crédit bancaire total se contracte depuis les trois derniers mois et le marché de titrisation a ralenti au point de s'immobiliser. Comme nous le mentionnions précédemment, ces deux sources représentent plus de la moitié de l'emprunt total. Ironiquement, ceci renvoie les organismes de réglementation à la case des GSE, ces entités qui, la semaine dernière, recevaient à leur tour l'aide du gouvernement. En tant que fournisseur de près d'un quart du financement total et de plus de la moitié du financement non bancaire, leur rôle n'a jamais été aussi important. En fait, non seulement le gouvernement a-t-il besoin de garder Fannie Mae, Freddie Mac et associés en vie, mais il se doit d'assurer que ces entités fassent croître rapidement leur part de marché. Soulignons que les opérations de prêt de Fannie et Freddie avaient récemment progressé de 14 % année sur année, une vitesse de croisière qui devra être maintenue, voire accélérée. Fannie et Freddie – très populaires auprès des vendeurs à découvert depuis quelques mois – jouent un rôle potentiellement trop important pour se permettre d'essuyer un échec dans le contexte actuel, ou dans tout autre contexte. Nous vous invitons à consulter le point de repère de la semaine dernière pour plus de détails.

LE POINT DE REPÈRE NATCAN

Comme l'illustrent les récentes politiques économiques visant à venir en aide aux prêteurs et aux intermédiaires, la priorité des autorités consiste à maintenir un débit de crédit convenable dans l'économie américaine. Cette prise de position explique également pourquoi le niveau de l'inflation a pu s'accroître au cours des huit à dix derniers mois. La stabilité et la croissance économique sont menacées par le resserrement actuel du crédit. Les investisseurs devront considérer l'importance du crédit avant d'allouer des actifs à des secteurs sensibles aux fluctuations de l'économie. L'économie américaine continuera sans nul doute de naviguer en eaux troubles pour quelques mois. Dans cet environnement, une perspective d'investissement à long terme devrait s'avérer gagnante.

Michael Quigley, CFA
Premier vice-président, distribution

MARCHÉS FINANCIERS

RENDEMENTS AU 18 JUILLET 2008 (%)	MAD	TAD	AAD	TAUX EN VIGUEUR LE 18 JUILLET 2008
S&P/TSX	-6,52	-6,52	-0,92	\$ CA/\$ US 1,01
S&P 500	-2,76	-2,76	-12,12	\$ CA/€ 1,59
S&P/TSX Petites capitalisations	-7,19	-7,19	-7,55	Rendement obligations US 10 ans/30 ans 4,08/4,66
Russell 2000	-0,84	-0,84	-7,80	Rendement obligations Canada 10 ans/30 ans 3,81/4,16
MSCI EAEO	-4,36	-4,36	-12,46	Taux Fed Fund (cible) 2,00
MSCI Monde	-3,64	-3,64	-11,41	
DEX obligataire universel	0,00	0,00	2,21	

Note : Rendements en \$ CA, taux de change Londres 4 h. Sources : Datastream, PC Bond, MSCI-Barra et Bloomberg. PC-Bond, une filiale de TSX Inc. Droit d'auteur © TSX Inc. Tous droits réservés.

Cette publication est destinée à un usage personnel seulement. Les informations et les opinions qui y sont exprimées sont sujettes à changement selon les conditions du marché ou toute autre conjoncture. Les points de vue exprimés sont offerts à titre informatif et aucune prise de décision de placements ne devrait reposer sur ces derniers. Les rendements passés ne permettent pas nécessairement de prévoir les rendements futurs. Ce document ne doit en aucun cas être considéré ou utilisé aux fins d'offre d'achat de parts dans un fonds ou de toute autre offre de titres, quelle que soit la juridiction. En aucun cas, cette publication ne peut être reproduite en tout ou en partie, sans avoir obtenu la permission écrite préalable de Gestion de portefeuille Natcan.