

# FLASH MARCHÉS

Juillet 2011

Achévé de rédiger le mercredi 13 juillet à 16 heures.

## La situation du Portugal et de l'Irlande

### /// Point de vue de la direction des gestions de Natixis Asset Management

#### 1/ Contexte

**La crise souveraine en zone euro initiée en Grèce au printemps dernier a gagné l'Irlande à l'automne 2010 et le Portugal plus récemment.**

#### Le cas du Portugal

Après de longs mois de réticence, le Portugal s'est résolu à accepter une aide financière en avril alors que les échéances de remboursement du mois de juin notamment (4,9 mds €) n'étaient vraisemblablement plus couvertes par la trésorerie disponible de l'État.

Cette aide, coordonnée par l'EFSF<sup>1</sup>, EFSM<sup>2</sup> et le FMI, s'élève à 78 mds €, dont 12 mds € destinés à la recapitalisation du système bancaire. Elle devrait permettre au Portugal de se passer du financement par le marché obligataire pendant 3 ans.

**Le problème portugais est un problème de modèle de croissance.** L'activité n'a progressé que de 1,2 % (contre 1,5 % pour l'ensemble de la zone monétaire) en moyenne depuis son entrée dans la zone euro en 1999. Il n'y a donc eu aucun rattrapage en termes de PIB par tête. En effet, l'écart de productivité force la désindustrialisation du pays, ce qui se traduit par des déficits commerciaux et courants pérennes.

Le Portugal est trop peu compétitif sur les biens à forte valeur ajoutée vis-à-vis des grands pays et trop cher pour concurrencer les émergents sur les produits moins sophistiqués. Par ailleurs, l'absence de stratégie de croissance et le manque de qualification de la main d'œuvre font que le Portugal est incapable d'attirer les investissements directs productifs, ce qui signifie que la contrepartie des déficits commerciaux est l'accumulation d'une dette externe, tant privée que publique. Les banques semblent pour l'instant épargnées mais la faiblesse de l'économie se traduira par une hausse des défauts des entreprises et des ménages (endettés majoritairement à taux variables) affectant *in fine* les bilans bancaires. La hausse des taux de la BCE impacte fortement le système bancaire portugais, désormais très dépendant du financement par la banque centrale.

Ces éléments ont conduit Moody's hier à abaisser la note du souverain à Ba2, considérant que la dette portugaise constituait désormais un support d'investissement spéculatif. Cela a conduit de nombreux investisseurs, contraints de ne détenir que des obligations *investment grade*, à vendre leurs titres. L'écartement des spreads a donc été massif suite à l'annonce, notamment sur les maturités courtes.

<sup>1</sup> European Financial Stability Facility.

<sup>2</sup> European Financial Stabilisation Mechanism.

## Le cas de l'Irlande

**Pour ce qui concerne l'État irlandais, malgré ses réserves de liquidité, celui-ci s'est trouvé dans un état d'insolvabilité après la nationalisation du passif du secteur bancaire local**, plusieurs fois supérieur à la taille de l'économie du pays. Le gouvernement avait pourtant mis en place une structure de défaillance (NAMA) et pris des mesures d'austérité budgétaire dès 2008. Cependant, la situation des banques s'étant nettement détériorée par rapport aux projections.

L'État a dû injecter l'équivalent de près de 20 % de PIB dans le capital des banques provoquant une explosion des déficits (32 % du PIB de déficit en 2010, soit l'équivalent du stock de dette publique avant la crise). Un plan de sauvetage a été mis en place par le FMI et l'Union Européenne portant sur des prêts externes de 67,5 mds €, dont 50 mds € destinés au financement du gouvernement (par ailleurs engagé dans un nouveau plan pluriannuel de consolidation budgétaire : baisse des dépenses de 15 mds € jusqu'en 2015).

Le problème aujourd'hui soulevé est celui de l'impact des plans d'austérité. L'hypothèse d'une croissance positive alors que les dépenses publiques se contractent et que les impôts augmentent fortement se révèle très nettement optimiste, d'autant que le secteur bancaire est en cours de restructuration.

