

# Décryptage de la crise

Comment qualifier la crise qui touche actuellement les marchés financiers ? S'agit-il d'une crise mondiale ? Les pays émergents vont-ils être épargnés ? Quelles solutions peut-on mettre en œuvre ?

Autant de questions auxquelles les experts de Natixis AM vous apportent dans ce focus des éléments de réponse : Brigitte Le Bris, directeur gestion taux internationaux et devises, Philippe Waechter, directeur de la recherche économique, Jean-Patrick Dubrun, stratégeste allocation globale et ALM et Emmanuel Bourdeix, directeur gestions actions diversifiée et structurée.



Rédigé le 28/08/2011



**Emmanuel  
Bourdeix**



**Jean-Patrick  
Dubrun**



**Brigitte  
Le Bris**



**Philippe  
Waechter**

## 1/ Comment qualifieriez-vous la crise qui touche actuellement les marchés ?

Elle est tout à la fois une crise de la dette, de la croissance mais également de gouvernance. C'est un cercle vicieux. L'absence de gouvernance a engendré un excès sur la dette (notamment privée) qui n'a pas été soutenable. Elle a entraîné une crise qui se traduit aujourd'hui par une croissance durablement réduite.

Ce changement de régime a pu être observé à partir de l'été 2007, date à partir de laquelle la situation est devenue de plus en plus difficile à gérer. Les gouvernements ont tenté d'endiguer le phénomène en soutenant l'activité alors que les banques centrales injectaient massivement des liquidités. Mais les politiques choisies n'ont pas eu l'effet escompté face à l'ampleur des ajustements à l'œuvre et parce que les mesures prises ont engendré de nouveaux déséquilibres, notamment sur la dette publique.

La situation a donc tendance à se fragiliser en l'absence de ressources suffisantes pour soutenir l'activité. La résorption de cette crise sera sans nul doute longue car les excès ont été conséquents et que les moyens sont limités ; les politiques économiques ayant déjà mis en œuvre des stratégies accommodantes.

## 2/ Peut-on parler de crise mondiale ? Les pays émergents vont-ils être épargnés ?

Il s'agit avant tout et surtout une crise des pays industrialisés. L'accumulation de dette s'est opérée principalement dans ces zones. Au niveau global, la fragilité de leur croissance a été en partie compensée par le dynamisme des pays émergents en 2008 et 2009. Toutefois, ces derniers (dont la situation budgétaire et d'endettement est saine) ne pourront continuer de soutenir les économies développées. C'est en effet dans le dynamisme des pays industrialisés qu'ils trouvent une part des débouchés pour leur production. Si la situation continue de se détériorer, les pays émergents vont se trouver fragilisés et seront incités à privilégier une trajectoire plus autonome, modifiant encore davantage l'équilibre global.

Ils disposent d'importantes marges de manœuvre, du fait, précisément de ce qui fait défaut aux pays développés, à savoir la stabilité budgétaire et l'endettement. Nous excluons donc un ralentissement très prononcé des zones émergentes.

### 3/ Quelles solutions peut-on mettre en œuvre ? Continuer l'assouplissement monétaire, mettre en œuvre un QE3 dans le contexte actuel ? À quelle fin ?

Les marchés attendent des autorités dirigeantes qu'elles prennent des engagements fermes et crédibles de réduction de l'endettement des pays industrialisés sans remettre en question la timide reprise constatée depuis 2010. Les modalités d'interventions sont très restreintes car ces deux objectifs sont assez vite antinomiques. Réduction des dépenses publiques et augmentation des taxes doivent donc être mises en œuvre rapidement ; mais de manière mesurée. Pour faciliter ce processus d'ajustement des budgets nationaux, les politiques monétaires devront rester durablement accommodantes pour éviter tout risque de perte de liquidité.

