

# FLASH MARCHÉS

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

15 décembre 2015 – N° 990

## La prochaine crise sur les marchés financiers risque d'être encore plus violente que celle de 2008-2009

*Nous pensons que la prochaine crise sur les marchés financiers risque d'être extrêmement violente, pour plusieurs raisons qui se cumulent :*

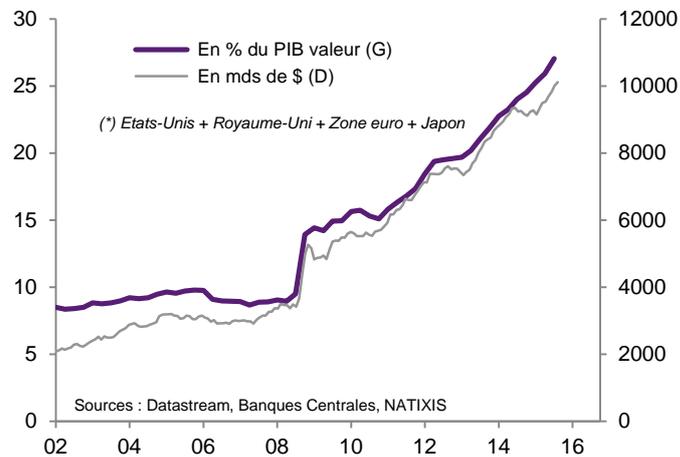
- *avec l'ampleur de la liquidité monétaire créée par les Banques Centrales, taille très importante des flux de capitaux qui peuvent rentrer sur les différentes classes d'actifs puis sortir des différentes classes d'actifs ;*
- *avec le recul de la liquidité de marché, amplification des effets des mouvements de capitaux sur les prix d'équilibre des actifs financiers ;*
- *techniques de gestion (« smart beta ») déstabilisantes car elles conduisent à vendre les actifs risqués lorsque les marchés se dégradent (hausse de la volatilité, de l'aversion pour le risque) ;*
- *aversion pour le risque potentiellement très forte des investisseurs, puisque le rendement très faible des actifs sans risque ne permet plus d'absorber les pertes éventuellement faites sur les actifs risqués.*

Rédacteur :  
**Patrick ARTUS**

## Importance des mouvements de capitaux

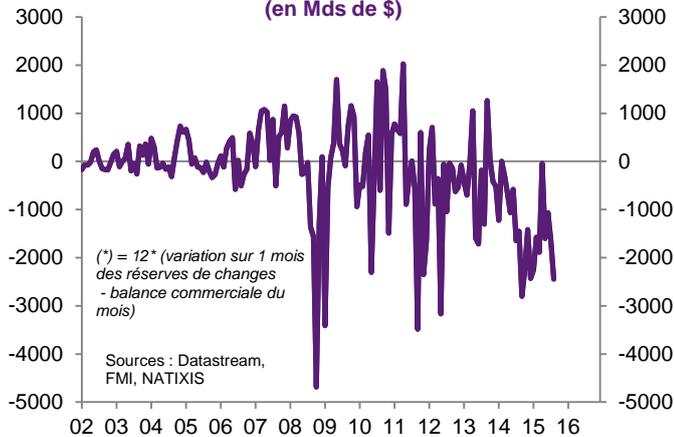
Le **Quantitative Easing** mis en place à différentes dates dans les pays de l'OCDE (**graphique 1**) a conduit à une **forte hausse de la taille des flux de capitaux** qui peuvent rentrer dans les différentes classes d'actifs ou en sortir, puisque la liquidité dont disposent les investisseurs est de plus grande taille.

**Graphique 1**  
OCDE\* : base monétaire

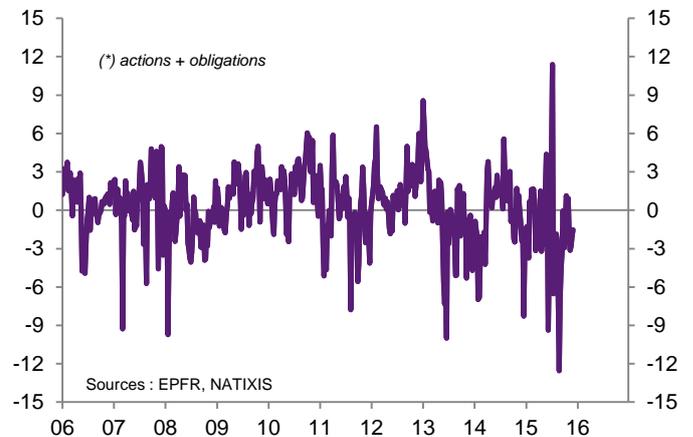


Le **graphique 2a** montre l'exemple des flux de capitaux vers les pays émergents, le **graphique 2b** celui des flux de capitaux de non-résidents vers la zone euro.

