

FLASH MARCHÉS

Rédigé le 28 octobre 2011

Les conclusions de la gestion taux de Natixis Asset Management suite au sommet européen du 26 octobre 2011.

Sommet européen : des avancées mais des questions majeures subsistent

Les chefs de gouvernements se réunissaient, ce mercredi, afin de statuer sur trois questions : le plan de financement pour la Grèce et la participation du secteur privé, le plan de recapitalisation des banques européennes et l'augmentation de la capacité d'action de l'EFSF (*European Financial Stability Facility*).

- **Le plan de financement pour la Grèce et la participation du secteur privé**

L'extension de l'aide à la Grèce requiert une participation du secteur privé accrue par rapport à la proposition en date du 21 juillet. Cette dernière est donc caduque. Les créanciers privés sont invités à développer une nouvelle proposition d'échange volontaire (n'impliquant pas de déclenchement des CDS), qui pourrait se traduire par une diminution de 50 % du nominal de la dette, un paiement immédiat de 15 % et 35 % sous la forme d'une nouvelle obligation à 30 ans. Les États membres de la zone euro contribueront à l'accord à hauteur de 30 mds €. Les modalités précises des garanties éventuelles sur le nouveau nominal restent à déterminer, et feront l'objet de négociations jusqu'en décembre 2011. La date prévisionnelle de l'échange de dette est début 2012. L'Union Européenne et le FMI se tiennent prêts à augmenter de 100 mds € jusqu'en 2014 l'aide à la Grèce (un accord est prévu d'ici la fin de l'année), notamment pour la recapitalisation des banques grecques, rendue nécessaire par leurs expositions à la dette locale.

L'échec de l'échange de dettes prévu depuis le 21 juillet laisse planer le risque d'une nouvelle impasse, d'autant que le périmètre des titres concernés et des détenteurs n'est pas encore déterminé. Il est probable que l'ensemble de la dette (et non plus uniquement les titres arrivant à échéance avant 2020) sera concerné par la procédure. Un défaut unilatéral de l'État grec ne peut être totalement écarté. Par ailleurs, le cadrage macroéconomique de l'accord indique une baisse à 120 % du PIB de la dette grecque en 2020 qui paraît peu réaliste au regard des conditions financières et économiques actuelles.

- **Le plan de recapitalisation des banques européennes**

Le consensus sur la recapitalisation des banques européennes avait été trouvé en amont. Il s'agit d'accélérer l'augmentation des ratios de *Core Tier 1* à 9 % (prévu par Bâle III) à l'horizon de juin 2012.

Le montant estimé de capital à lever s'élève à 106 mds € et est fonction des prix des obligations d'État constatés au 30 septembre 2011. Soixante-dix banques sont concernées. Des contraintes sur le versement de dividendes et de bonus s'appliqueront. Par ailleurs, dans le but d'éviter un *credit crunch* lié au désendettement des bilans bancaires, des garanties sur les passifs bancaires seront, de nouveau, mises en place pour s'assurer de l'accès des banques au financement à long terme (le financement à court terme étant disponible auprès de l'Eurosystème).

Le chiffre avancé comprend les montants des plans d'aide déjà actés en faveur de l'Irlande et du Portugal notamment. Les banques sont invitées à lever le capital nécessaire sur les marchés, à convertir les instruments optionnels avant de solliciter les gouvernements nationaux puis, en dernier recours, l'EFSF (via un prêt à un État souverain). Il s'agit d'une indication claire que les pays de la zone euro, ayant accès au marché (notamment les mieux notés), devront assurer le financement de "leurs" banques. Cela pourrait accroître la corrélation entre les prix des actions bancaires et les *spreads* souverains.

- **L'augmentation de la capacité d'action de l'EFSF**

Concernant l'EFSF, les montants des garanties des États resteront inchangés par rapport à l'augmentation votée dernièrement par l'ensemble des Parlements nationaux. L'effet de levier proviendra d'un mécanisme de rehaussement de crédit et de la création de *SPVs* (*Special Purpose Vehicle*). Pour le rehaussement de crédit, les créanciers auront l'option de souscrire une garantie (probablement détachable) lors de l'achat des obligations au primaire. D'autre part, l'EFSF pourra offrir des garanties à des véhicules recevant des investissements externes publics et privés (par exemple, Chine et Norvège) pour faire des prêts, participer aux augmentations de capital des banques et acheter des titres sur les marchés primaire et secondaire. Les effets de levier recherchés seraient de l'ordre de 4 à 5 fois pour chacune des options, qui pourront être utilisées simultanément.

