SwissLife
Asset Management

Première analyse des décisions de dégradation prises par Standard & Poor's

Neuf Etats membres de l'UEM dégradés

Cette dégradation est justifiée selon l'agence S&P par l'insuffisance des réponses apportées pour résoudre de façon définitive les tensions systémiques en zone euro. Le processus de réforme basé sur l'austérité budgétaire seul serait autodestructeur, estime-t-elle, et ralentirait encore davantage la dynamique de croissance. Ce processus ne règlerait pas par ailleurs les questions de déséquilibres extérieurs croissants et de divergences de compétitivité entre pays de la zone euro qu'il serait pourtant nécessaire d'aborder.

Pays	Dégradation	Ancienne notation et perspective	Nouvelle notation et perspective
Allemagne	Non	AAA/negative	AAA/stable
Finlande	Non	AAA/negative	AAA/negative
Luxembourg	Non	AAA/negative	AAA/negative
Pays-Bas	Non	AAA/negative	AAA/negative
France	Oui	AAA/negative	AA+/negative
Autriche	Oui	AAA/negative	AA+/negative
Belgique	Non	AA/negative	AA/negative
Estonie	Non	AA-/negative	AA-/negative
Slovénie	Oui	AA-/negative	A+/negative
Slovaquie	Oui	A+/negative	A/stable
Espagne	Oui	AA-/negative	A/negative
Malte	Oui	A/negative	A-/negative
Irlande	Non	BBB+/negative	BBB+/negative
Italie	Oui	A/negative	BBB+/negative
Chypre	Oui	BBB/negative	BB+/negative
Portugal	Oui	BBB-/negative	BB/negative
Grèce	*	CC/negative	CC/negative

* La Grèce ne fait pas partie des dernières révisions

Réaction des marchés

Des rumeurs sur la décision de S & P avaient déjà circulé dès vendredi matin, déclenchant une réponse immédiate mais modeste des marchés. Les primes de risque se sont élargies pour une large gamme d'émetteurs de la zone euro, mais sans atteindre des niveaux de panique. Le rendement des emprunts d'Etat allemands à 5 ans a glissé à un niveau record, mais celui des emprunts à 10 ans n'a que très peu varié. Le rendement des obligations d'Etat françaises à 10 ans a progressé de quatre points de base, mais il est resté bien en dessous du niveau qu'il avait touché en Novembre 2011. Les emprunts émis par la France se traitaient par ailleurs déjà à des niveaux de spread sans rapport avec la notation AAA depuis un certain temps.

Le marché actions a perdu un peu de terrain vendredi en réaction à ces mouvements de dégradation, mais a commencé à récupérer une partie de ses pertes dès lundi matin. L'euro a plongé contre toutes les principales devises, et a atteint un record de faiblesse contre le yen.

Conséquences à moyen terme pour les marchés financiers

Avec la perte par la France et l'Autriche de leur AAA, la dégradation du FESF a été acté par Standard & Poor's. Cela est et restera le principal souci pour les investisseurs. Point positif, la France et l'Autriche ne semblent pas menacées de dégradation par les autres agences, Fitch et Moody's. Pourtant, le mimétisme des agences de notation est tel que les marchés risquent de rester nerveux et volatiles. Par ailleurs, les fonds destinés à soutenir l'Irlande et le Portugal n'ont pas été pleinement utilisés et sont suffisants pour venir en aide à la Grèce. Début Juillet, l'ESM va succéder au FESF et ce nouveau mécanisme est moins sensible aux changements de rating que le Fonds, car il repose davantage sur ses fonds propres que sur les garanties qu'il pourrait recevoir. La demande pour les obligations du FESF par les investisseurs non européens étant déjà plutôt anémique, nous ne considérons pas les derniers développements constituent un changement fondamental. Pourtant, beaucoup dépendra de la réaction politique des gouvernements car les marchés peuvent craindre d'autres abaissements de notes souveraines. Certaines banques, particulièrement françaises et italiennes, pourraient aussi être prochainement dégradées, mais ce risque est lui aussi largement anticipé.

Potentielles conséquences politiques et réponse de la BCE

D'un point de vue politique et structurel, nous considérons ces dégradations comme un accélérateur des réformes dont toute la région a besoin. Même si les taux auxquels les gouvernements se financent restaient à leur niveau actuel, ces dégradations mettent la pression sur la France et les autres pays pour qu'ils adoptent la règle d'or qui vise à ancrer l'équilibre budgétaire dans leurs constitutions respectives. S'engager à mieux contrôler les déficits comme les marchés le demandent, devrait ouvrir la voie à une sorte d'union fiscale.