**Graphique 2a**  
Ensemble des émergents y compris Russie et OPEP : flux de capitaux annualisés\* (en Mds de \$)

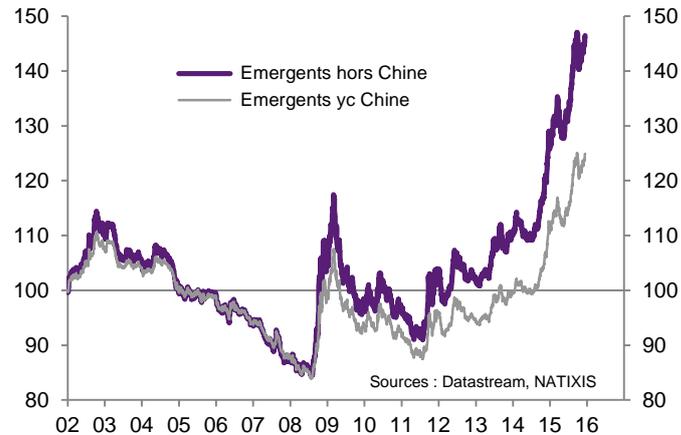


**Graphique 2b**  
Ensemble des émergents : achats nets d'actifs\* par les non-résidents (en Mds de \$)



**En cas de crise économique, ou de crise particulière à une classe d'actifs risqués, l'ampleur des capitaux qui pourront sortir des actifs risqués ou d'une classe particulière d'actifs risqués sera donc très importante.** Ceci s'est déjà vu par exemple en 2013 et 2015 avec les sorties de capitaux depuis les pays émergents (**graphique 2a**) et la dépréciation induite du taux de change des émergents (**graphique 3**).

Graphique 3  
Taux de change par rapport au dollar  
(100 en 2002:1)



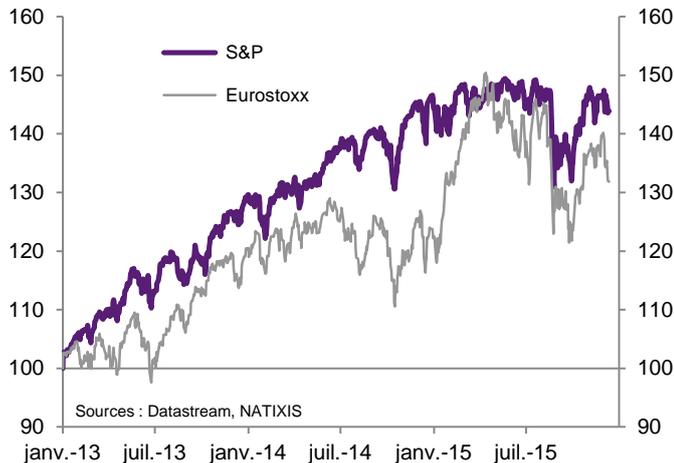
### Faiblesse de la liquidité de marché

Depuis le début des années 2010, la liquidité de marché est devenue faible, avec les achats d'actifs par la BCE, avec la réduction de la taille des stocks d'actifs détenus par les banques.

