

APERÇU

Les investisseurs demeurent confus en ce qui a trait à la crise des dettes souveraines en Europe, qui est devenue le *principal risque de pertes extrêmes* sur les marchés financiers dans le monde. Les nombreux acteurs de ce mélodrame, à savoir les politiciens, les gouverneurs des banques centrales et le Fonds monétaire international (FMI), ainsi que leurs actions relativement imprévisibles sont à l'origine de cette confusion. La nature même du problème et la mesure dans laquelle la cause est d'ordre budgétaire ou monétaire créent aussi de la confusion. La probabilité d'un événement extrême (le risque de pertes extrêmes correspond à une variation de 3 écarts-types ou plus des prix) est très préoccupante, parce qu'une autre crise financière ou une récession d'envergure mondiale, ou les deux, pourrait se produire en l'absence de solutions efficaces.

Même si les gouvernements européens font face à de nombreux défis budgétaires, la crise nous apparaît globalement comme un problème d'ordre monétaire qui est essentiellement fonction des ententes politiques (traités) de l'Union européenne. L'introduction de l'euro en 1999 a réuni plusieurs pays européens au sein d'une union monétaire, plutôt que d'une union budgétaire. À cela s'est ajoutée la rigidité des traités qui a transformé par inadvertance une tentative d'harmonisation monétaire en une sorte de machine apocalyptique. Essentiellement, l'union monétaire a eu l'effet non intentionnel d'introduire un risque de crédit important dans les obligations souveraines de la région libellées dans une monnaie commune. Par exemple, si les obligations du gouvernement du Japon se négocient à 1 %, ce n'est pas parce que les indicateurs de solvabilité de ce pays sont exemplaires (sa dette par habitant est supérieure à celle de la Grèce), mais parce que la banque centrale est prête à recourir à la planche à billets de façon illimitée pour permettre au pays de rembourser sa dette. La situation n'est pas la même dans la zone euro étant donné que la Banque centrale européenne (BCE) ne peut pas intervenir de la sorte.

Même si elles ne comportent qu'un faible risque de crédit à des degrés divers, les obligations du Japon et d'autres pays (comme les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada) qui sont libellées en monnaies locales présentent toutefois un risque lié à l'inflation. Les détenteurs d'obligations européennes se trouvent à perdre

sur tous les plans, puisque leur pouvoir d'achat peut se dégrader soit lentement sous l'effet de l'inflation, soit rapidement par suite d'une restructuration (défaillance de crédit). Fait important à souligner, le risque lié à l'inflation doit être considéré comme un phénomène anticyclique, et le risque de crédit, comme un phénomène procyclique. Cette distinction a son importance et est illustrée ci-dessous.

Phénomène anticyclique (scénario traditionnel)

Voici la suite d'événements qui se produit habituellement quand l'économie canadienne entre en récession :

- La banque centrale réduit les taux d'intérêt alors que les prévisions de croissance et d'inflation diminuent.
- Les taux des obligations gouvernementales baissent le long de la courbe des taux.
- La qualité des obligations de sociétés se dégrade et les actifs risqués sont réévalués (baisse des cours boursiers et augmentation des écarts de taux des obligations de sociétés).
- Le secteur privé tente de réduire son endettement, ce qui freine la croissance du revenu national.
- Pour compenser en partie ce désendettement, le secteur public prend des mesures de relance et profite des taux d'intérêt moins élevés, ce qui accroît le revenu national.
- Comme la monnaie perd de sa valeur, rendant les exportations plus concurrentielles, une augmentation du commerce extérieur entraîne une hausse du revenu.
- Les banques resserrent les conditions d'octroi des prêts, mais sont en mesure de conserver la taille de leur bilan et de stabiliser leurs ratios de capital en augmentant leurs portefeuilles d'obligations gouvernementales par rapport aux dépôts (un net avantage parce qu'elles n'engendrent pas de charge de capital et qu'il y a une courbe des taux accentuée).
- La croissance de la masse monétaire demeure positive, mais dans le cas contraire, la banque centrale peut prendre d'autres mesures de stabilisation, comme l'achat d'obligations gouvernementales.
- Le système se redresse de lui-même.

