

FLASH MARCHÉS

Rédigé le 20 novembre 2012

Point sur la dégradation de la notation de la dette publique française de Aaa à Aa1 par Moody's

par Philippe Waechter, directeur recherche économique,
et Olivier de Larouzière, directeur gestion obligataire euro au sein du pôle d'expertise
Taux de Natixis Asset Management

1/ Décryptage macroéconomique

par Philippe Waechter, directeur recherche économique

1/ Contexte

- **Trois arguments ont été avancés par Moody's pour justifier la dégradation de la notation de la dette publique française de Aaa à Aa1.**

1 – Une interrogation sur **la capacité de la France à se réformer pour retrouver de la croissance.**

Telle est la question soulevée par les rapports récemment parus sur la France : le rapport Gallois ^[1], le rapport du FMI ^[2] le 5 novembre et le dossier de *The Economist* ^[3] daté du 16 novembre (cf l'article de Philippe Waechter titré "[Trois rapports sur l'économie française](#)").

2 – Une interrogation de court terme sur l'impact des engagements budgétaires de la France sur la croissance. Les chiffres de 0,8 % pour 2013 et 2 % pour 2014 paraissent trop optimistes pour Moody's. Sachant que l'environnement extérieur ne sera pas une aide à l'amélioration de la croissance, l'agence craint l'impact négatif des mesures budgétaires prises. C'est la question souvent posée de l'impact des mesures d'austérité sur la croissance.

Les interrogations de nombreux économistes sont reprises par l'agence de notation. Néanmoins, Moody's ne donne pas de scénario alternatif chiffré.

3 – Avec la crise qui dure, Moody's s'interroge sur la capacité de l'économie française et notamment de son système bancaire et financier à faire face à des chocs négatifs en provenance des pays de la zone euro, notamment en cas d'aide d'urgence ou de dégradation. Les banques françaises sont fortes mais ont néanmoins des engagements significatifs vis-à-vis des pays de la zone euro.

^[1] Consulter le [rapport Gallois](#)

^[2] Consulter le [rapport du FMI](#)

^[3] Consulter [l'article de synthèse sur le dossier de The Economist](#)

La dégradation est d'un cran seulement.

Moody's considère que l'économie française est très diversifiée et donc que son risque global demeure plus limité. L'agence estime également que les engagements pris par le gouvernement Ayrault (réduction des charges) et par le président Hollande lors de sa conférence de presse (engagements de réformes structurelles notamment sur le marché du travail) peuvent enclencher une dynamique correctrice susceptible de modifier les perspectives à moyen terme de l'économie française.

Les perspectives restent cependant négatives car l'agence de notation s'interroge sur la détermination de la société française et du gouvernement à accepter la nécessité de réforme et à les mettre en œuvre.

2/ Plusieurs questions se posent

- **Le gouvernement actuel est-il responsable ?**

Clairement non. Les questions posées par Moody's sur l'autonomie de la croissance française avaient été posées il y a plusieurs mois déjà par celle-ci.

En outre, les engagements récemment pris par le gouvernement permettent de limiter à un cran la baisse de la note.

- **En quoi ce rapport est-il différent des trois rapports récents sur l'économie française ?**

Il pose la même question de la capacité de l'économie française à trouver une plus grande autonomie de croissance. Si l'environnement international n'est pas porteur, quelles sont les capacités de l'économie française à retrouver de la croissance et à créer des emplois ?

Le rapport du FMI ^[2] du 5 novembre était plus précis sur les mesures à prendre, toutefois il avait été à peine relevé.

- **Est-ce une mauvaise nouvelle ?**

Il est toujours désagréable lorsque l'on juge mal votre capacité à faire face à l'adversité. C'est la réaction que l'on peut craindre, identique à celle que l'on avait observé sur le dossier de *The Economist* ^[3].

Si cependant cela permet d'accentuer l'idée que la croissance ne viendra pas de l'extérieur mais bien de notre capacité à la créer, alors ce sera gagné.

2/ Point de vue de la gestion

par Olivier de Larouzière, directeur gestion obligataire euro au sein du pôle d'expertise Taux