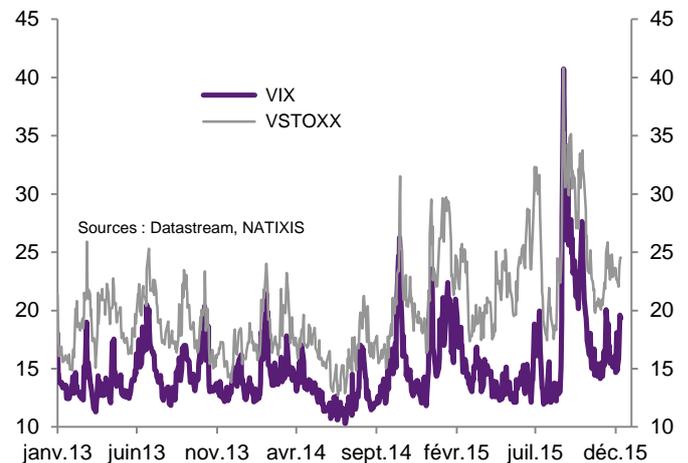
Si des flux de capitaux importants entrent dans des marchés financiers où la liquidité de marché est faible ou sortent de ces marchés, l'effet sur les prix d'équilibre des actifs financiers est très important, avec le contraste entre l'abondance de la liquidité monétaire et la faiblesse de la liquidité de marché.

Ceci explique qu'on voit déjà depuis 2013 et surtout en 2015 une volatilité erratique des prix des actifs financiers (graphiques 4a-4b-4c).

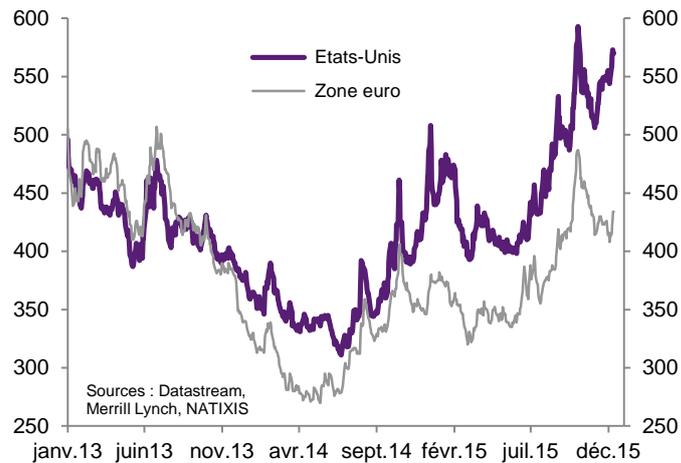
Graphique 4a  
Indices boursiers (100 en 2013:1)



Graphique 4b  
Volatilité implicite des actions (en %)



Graphique 4c  
Spread de crédit High Yield (asset swaps, en pb)

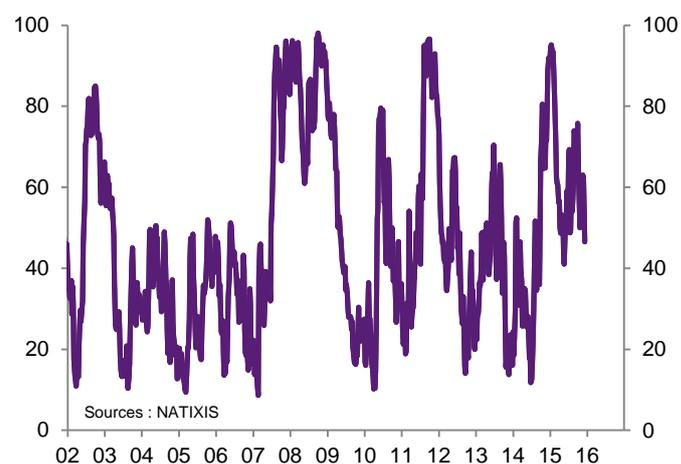


**La faible liquidité de marché amplifierait bien sûr les effets sur les prix des actifs financiers d'une crise financière** : les investisseurs essaieraient de vendre sur des marchés illiquides et les prix des actifs s'effondreraient.

#### Techniques de gestion déstabilisante

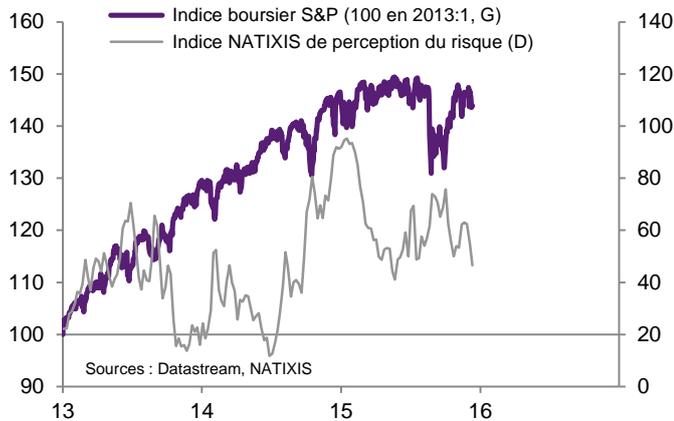
La variabilité forte des prix des actifs (graphiques 4a-4c plus haut) **conduit les investisseurs à se protéger contre les spreads des marchés financiers**. Ceci a fait apparaître **des techniques de gestion déstabilisantes** (regroupées sous le terme général de « smart beta » qui consistent souvent à **vendre les actifs risqués lorsque certains seuils de volatilité** (graphique 4b plus haut) **ou d'aversion pour le risque** (graphique 5) sont dépassés.