© Swiss Life Asset Management AG

En matière de politique intérieure, la perte du statut AAA est un coup dur pour Nicolas Sarkozy, qui est déjà derrière François Hollande dans les derniers sondages d'opinion. Les tensions pourraient augmenter à l'approche des élections, et laisser les investisseurs en alerte.
La BCE, pourrait également se féliciter de voir adopter des règles plus strictes de politique budgétaire dans toute la région, après avoir critiqué le manque de contenu des accords conclus lors du sommet de Décembre. Mais la dégradation de l'Italie à la frontière de la catégorie spéculative pourrait obliger la BCE à acheter davantage de papiers italiens étant donné la taille énorme du marché des obligations italiennes, et le désintérêt croissant que lui portent les investisseurs.

Implications macroéconomiques

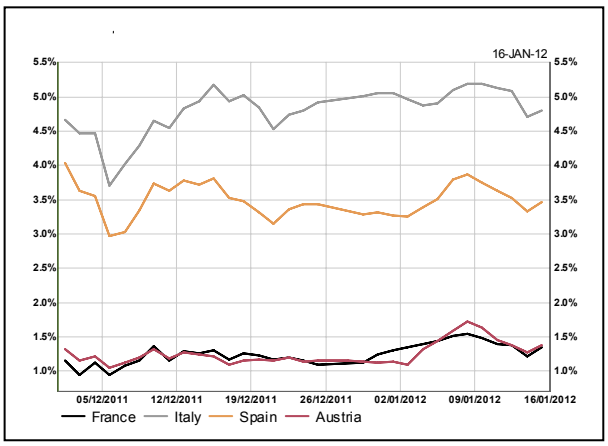
L'austérité signifie une période prolongée de faible croissance. Une période prolongée de faible croissance signifie moins de rentrées fiscales et potentiellement plus de dépenses publiques. Elle peut conduire à un cercle vicieux. Cette dynamique de croissance modérée (pas seulement en Europe évidemment) était l'une de nos principales convictions depuis le déclenchement de la crise de la dette, et elle se traduira par un relâchement des pressions inflationnistes. Les taux d'inflation pourraient certes être temporairement affectés par l'augmentation des taxes ou des prix administrés, mais la faculté des entreprises à augmenter leur prix restera limitée alors que les revendications salariales seront modérées en raison de la situation sur le marché du travail. Comme souligné précédemment, les derniers développements sont positifs dans une perspective à plus long terme car ils forceront les gouvernements à compléter leur politique d'austérité fiscale par de profondes réformes structurelles de nature à améliorer la compétitivité des pays de l'Union. Enfin, il convient également de noter que la dégradation de la note des Etats-Unis de l'été dernier a marqué le point bas de la dynamique de croissance américaine qui n'a cessé de s'améliorer depuis.

Impact sur notre gestion

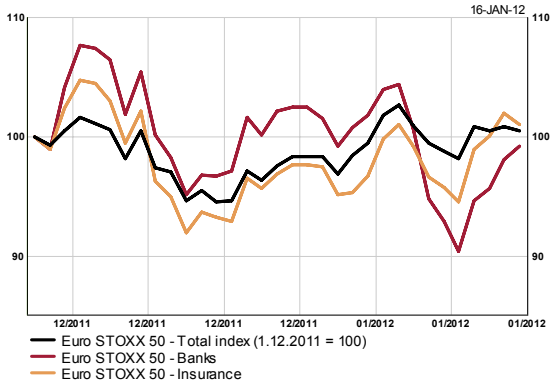
Pour conclure, ajoutons que la décision de S&P n'a pas vraiment eu d'impact sur nos portefeuilles, car nous l'avions largement anticipée en réduisant de façon drastique notre exposition aux dettes souveraines européennes depuis de nombreux mois.

Graphiques d'illustration

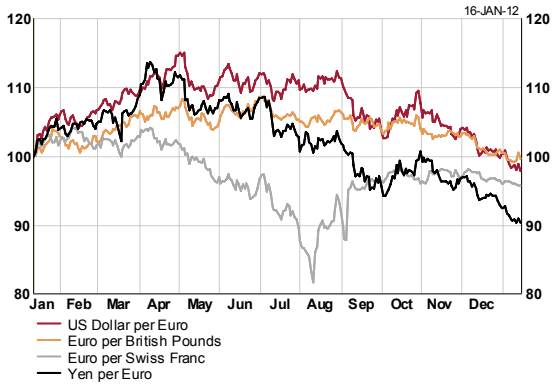
Taux 10 ans France versus Allemagne



Une réaction très limitée des marchés actions



Evolution des taux de change base 100 au 1.11.2011



© Swiss Life Asset Management AG