**Dans la zone euro**, après beaucoup d'atermoiements, un accord ambitieux d'aide au financement de la dette souveraine grecque a été conclu le 21 juillet. Il prévoit l'élargissement du champ d'action du Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) destiné à éviter de futures crises de confiance sur la dette d'autres États de la zone euro. Pour prendre effet

toutefois, ce plan devra être approuvé, d'ici fin septembre, par tous les parlements nationaux concernés. De son côté, la BCE intervient désormais régulièrement sur le marché de la dette souveraine.

**Aux États-Unis**, la mise en œuvre d'un éventuel QE3 a été repoussée, au plus tôt, à la prochaine réunion de la Fed, le 21 septembre. Il devra prendre des formes différentes du QE2 pour être efficace. Il s'agira par exemple d'allonger la maturité du portefeuille de la Fed, ou encore d'abaisser le taux d'intérêt payé aux banques américaines sur les liquidités qu'elles laissent en dépôt auprès de la Banque centrale. Ces liquidités sont aujourd'hui exceptionnellement élevées ; 12 % des réserves bancaires contre 2 % en moyenne avant la crise. Abaisser ce ratio augmenterait les possibilités de financement du système bancaire. De telles mesures seraient bienvenues mais insuffisantes, à elles seules, pour relancer une demande de prêts aujourd'hui particulièrement atone.

### 4/ Dans cet environnement, que préconisez-vous en termes d'allocation d'actifs ?

Les marchés d'actions ont rapidement et fortement corrigé durant l'été, perdant en moyenne près de 20 % à 25 % depuis leurs plus hauts. Les niveaux de valorisation atteints sont désormais proches des plus bas historiques, que ce soit à travers leur prime de risque ou bien leur taux de dividende qui, en Europe, dépasse désormais le rendement moyen des obligations privées.

La question de savoir s'il est opportun de reprendre à nouveau du risque sur les actions pose un vrai dilemme : il est tentant d'essayer de capter une réappréciation des actions à travers une expansion des multiples de valorisation qui atteignent aujourd'hui des niveaux très faibles, mais ceci ne sera envisageable à horizon 2-3 mois que si, entretemps, les chiffres macroéconomiques parviennent à rassurer les investisseurs quant à l'éventualité d'une récession.

La probabilité d'un tel événement est évaluée à environ 40 % par les marchés, ce qui est suffisamment élevé pour dissuader de revenir à court terme sur les actions. En effet, dans un tel scénario, la révision à la baisse des profits des entreprises pèserait inévitablement sur la valorisation des actions. Compte tenu de l'incertitude qui règne sur le scénario macroéconomique, il apparaît donc raisonnable de patienter **à court terme** avant de reconstruire une exposition aux actifs risqués, qu'il s'agisse d'actions ou de crédit.

Des mouvements de volatilité sont encore à attendre car, au-delà des incertitudes sur la macroéconomie et des annonces qui pourraient être faites par les banques centrales pour soutenir l'activité, les actifs risqués seraient également hautement sensibles à un gel du marché interbancaire comme cela a pu être le cas lors de la crise financière de 2008. **À plus long terme**, notre capacité à se repondérer sur les classes d'actifs les plus risquées dépendra surtout de la mise en place de mesures politiques décisives, que ce soit en Europe ou aux États-Unis.

Les taux dans les pays développés devraient rester bas pendant encore de nombreux mois, ce qui, à terme, devrait malgré tout favoriser à nouveau le crédit (y compris le *high yield*).

Dans cet environnement incertain, les taux émergents pourraient représenter néanmoins une bonne alternative. Ces pays disposent en effet d'une bonne qualité de crédit comme en attestent d'ailleurs les rehaussements réguliers de rating par les différentes agences. Ces pays ont déjà fortement remonté leur taux et ont donc la possibilité de les abaisser en cas de ralentissement marqué. Leurs devises ont également un potentiel d'appréciation, en particulier par rapport au dollar. Évidemment, nous nous devons de rester sélectifs mais globalement, nous estimons que cette classe d'actifs devrait continuer de bien performer.

Rédigé le 28/08/2011