Graphique 5  
Indice NATIXIS de perception du risque

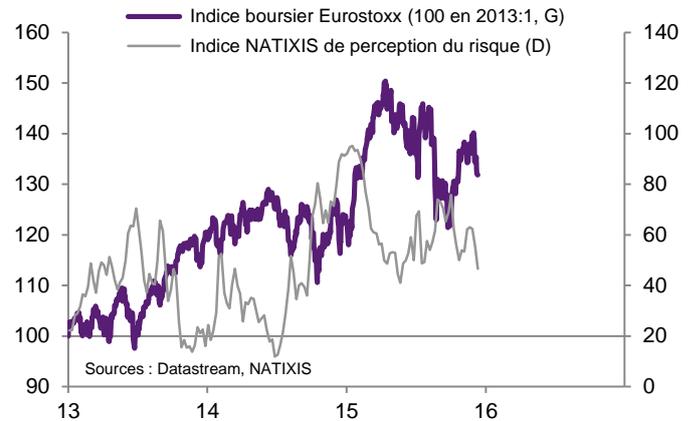


**Ces techniques de gestion de portefeuille seraient violemment déstabilisantes en cas de crise** : le recul des prix d'actifs (les graphiques 6a-6b montrent les exemples des actions américaines et européennes dans la période récente) dû à la hausse de l'aversion pour le risque serait **amplifié par ces ventes automatisées d'actifs**.

**Graphique 6a**  
Indice boursier S&P et indice NATIXIS de perception du risque



**Graphique 6b**  
Indice boursier Eurostoxx et indice NATIXIS de perception du risque

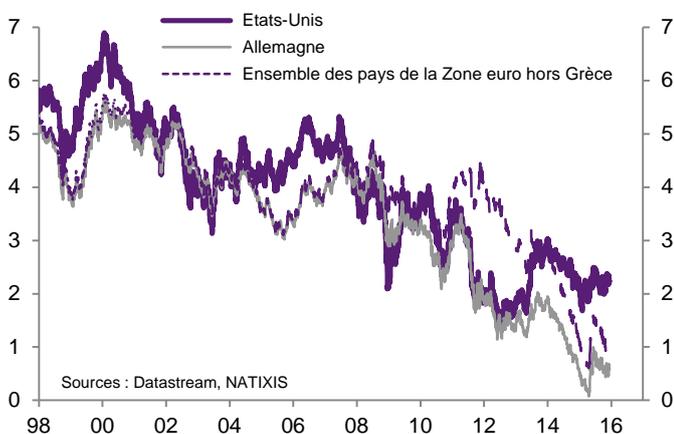


**Faiblesse des rendements sans risque**

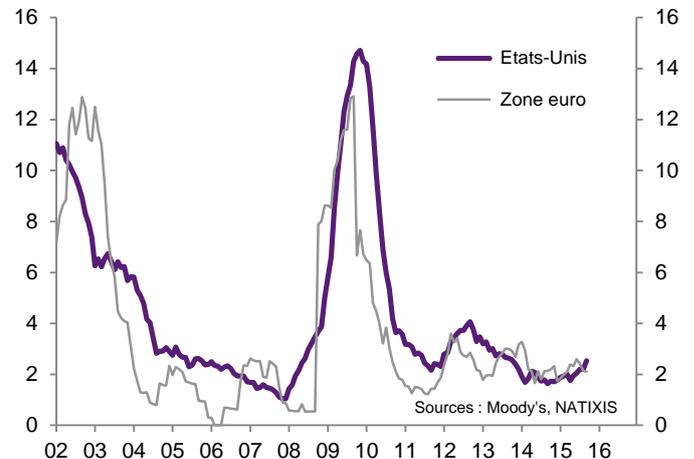
**La faiblesse des rendements sans risque (graphique 7) conduit à un risque de hausse forte et brutale de l'aversion pour le risque des investisseurs en cas de dégradation de l'économie ou de la situation des marchés financiers.**