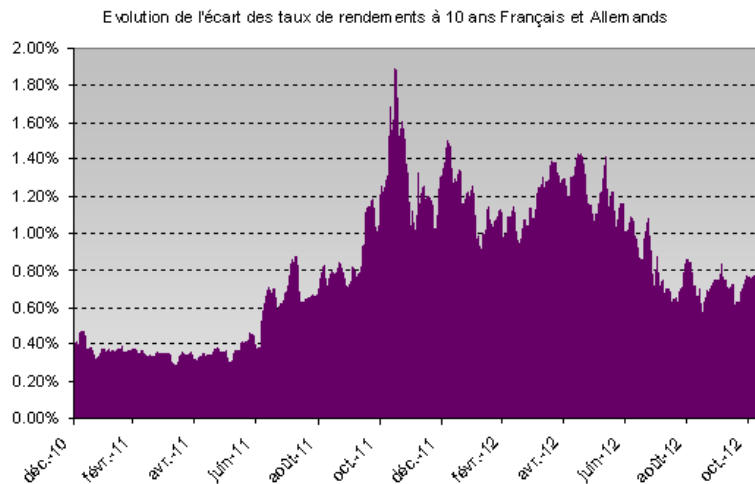
1/ En termes de valorisation

La dégradation de la notation de la France (de AAA à AA+) par Standard&Poor's en janvier de cette année a stabilisé la valeur relative des taux français par rapport aux taux allemands (autour de 1,20 % d'écart pour une référence 10 ans). En effet, cette dégradation était largement anticipée depuis l'été 2011. Ces niveaux de *spread* reflétaient de plus une poursuite de dégradation de la note, probablement jusqu'à A.

^[2] Consulter le [rapport du FMI](#)

^[3] Consulter [l'article de synthèse sur le dossier de The Economist](#)

Depuis cet été, les élections présidentielles étant passées et les déclarations de M. Draghi en juillet sur l'irréversibilité de l'euro ont nettement amélioré la perception des investisseurs, notamment étrangers, sur l'importance du rôle de la France dans la zone euro. Ainsi, de très importants flux étrangers (banques centrales diversifiant leurs investissements allemands ou fonds spéculatifs arrêtant leurs positions à la dégradation des taux français) ont permis aux taux français de performer et de se stabiliser sur un niveau de 0,75 % pour une maturité 10 ans contre dette allemande.



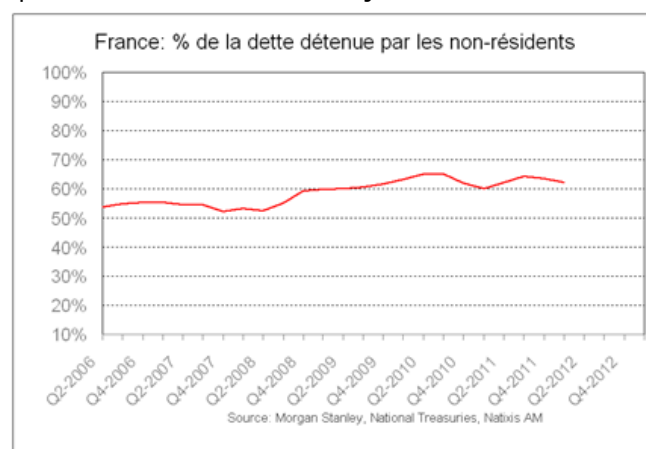
Source : Bloomberg

De notre point de vue, la notation par les agences de rating devrait se stabiliser sur ce niveau de AA et par conséquent le niveau actuel de *spread* nous semble approprié. La dégradation de la notation de Moody's est donc en ligne avec nos attentes.

Par contre, la dégradation de la France pourrait amener **Moody's à revoir ses notations sur l'EFSF^[4], le MES^[5] et l'Union européenne**, en prenant en compte les différences de structures de ces entités (capital appelé contre garanties jointes des émissions). Ce changement possible ne devrait pas impacter davantage les flux acheteurs pour les mêmes raisons que pour la France (liquidité, appétit de rendement...). Moody's a fait une déclaration cet après-midi, se donnant du temps avant d'agir.

2/ En termes de flux

La part de dette détenue par les non-résidents est majoritaire en France :



^[4] EFSF : [European Financial Stability Facility](#).

^[5] MES : Mécanisme Européen de Stabilité.

Les changements récents de perception ont donc eu un impact très positif mais le relais n'a pas été pris par des investisseurs domestiques qui attendent surement des niveaux de taux absolus plus élevés, étant majoritairement des investisseurs de long terme.

La dette française est de plus particulièrement appréciée pour sa liquidité. Elle est la seule alternative en termes de taille et d'activité de marché à la dette allemande.

La dégradation de la notation de AAA à AA n'entraînera aucune vente forcée : ni des investisseurs long terme domestiques cités précédemment, ni des sociétés de gestion. En effet, il n'existe quasiment pas de contraintes sur les indices de référence et sur les fonds pour les notations d'aussi bonne qualité. Nous anticipons même que pour des indices AAA, certains clients élargissent ces indices à AAA-AA en raison d'une trop forte concentration sur l'Allemagne.

Nous n'observons d'ailleurs durant cette première matinée, suite à la dégradation de Moody's, aucun mouvement sur le *spread* français.

Conclusion

Notre vue sur l'allocation des pays au sein de la zone euro est à la Neutralité sur la France (par rapport aux indices de référence). Elle n'a pas été impactée par la dégradation de Moody's en raison des arguments développés ci-dessus.

Rédigé le 20/11/2012
par Philippe Waechter, directeur recherche économique,
et Olivier de Larouzière, directeur gestion obligataire euro
de Natixis Asset Management.

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.

Ce document est exclusivement destiné aux clients professionnels.