

14 janvier 2012

Flash marchés – La France perd son AAA

Un contexte européen sans solution apparente

Même si des évolutions, comme l'abandon de la règle de l'unanimité ou l'adoption d'un pacte fiscal, se profilent, de nombreuses incertitudes demeurent, notamment concernant les modalités de financement des plans de sauvetage (Grèce, Portugal, Irlande). Les plans d'austérité freinent la croissance. Cela est accentué par leur mise en œuvre synchronisée.

La Banque centrale européenne se refuse pour le moment d'intervenir massivement dans l'achat de titres de dettes souveraines. Néanmoins, elle refinance à grande échelle les banques.

C'est sans doute sur cette base que l'agence de notation de crédit Standard & Poor's a dégradé 9 pays européens : la France et l'Autriche perdent leur AAA ; le Portugal passe en High yield ; l'Italie rejoint l'Irlande en BBB+.

La situation particulière de la France

La France présente une situation moins bonne que les autres AAA de la zone Euro (déficit public, balance courante, dette/PIB, chômage). Le solde primaire des finances publiques est très négatif et nécessite un ajustement conséquent. La période électorale génère une incertitude additionnelle.

La perte du AAA est une perspective identifiée depuis longtemps et actée par le marché par un différentiel croissant entre les taux français et allemands. La zone cruciale de refinancement est le court terme. Pour l'instant, celui de la France se passe dans d'excellentes conditions, avec des taux proches de zéro. Les arrivées à échéance (28 Mds€ de BTAN, 58 Mds€ d'OAT en 2012 et 179 Mds€ de BTF)* sont nombreuses et les refinancements sur le long terme pourraient se faire avec des rendements croissants.

La baisse de notation reflète donc les fondamentaux. La France va devoir donner des gages de bonne volonté sur l'ajustement des finances publiques. Les entités implicitement garanties (Unedic, Société de financement de l'économie française, Réseau ferré de France, Sncf, Ratp, Oseo, Cades, Agence Française de Développement, Caisse des Dépôts et Consignations...) pourraient également être touchées.

Convictions

Notre conviction est que les injections massives de liquidités effectuées par la Banque centrale soutiennent les échéances courtes, France et Italie y compris. Concernant les maturités plus longues, la nécessité du refinancement des dettes arrivant à échéance va amener une certaine volatilité sur le marché secondaire en fonction du succès des adjudications. Ainsi, les maturités courtes/ intermédiaires offrent des rendements attractifs, les échéances longues restant délicates.

Pour les institutionnels français, la France, en tant que leur pays de résidence, présente une situation très particulière car il n'y a pas de risque de change en cas de sortie de l'euro. Or, c'est bien la crainte d'éclatement de la zone Euro qui est le risque principal sous-jacent à la crise financière actuelle. Il y a donc un intérêt pour un Français à profiter de l'élargissement entre les taux français et ceux des pays AAA pour se repositionner en vendant les titres des autres pays européens ou d'entreprises de rendement moindre.

En revanche, le risque de décorrélation entre les actifs, les passifs et les instruments de couverture est une problématique d'ampleur considérable qui va se renforcer encore avec les futures réglementations. Ainsi, la courbe swap, qui sert de référence pour l'actualisation des couvertures et des passifs, et la courbe des taux de son propre Etat tendent à diverger, rendant les couvertures de taux inefficaces. La nécessité de déconnecter les risques des banques et des institutionnels du risque souverain pousse à la création des Eurobonds. Le principe n'en est toutefois pas encore accepté.

La baisse de notation de la France rend plus complexe la mise en place d'outils de gestion du risque souverain comme le FESF dont la notation, maintenue pour l'instant, pourrait également être impactée. L'implication de la Banque centrale européenne va être plus nécessaire que jamais.

*Source Bloomberg, hors déficit

Les conséquences sur notre gestion

Cette dégradation de la France ne change pas notre perception sur les opportunités sur maturités courtes mais souligne qu'il faut rester prudent dans ce contexte. Nous avons cessé d'investir dans les Bons du Trésor français (BTF). Nous allons y revenir. D'un point de vue du rapport risque/rendement obligataire, nous restons actuellement neutres sur la France.

Pour ce qui concerne la gestion actions, nous restons dans la continuité de notre stratégie en favorisant la diversification internationale, dans un souci de gestion des risques.

Les nouvelles notations de la zone Euro

	Moody's	Fitch	Ancienne notation Standard & Poor's	Nouvelle notation Standard & Poor's	Surveillance Standard & Poor's
Allemagne	Aaa	AAA	AAA	AAA	Stable
Autriche	Aaa	AAA	AAA	AA+	Négative
Belgique	Aa3	AA+	AA	AA	Négative
Chypre	Baa3	BBB	BBB	BB+	Négative
Espagne	A1	AA-	AA-	A	Négative
Estonie	A1	A+	AA-	AA-	Négative
Finlande	Aaa	AAA	AAA	AAA	Négative
France	Aaa	AAA	AAA	AA+	Négative
Grèce	Ca	CCC	CC	CC	Négative
Irlande	Ba1	BBB+	BBB+	BBB+	Négative
Italie	A2	A+	A	BBB+	Négative
Luxembourg	Aaa	AAA	AAA	AAA	Négative
Malte	A2	A+	A	A-	Négative
Pays-Bas	Aaa	AAA	AAA	AAA	Négative
Portugal	Ba2	BB+	BBB-	BB	Négative
Slovaquie	A1	A+	A+	A	Stable
Slovénie	A1	AA-	AA-	A+	Négative