Ainsi, les objectifs de dette publique apparaissent inatteignables compte tenu de l'ampleur de la récession irlandaise. L'insolvabilité de l'État est quasi-certaine, et, à l'instar de la Grèce, les modalités de l'aide externe devront probablement être étendues.

## 2/ Point de vue de la gestion

### Vues sur la dette souveraine

La dette souveraine portugaise a fortement sous-performé après cette annonce suite à des ventes d'investisseurs contraints par les notations : le taux 2 ans est passé de 12 % à 17 % entre les 5 et 7 juillet.

Concernant l'Irlande, ses taux de rendements ont souffert par contagion du cas portugais (+ 3 % pour le taux à 2 ans entre les 5 et 7 juillet), mais pas spécifiquement de la dégradation de Baa3 à Ba1 par Moody's le 12 juillet.

Notre notation, interne à la gestion taux, sur ces deux dettes est la plus défavorable à la dette obligataire sur notre échelle d'analyse (-2) sur l'ensemble des maturités.

D'autres éléments renforcent notre vue très négative : les perspectives négatives des trois agences de notation, l'illiquidité et les risques de contagion qui perdurent tant que la solvabilité de la Grèce n'est pas assurée.

Les équipes de gestion de Natixis AM ne voient donc pas l'intérêt d'investir à nouveau sur ces pays dans les mois qui viennent en raison des flux de ventes déclenchées par ces événements.

## Vues sur la dette corporate

### Sur le crédit *core*

C'est au tour des banques portugaises d'être dégradées en *junk bonds*.

Les CDS<sup>3</sup> à 5 ans du Portugal et de la Grèce atteignent en ce moment leur plus haut historique vers 1000 pb, entraînant derrière eux l'Italie et l'Espagne.

La volatilité est de retour et pèse sur les *corporates* et les banques des périphériques, dont les *spreads* s'écartent sensiblement.

Sur l'Irlande a contrario, les banques ayant elles-mêmes été à l'origine de la crise irlandaise, les mouvements significatifs ont été observés en amont.

### Sur les convertibles

La dégradation du Portugal a provoqué un décrochage de 2 à 3 points des convertibles le mercredi 6 juillet. Le mouvement s'est prolongé avec une baisse entre 1 et 2 points selon les *bonds*.

Portant sur des tailles souvent modestes, les ventes forcées entraînent un fort décrochage des prix en l'absence de contreparties bancaires ou de clients finaux souhaitant prendre une exposition même à ces niveaux.

### Sur le *high yield*

L'effet de la dégradation par Moody's de la notation du Portugal est particulièrement visible sur les émissions subordonnées bancaires des pays périphériques européens, émissions portugaises en tête (jusqu'à 10 points de baisse pour ces dernières). Dans une moindre mesure, il affecte les émissions subordonnées bancaires des pays *core* (1 à 2 points de baisse), mais sans commune mesure à ce stade avec l'épisode grec du mois de juin.

L'effet reste en revanche mesuré sur les émissions *corporates high yield* (1 à 1,5 point de baisse en moyenne) y compris pour les émetteurs de la zone périphérique, ces derniers ayant pour la plupart une activité internationale. Les importants remboursements de titres arrivés à maturité en mai et juin, alors que le primaire est en berne, soutiennent le marché *cash*.

## 3/ En conclusion

Ces événements récents s'inscrivent, très probablement, dans le cheminement de la crise souveraine en zone euro. Les trois pays périphériques que sont la Grèce, l'Irlande et le Portugal voient leur situation converger en termes de solutions apportées par les autorités européennes et internationales. Dans ce contexte, Natixis AM reste particulièrement sélectif dans son allocation souveraine, ainsi que dans le choix d'émetteurs privés.

Achevé de rédiger par la gestion de Natixis Asset Management le mercredi 13 juillet à 16 heures.

#### Avertissement

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier à tout moment et sans préavis les informations présentées dans ce document qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

<sup>3</sup> CDS (credit default swap) : marché des dérivés sur les défauts d'émetteurs.