En effet, **le rendement de la partie peu risquée des portefeuilles des investisseurs ne peut plus couvrir les pertes subies sur les actifs risqués** (défauts d'entreprises, **graphique 8**, incidents de crédit, recul des cours boursiers, graphiques 6a-6b plus haut).

**Graphique 7**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



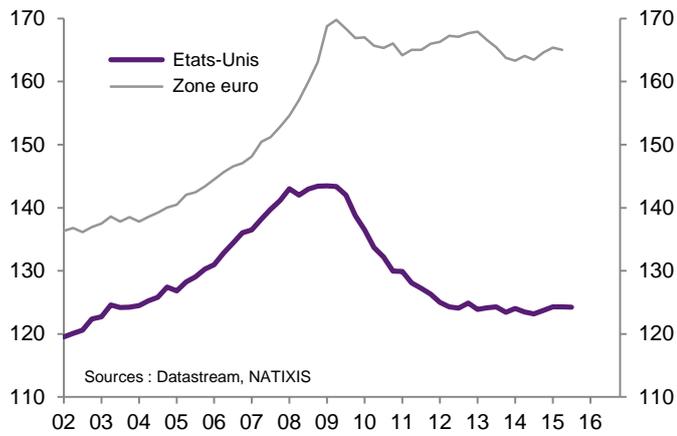
**Graphique 8**  
Taux défaut High Yield (en %)



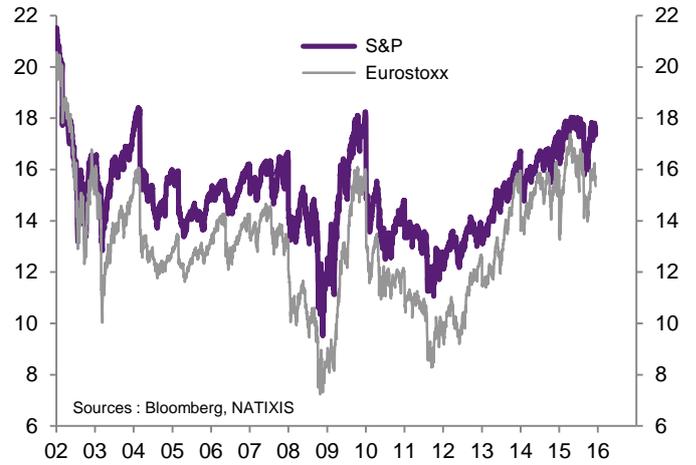
**Synthèse : il reste à savoir ce qui pourrait déclencher une crise financière**

Avec l'excès de la liquidité monétaire, l'insuffisance de la liquidité de marché, les techniques de gestion déstabilisantes, la faiblesse des rendements sans risque, **il paraît clair que la prochaine crise financière sera pire que les crises précédentes. Il reste à savoir ce qui pourrait déclencher une crise financière** : aujourd'hui les taux d'endettement ont baissé (**graphique 9a**), la valorisation des actions n'est pas excessive (**graphique 9b**), les prix de l'immobilier sont plus faibles qu'avant la crise (**graphique 9c**).

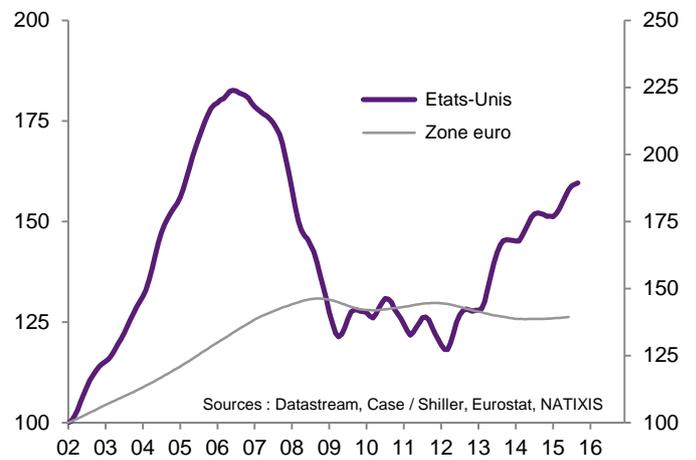
**Graphique 9a**  
Dette des ménages + entreprises  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 9b**  
PER sur les résultats futurs