Phénomène procyclique (scénario actuel dans la zone euro)

Voici ce qui se produit quand un pays européen surendetté comme l'Italie entre en récession :

- Pour autant que seule l'Europe est aux prises avec une récession, la BCE réduit les taux d'intérêt, alors que les prévisions de croissance et d'inflation en Italie diminuent.
- Cependant, les taux des obligations du gouvernement de l'Italie augmentent parce qu'en période de récession, la probabilité d'un défaut de paiement de l'Italie est plus élevée.
- La qualité des obligations de sociétés se dégrade et les actifs risqués sont réévalués (baisse des cours boursiers et augmentation des écarts de taux des obligations de sociétés).
- Le secteur privé tente de réduire son endettement, ce qui freine la croissance du revenu national.
- Comme il ne peut pas accroître sa dette, le secteur public tente de la réduire en instaurant des programmes d'austérité pour éviter une décote et un nouvel élargissement des écarts de taux, ce qui a pour effet de freiner la croissance du revenu national.
- Le commerce extérieur n'est d'aucun secours étant donné qu'aucun ajustement de la monnaie locale n'est possible.
- Les banques européennes resserrent leurs conditions d'octroi de prêts aux secteurs public et privé, car les actifs de ces deux secteurs perdent de la valeur et sont réévalués.
- Tous les secteurs d'activité de l'économie nationale cherchent à réduire leurs dettes en même temps, contribuant au ralentissement de la croissance et à la baisse des prix des actifs italiens, ce qui accentue la chute.
- Les bilans des banques européennes se contractent rapidement et la masse monétaire diminue.
- Les interventions monétaires non stérilisées directes lui étant interdites, la BCE ne peut que tenter de stabiliser le marché au moyen du système bancaire qui tente de se désendetter.
- Il en résulte un cercle vicieux qui doit être brisé, car le système ne peut pas se redresser de lui-même.

La différence entre le scénario traditionnel et le scénario actuel dans la zone euro se résume au simple concept de risque de crédit. En effet, ce risque apparaît lorsque la banque centrale est incapable d'agir comme prêteur de dernier recours en raison de l'absence d'une union budgétaire. Ce n'est pas une question de rigueur budgétaire, mais de politique monétaire. De fait, l'Italie affiche actuellement un excédent primaire et si ce n'était de la flambée spéculative sur son marché obligataire, le pays serait très proche de la stabilité budgétaire à long terme, ce dont le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni ne peuvent que rêver.

Il est clair que la solution à la crise des dettes souveraines en Europe est une forme d'union budgétaire et une refonte du mandat de la BCE qui exorciseraient le risque de crédit des marchés obligataires européens et mèneraient à une solution permanente. C'est dans cette optique que les dirigeants européens se sont réunis et qu'ils se sont engagés à créer un « pacte budgétaire » d'ici mars 2012. C'est un pas dans la bonne direction, mais ce n'est pas une union budgétaire, et il faudra sans doute quelques années pour qu'une telle union voie le jour. Sur le plan monétaire, la BCE a réduit considérablement les taux d'intérêt, soit de 50 points de base à 1,00 %, accepté d'offrir aux banques européennes un financement à terme illimité sur 3 ans et assoupli les règles concernant le type de garanties exigées pour avoir accès à un financement bon marché (accroissement de la liquidité). De plus, les pays de la zone euro se sont engagés à verser au FMI jusqu'à 200 milliards d'euros destinés au Fonds européen de stabilité financière (FESF) qui servira à aider financièrement les pays périphériques d'Europe. De son côté, l'Union européenne a promis d'instaurer d'ici le milieu de 2012 un instrument de financement permanent, le Mécanisme européen de stabilité (MES) qui atteindra jusqu'à 500 milliards d'euros. Toutes ces mesures réduisent considérablement le risque qu'une crise financière mondiale semblable à celle provoquée par Lehman Brothers ne survienne, mais, à court et moyen terme, d'autres mesures seront nécessaires pour que ces améliorations deviennent permanentes, notamment :