Les détails techniques seront communiqués courant novembre par l'Eurogroupe. D'autres dispositions, faisant intervenir le FMI, pour augmenter la force de frappe de l'EFSF sont également en discussion. La faiblesse du déficit courant de la zone euro rend le recours à un financement extérieur (Chine, Norvège) non nécessaire. Les participations des créanciers externes au *SPV* apparaissent particulièrement incertaines.

En somme, l'échange de dette grecque est repoussé à 2012, les mécanismes d'effet de levier de l'EFSF doivent encore être précisés et la recapitalisation des banques devra s'effectuer rapidement dans un contexte de marché difficile et en fonction de l'évolution des *spreads* souverains. La reprise des garanties d'État sur les émissions de dettes bancaires constitue néanmoins une bonne nouvelle. Il est frappant de constater que la BCE n'ait été sollicitée en aucune manière par ces dispositifs, malgré les déclarations d'intention de Mario Draghi quant à la poursuite du programme de rachats d'obligations d'État par la BCE via le *SMP* (*Securities Market Program*), sur lesquels les marchés n'ont que trop peu de visibilité. Les européens excluent d'utiliser la création monétaire pour résoudre les problèmes de solvabilité interne (conformément à la doctrine). La réaffirmation des engagements de consolidation budgétaire par tous les gouvernements va pourtant contribuer à accroître les risques, déjà élevés, de récession en zone euro.

Gestion taux euro

Au lendemain du sommet européen, les dettes des pays de la zone euro ont surperformé nettement la dette allemande, principalement parce que le taux 10 ans allemand s'est tendu de 19 pdb à 2,20 % pour revenir sur des niveaux connus autour du 15 octobre. Inversement, les taux 10 ans espagnols et italiens ont baissé respectivement de 3 pdb à 5,86 % et de 15 pdb à 5,29 %. Le

marché connaît en effet une phase d'optimisme après une négociation longue et difficile, mais elle nous semble temporaire.

C'est pourquoi, cet accord ne change pas notre vue sur les dettes des états de la zone euro :

- Nous ne sommes pas investis sur les pays sous aide : la Grèce ne sera pas sauvée par cet accroissement de la participation du secteur privé ; la récession au Portugal va se prolonger en 2012 ; l'Irlande est encore en phase de désendettement ;
- Nous avons une vue neutre sur l'Espagne, l'Italie et la Belgique : le mécanisme de garantie que le EFSF ou le SPV à créer pourrait apporter à leur dette n'est pas clair ;
- Nous favorisons les pays AAA : leur implication supplémentaire reste limitée au soutien éventuel des banques.

Nous attendons la baisse du marché obligataire après cet accord. C'est pourquoi, nous maintenons la légère position de sous-sensibilité en termes de duration.

Nos expositions prudentes vers le crédit, les agences et les *covered* sont également maintenues.

Gestion internationale

La crise de la dette Européenne n'a certes pas été résolue le 26 octobre 2011, beaucoup de zones d'ombre subsistent, mais nous avons évité une implosion de la zone euro. En parallèle, si tous les économistes s'accordent désormais sur une probable récession de la zone euro, les données économiques aux États-Unis et en Asie sont un peu meilleures qu'attendues il y a quelques semaines.

L'appétit pour le risque revient. Le marché des actions reprend des couleurs, et surtout grâce à des valorisations attractives sur de nombreux marchés. Nous étions restés positifs sur les taux émergents malgré la crise et maintenons nos expositions principalement en dette externe. Sur le marché des devises, nous sommes circonspects face à la remontée rapide de l'euro et préférons rester à l'écart; nous privilégions toujours les devises émergentes, principalement asiatiques et revenons à l'achat sur les devises liées aux matières premières (CAD, AUD).

Gestion crédit

Les mesures décidées lors de ce sommet ont été accueillies très favorablement par le marché du crédit. Les niveaux des *spreads IG senior (ITraxx Main)* ont rallié en un jour de 30 bps retrouvant les niveaux de mi-août. Ce sont les financières notamment les dettes subordonnées qui profitent le plus de ces mesures en raison de la recapitalisation à venir des banques et des garanties d'accès au financement. Nous passons à légèrement surpondéré sur le crédit en privilégiant les dettes financières senior et subordonnées et sous-pondérons certaines valeurs cycliques chères qui risquent de souffrir d'une récession possible à venir.

*Rédigé le 28/10/2011
par la direction gestion taux 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.