**Graphique 9c**  
Prix de l'immobilier (100 en 2002:1)



Soit il va falloir attendre, pour qu'une crise financière éclate, que les prix des actifs augmentent davantage. Soit elle peut venir de l'explosion de la bulle obligataire (graphique 7 plus haut), d'une crise géopolitique.

## AVERTISSEMENT

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction. **Ce document est une communication à caractère promotionnel au sens du règlement général de l'AMF. Ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication. Les placements mentionnés dans ce document peuvent ne pas être adaptés à tous les investisseurs.** Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyse issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document et toutes pièces jointes reflètent, sauf indication contraire, celles de son auteur et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis. Natixis ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ce document et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risque. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparation des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de recherche et ses autres activités. Ces "barrières à l'information" peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. Natixis a mis en place des règles déontologiques visant à interdire aux analystes d'effectuer des transactions personnelles (hors OPCVM, comptes gérés...). Natixis a mis en place une politique interne relative à la rémunération de l'analyste de nature à préserver son indépendance et à gérer les éventuels conflits d'intérêts. Il est à noter que, dans le cadre de ses activités, Natixis peut être amenée à avoir des positions sur les instruments financiers et l'émetteur sur lesquels des recommandations ou opinions peuvent être données dans le document et pièces jointes communiqués. En effet, Natixis peut être rémunérée pour la prise ferme, le placement, la mission de conseil, toute autre prestation de service d'investissement ou activité bancaire ou toute autre prestation concernant les instruments financiers de la société ou des sociétés citée(s) dans ce document. Dans ce cas, les mentions relatives aux conflits d'intérêts que Natixis et que toutes les entités qui lui sont liées peuvent connaître, vis-à-vis de l'émetteur ou des émetteurs mentionné(s) dans ce document sont consultables sur le site de la Recherche. Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée. Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres. Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional de Valores pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne. Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie. Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban. Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA. Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans cette analyse reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans cette analyse n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de cette analyse.

**JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CETTE ANALYSE, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CETTE ANALYSE REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CETTE ANALYSE N'INFLUENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CETTE ANALYSE.** Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020. Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis.

## DISCLAIMER

Reference prices are based on closing prices.