- Recapitaliser les banques européennes et éliminer les règles d'évaluation à la valeur de marché appliquées par les banques à l'égard des dettes souveraines afin que ces institutions demeurent des acheteurs d'obligations d'État européennes. Sans ces mesures, le désendettement des banques continuera à faire grimper les taux des obligations souveraines et un cercle vicieux s'installera au sein de l'économie.
- Améliorer la gouvernance et revoir en profondeur les traités de la zone euro afin que l'achat d'obligations souveraines ne soit pas considéré par la BCE comme un risque moral empêchant les gouvernements régionaux de mettre au point des solutions structurelles.
- Entreprendre des démarches en vue de la mutualisation de la dette (euro-obligations).
- Augmenter le bilan de la BCE (assouplissement quantitatif) et élargir le programme d'achat d'obligations de la zone euro (Securities Market Program ou SMP) pour lutter contre la contraction de la masse monétaire et le risque de déflation.

Pour dénouer la crise, il faut s'attaquer à deux problèmes clés : la croissance et une forme de consolidation de la dette publique dans la zone euro. Une expansion illimitée du bilan de la BCE pourrait se faire par la dévaluation de l'euro et une consolidation des dettes.

Cependant, les conditions que recherche la BCE à court terme ne sont pas toutes réunies pour qu'elle s'engage à effectuer des achats d'actifs à grande échelle. La BCE s'emploiera à contenir partiellement la crise jusqu'à ce que les bonnes conditions soient réunies, processus qui est amorcé comme nous l'avons mentionné plus haut. À notre avis, d'importants progrès vers l'intégration budgétaire ont finalement été accomplis et, si ces efforts se poursuivent et que la situation économique se détériore dans la zone euro, ces progrès seront suffisants pour inciter la BCE à intervenir. Les récentes mesures budgétaires et monétaires devraient être suffisantes pour réduire sensiblement la prime de risque dans la zone euro.

MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés financiers resteront volatils et confinés à l'intérieur d'une fourchette, car ils seront influencés par les événements en Europe jusqu'à ce que la crise des dettes souveraines en Europe commence à s'essouffler. Les marchés boursiers nord-américains demeureront à la remorque des événements en Europe pour ce qui est de la volatilité et de l'orientation des cours. Si les nouvelles sont mauvaises en Europe et que les marchés de cette région se replient, les marchés nord-américains leur emboîteront le pas (la corrélation entre les marchés est de 80 %). Les marchés boursiers en Amérique du Nord afficheront une tendance à la hausse, parce que les statistiques économiques nationales ont été meilleures que prévu. Les bonnes nouvelles économiques encouragent

normalement les investisseurs à prendre davantage de risque, ce qui fait grimper les prix. Comme nous l'avons mentionné dans les numéros précédents de *Perspectives*, la conjoncture économique s'améliore aux États-Unis et si la situation se stabilise en Europe, les actions pourraient offrir des rendements plus élevés.

STRATÉGIE DE PORTEFEUILLE

Même si le niveau d'incertitude demeure élevé et que la restructuration de la zone euro demandera beaucoup de persévérance et de temps, nous ne devons pas perdre de vue les progrès énormes accomplis par les politiciens européens ni le degré de détente monétaire apporté par les banques centrales dans le système financier mondial. Par ailleurs, les indicateurs économiques avancés ont touché un plancher et devraient remonter, les risques d'inflation diminuent et la liquidité à l'échelle mondiale s'est améliorée. Ces événements sont encourageants, car ils ont éliminé une grande partie du risque de pertes extrêmes sur les marchés financiers dans le monde. Ils n'ont toutefois pas éliminé le potentiel de repli boursier, puisque, comme nous l'avons mentionné plus haut, des mesures plus concrètes sur le plan budgétaire et monétaire devront être prises dans la zone euro. Compte tenu de ces risques, nous estimons que la prudence est de mise. Nous avons donc réduit la pondération des actions dans les portefeuilles équilibrés; la proportion des actions et des titres à revenu fixe est à peu près égale à celle de leurs indices de référence respectifs. Nous continuerons de surveiller la situation de près.