

# Bloc-Notes

## LA CRISE DU SUBPRIME : *Quelles Perspectives ?*

La presse a très largement couvert la crise du crédit hypothécaire « subprime » en tentant d'expliquer les causes de l'actuelle volatilité sur les marchés financiers...mais *quid* de l'avenir ? Pour résumer les enjeux de cette question, nous pouvons citer les paroles de l'ancien Ministre américain de la Défense, Donald Rumsfeld, qui avait déclaré de manière relativement alambiqué :

« There are known knowns, there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns – the ones we don't know we don't know. »

« *The known knowns* » (*Ce que nous savons*) – Nous savons que de nombreux instruments financiers adossés à des crédits hypothécaires américains connaissent d'importantes difficultés et que cela a déclenché une crise de confiance parmi les prêteurs et un resserrement général de l'accès au crédit. Nous savons également que cette situation a engendré une volatilité inhabituellement élevée – mais non sans précédent – sur les marchés financiers.

« *The known unknowns* » (*Ce que nous savons ne pas savoir*) – Nous savons que de nombreuses institutions financières vont enregistrer des pertes, mais nous n'en connaissons ni l'ampleur ni les conséquences exactes.

« *The unknown unknowns* » (*Ce que nous ne savons pas*) – Nous ne savons pas quels autres problèmes peuvent être déclenchés par ce resserrement des conditions de crédit ni comment le marché réagirait à ces conséquences inconnues.

Le schéma ci-dessous présente deux scénarii possibles à court terme et deux scénarii possibles à moyen terme. Il est encore difficile de déterminer quel est le scénario le plus probable. A très court terme, l'étendu de cette crise et son impact dépendent d'éléments que nous savons ne pas savoir : quelles sont les institutions fortement exposées à des actifs de mauvaise qualité ? Comment va évoluer l'aversion au risque des investisseurs ? Quel sera l'impact des politiques mises en oeuvre afin de restaurer la confiance sur les marchés du crédit ? Et, surtout, existe-t-il des éléments beaucoup plus graves que nous ne connaissons pas encore ? A moyen terme, c'est « *ce que nous ne savons pas* » qui pose problème : l'impact sur l'économie réelle des bouleversements intervenus sur les marchés de l'immobilier et du crédit.

### Scénarii à court terme

Maîtrise de la crise
Rebond des marchés
Les meilleurs gérants se distinguent
« Séparer le bon grain de l'ivraie » (identifier les gagnants des perdants)

Extension de la crise
Les investisseurs continuent à privilégier les titres de qualité (« Fuite vers la qualité »)
Nécessité de baisser les taux Sauvetage probable de sociétés en difficulté

### Scénarii à moyen terme

« L'économie réelle » en sort indemne
Faible baisse des taux
Rebond des marchés

Répercussion sur l'économie réelle
Importante baisse des taux
Ralentissement marqué de l'économie, voire récession
Faiblesse des marchés

## Scénarii à court terme

A court terme, la situation actuelle pourrait évoluer vers deux scénarii différents. Premier scénario, les actions menées actuellement par les banques centrales portent leurs fruits et la crise est finalement maîtrisée. Dans ce cas, les taux d'intérêt resteraient probablement à leurs niveaux actuels ou baisseraient légèrement et les marchés actions connaîtraient un fort rebond. Cependant, des institutions voire même certains secteurs (tels que les banques, les gérants d'actifs et l'immobilier résidentiel) seraient considérés comme les grands perdants de cette crise et seraient pénalisés par le marché. Une telle situation créerait alors pour certains gérants habiles l'opportunité de sélectionner des valeurs temporairement dépréciées.

Un scénario plus pessimiste est également possible à court terme. La crise pourrait se généraliser, avec la faillite d'une ou de plusieurs grandes institutions financières. Dans cette hypothèse, la situation actuelle pourrait se dégrader et se répercuter sur d'autres acteurs, au point de rendre l'ensemble du système financier vulnérable. Dans ce cas, les banques centrales devraient intervenir dans des proportions beaucoup plus importantes qu'elles ne l'ont fait jusqu'à présent. Les marchés actions resteraient volatils et de nombreux gérants seraient contraints de conserver leurs positions ou de vendre au plus bas afin d'obtenir des liquidités.

## Scénarii à moyen terme

Les interventions des banques centrales pourront ou non atténuer la crise à court terme, mais à plus long terme, la véritable question sera de savoir si la crise actuelle – essentiellement financière – se répercutera sur « l'économie réelle ». Les secteurs de l'immobilier résidentiel et des banques ont en effet largement contribué à la croissance de l'économie américaine et mondiale, et l'affaiblissement de ces secteurs aura sans aucun doute un impact négatif sur la croissance. Mais il faudra encore attendre avant de savoir si ces ralentissements provoqueront un simple fléchissement de l'économie mondiale, actuellement en très forte expansion, ou un véritable coup d'arrêt de la croissance.

Si le plus favorable des deux scénarii de moyen terme se concrétisait, nous devrions connaître un rallye de fin de cycle de croissance avec vraisemblablement une sur-performance des grandes capitalisations qui présentent des sources de profit plus diversifiées.

Si, au contraire, nous devons assister au scénario le plus pessimiste, basé sur un ralentissement voire une récession économique, il faudrait s'attendre à un environnement de marché difficile. Dans ces conditions, les meilleurs gérants se distingueront et les portefeuilles les plus diversifiés afficheront la meilleure résistance aux fluctuations du marché.

## Comment se comporter durant les périodes d'incertitude et de volatilité ?

Face à des marchés baissiers, les investisseurs pensent souvent qu'ils doivent « faire quelque chose ». Cet état de fait, conjugué au choc émotionnel provoqué par la chute des valorisations incite fortement à réagir. Et pourtant, dans ce cas de figure, l'absence de réaction est souvent la meilleure attitude à adopter. Il faut garder à l'esprit que si les actifs risqués, comme les actions, offrent généralement les rendements les plus attractifs à long terme, c'est précisément en raison de leur caractère imprévisible sur le court terme. Les décisions relatives à l'allocation d'actifs doivent ainsi être dictées par les objectifs des investisseurs à long terme et non par les conditions du marché. A cette occasion, un investisseur doit repréciser, peut-être avec l'aide de son conseiller, si les performances qu'il vise demeurent judicieuses et si le risque impliqué reste acceptable. En réaffirmant leurs principes et objectifs d'investissement, les investisseurs doivent rester sereins et ne pas céder aux mouvements de panique afin de ne pas perturber leur projet financier à long terme et pouvoir remplir leurs objectifs de performance.