The information contained in this publication and any attachment thereto is exclusively intended for a client base consisting of professionals and qualified investors. This document and any attachment thereto are strictly confidential and cannot be divulged to a third party without the prior written consent of Natixis. If you are not the intended recipient of this document and/or the attachments, please delete them and immediately notify the sender. Distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are required to inform themselves of and comply with all such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers or any other person accepts any liability to any person in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction. **This document is considered as marketing documentation within the meaning of the AMF General Regulation. It has not been developed in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research and its author(s) is/are not subject to any prohibition on dealing in the relevant financial instrument ahead of the dissemination of the marketing communication. The investments mentioned in this document may not be suitable for all types of investors.** This document and all attachments are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalized investment recommendation. They are intended for general distribution and the products or services described herein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. This document and any attachment thereto shall not be construed as an offer nor a solicitation for any purchase, sale or subscription. Under no circumstances should this document be considered as an official confirmation of a transaction to any person or entity and no undertaking is given that the transaction will be entered into under the terms and conditions set out herein or under any other terms and conditions. This document and any attachment thereto are based on public information and shall not be used nor considered as an undertaking from Natixis. All undertakings require the formal approval of Natixis according to its prevailing internal procedures. This document and any attachment thereto are based on public information and shall not be used nor considered as an undertaking from Natixis. All undertakings require the formal approval of Natixis according to its prevailing internal procedures. Under no circumstances should this document be considered as an official confirmation of a transaction to any person or entity and no undertaking is given that the transaction will be entered into under the terms and conditions set out herein or under any other terms and conditions. The information contained in this document may include results of analyses from a quantitative model, which represent potential future events that may or may not be realized, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. Information may be changed or may be withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisers as to or in relation to the characteristics of this information. The statements, assumptions and forecasts contained in this documentation and any attachment thereto reflect the judgment of its author, unless otherwise specified, and do not reflect the judgment of any other person or of Natixis. Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information disclosed in this presentation and Natixis does not provide any advice, including in case of investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting adviser, or any other specialist, in order to verify in particular that the transaction described in this material complies with your objectives and constraints and to obtain an independent valuation of the transaction, its risk factors and rewards. Natixis has set up due procedures for the separation of activities, notably in order to prevent conflicts of interest between research activities and its other activities. Details of these "information barriers" are available upon request from the head of compliance. Natixis implemented rules of professional conduct in order to prohibit analysts from executing personal transactions (excluding UCITS, managed accounts, etc.). Natixis also implemented an in-house policy on the remuneration of analysts in order to guarantee their independence and manage potential conflicts of interest. It should be noted that, in the context of its activities, Natixis may have positions in financial instruments and in the issuer concerned by the recommendations or opinions provided in this document or any attachment thereto. Natixis can be remunerated for underwriting services, investment services, advice services and any other investment service provision or banking activity and any other service related to financial instruments of the company or the companies mentioned in this document. In this case, references made to conflicts of interests that Natixis and its affiliates may experience, with respect to the issuer(s) mentioned in this document are available on the website of the Research. Natixis is authorized in France by the *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation (ACPR)* as a Bank - Investment Services Provider and subject to its supervision. Natixis is regulated by the *Autorité des Marchés Financiers* in respect of its investment services activities. Natixis is authorized by the ACPR in France and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority in the United Kingdom. Details on the extent of regulation by the FCA and the Prudential Regulation Authority are available from Natixis' branch in London upon request. Natixis is authorized by the ACPR and regulated by the BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) for the conduct of its business under the right of establishment in Germany. Natixis is authorized by the ACPR and regulated by Bank of Spain and the CNMV (*Comisión Nacional de Mercado de Valores*) for the conduct of its business under the right of establishment in Spain. Natixis is authorized by the ACPR and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) for the conduct of its business under the right of establishment in Italy. Natixis is authorized by the ACPR and regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA) for the conduct of its business in and from the Dubai International Financial Centre (DIFC). The document is being made available to the recipient with the understanding that it meets the DFSA definition of a Professional Client; the recipient is otherwise required to inform Natixis if this is not the case and return the document. The recipient also acknowledges and understands that neither the document nor its contents have been approved, licensed by or registered with any regulatory body or governmental agency in the GCC or Lebanon. All of the views expressed in this research report accurately reflect the research analyst's personal views regarding any and all of the subject securities or issuers. No part of analyst compensation was, is or will be, directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report. I(WE), ANALYST(S), WHO WROTE THIS REPORT HEREBY CERTIFY THAT THE VIEWS EXPRESSED IN THIS REPORT ACCURATELY REFLECT OUR(MY) PERSONAL VIEWS ABOUT THE SUBJECT COMPANY OR COMPANIES AND ITS OR THEIR SECURITIES, AND THAT NO PART OF OUR COMPENSATION WAS, IS OR WILL BE, DIRECTLY OR INDIRECTLY, RELATED TO THE SPECIFIC RECOMMENDATIONS OR VIEWS EXPRESSED IN THIS REPORT. The personal views of analysts may differ from one another. Natixis, its subsidiaries and affiliates may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein. Natixis, a foreign bank and broker-dealer, makes this research report available solely for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6 under the U.S. securities Exchange Act of 1934. This document shall not be distributed to any other persons in the United States. All major U.S. institutional investors receiving this document shall not distribute the original nor a copy thereof to any other person in the United States. Natixis Securities Americas LLC, a U.S. registered broker-dealer and member of FINRA, is a subsidiary of Natixis. Natixis Securities Americas LLC did not participate in the preparation of this research report and as such assumes no responsibility for its content. This research report has been prepared and reviewed by research analysts employed by Natixis, who are not associated persons of Natixis Securities Americas LLC and are not registered or qualified as research analysts with FINRA, and are not subject to the rules of the FINRA. In order to receive any additional information about or to effect a transaction in any security or financial instrument mentioned herein, please contact your usual registered representative at Natixis Securities Americas LLC, by email or by mail at 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.