

OBLIGATIONS

Le crépuscule des débiteurs souverains européens ne surviendra pas demain



René Sieber

Directeur et associé, Dynagest



François Christen

Responsable de l'analyse macroéconomique, Dynagest

Dans le contexte de la crise de l'euro, les emprunts gouvernementaux de pays en difficulté peuvent être rentables grâce aux primes de risque qu'ils comportent.

La crise de la dette européenne s'apparente à un long drame dont le premier acte s'est joué en 2010. Le spectacle en cours tient plus de la *Tétralogie* de Wagner, avec son «Or du Rhin» et ses héros germaniques, que de la *Tosca* de Puccini et son dénouement tragique et brutal.

Le prologue, qui présente les causes de la «malédiction», s'est déroulé au début des années 90 quand Helmut Kohl et François Mitterrand, dirigeants européens, ont jeté les bases d'une union monétaire bancaire, censée accélérer l'intégration européenne. Vingt ans plus tard, le chantier européen s'est enlisé et la nouvelle génération de dirigeants

européens incarnée par Angela Merkel et Nicolas Sarkozy se retrouve avec un héritage encombrant sur les bras: des dettes, qu'il est tentant de répudier.

La crise de 2008 a révélé les nombreuses failles du système financier occidental, dont les comptes publics sont lourdement grevés. Dans cet environnement tourmenté, la perte de souveraineté monétaire constitue un grave handicap. Confrontés à des problèmes budgétaires et économiques alarmants, le Royaume-Uni, les Etats-Unis et le Japon bénéficient amplement de leur autonomie monétaire. La zone euro traverse en revanche une crise profonde et sans issue rapide, même si certains commentateurs prônent une thérapie de choc passant par une restructuration des dettes publiques des pays en difficulté. L'Allemagne, en particulier, n'a pas caché sa tentation d'imposer des pertes aux créanciers obligataires, lesquels seraient outrageusement protégés au détriment des contribuables.

Primes de risque rédhitoires

Par calcul, ou par maladresse, plusieurs ballons-sondes ont été lancés pour mieux cerner la capacité des investisseurs à accepter un défaut de paiement de la part d'un pays de la zone euro. En mai 2010, les marchés financiers ont adressé une réponse cinglante aux autorités politiques et monétaires: la Grèce présente un caractère systémique. Une défaillance hellénique aurait privé d'accès au marché des capitaux l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et l'Italie. Par effet de contagion, la déflagration n'aurait pas épargné les autres pays de la zone euro, dont les finances publiques sont loin d'inspirer une totale confiance, et porté un coup fatal au système bancaire européen. Ainsi, le défaut n'est pas une option réaliste.

Dans l'urgence, plusieurs mesures temporaires ont permis de contenir la crise, sans en éradi-



quer les causes fondamentales. La BCE a mis de l'eau dans son vin, sans toutefois se montrer aussi complaisante que la Fed ou la Banque du Japon. Avec l'accord de l'Allemagne et le soutien de la communauté internationale, représentée par le FMI, un mécanisme de soutien chiffré à 750 milliards d'euros a été mis en place pour trois ans. Le principal bénéfice de ces mesures réside dans un gain de temps permettant aux pays en difficulté d'entreprendre des programmes d'austérité budgétaire et d'espérer retrouver la confiance des investisseurs.

Sachant que le délai imparti aux pays en difficulté est trop court, les dirigeants européens ont amendé le Traité de Lisbonne afin de créer un «mécanisme européen de stabilité» permanent qui prendra effet en 2013. Les règles du jeu seront alors modifiées, plaçant les investisseurs privés face à des risques accrus. Les emprunts gouvernementaux émis sous ce nouveau régime devraient intégrer une clause optionnelle susceptible d'imposer des pertes à leurs détenteurs si le pays émetteur devait recourir au mécanisme de soutien. Ce plan, qui vise principalement à protéger les intérêts allemands en im-

posant une stricte discipline de marché aux pays les moins vertueux, se heurte à un scepticisme légitime. Comment imaginer en effet qu'un investisseur qui refuse aujourd'hui de prêter des fonds au Portugal et à l'Espagne sera disposé dès 2013 à acquiescer des emprunts «subordonnés» de ces mêmes pays sans leur imposer des primes de risque rédhitoires?

L'Allemagne aussi inquiétée

Dans ce contexte agité, élaborer une stratégie de placement obligataire optimale tient de la gageure. En retenant l'hypothèse qu'une restructuration des dettes des pays en difficulté est inéluctable, on minimisera les pertes en évitant toute exposition aux titres émis par la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne, voire l'Italie et la Belgique. Il est en revanche moins aisé de maximiser les profits; certains prônent une forte exposition aux emprunts germaniques, aptes à bénéficier d'un éloignement des perspectives de solidarité fiscale. Toutefois, une cascade de défauts des pays les plus fragiles de la zone euro présente un risque pour tous les emprunteurs souverains, y compris l'Allemagne

dont la dette publique avoisine 75% du PIB et dont le secteur bancaire subirait des pertes importantes.

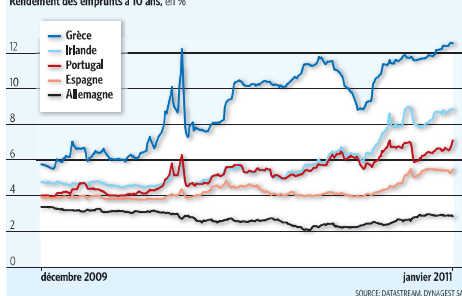
Si l'on écarte l'hypothèse d'une restructuration rapide au profit d'un long processus d'assainissement budgétaire dans le cadre du mécanisme de stabilité institué au printemps 2010, il est profitable de détenir des emprunts de pays aujourd'hui en difficulté. L'investisseur maximisera les gains en allant capter des primes de risque substantielles, désormais supérieures à celles dégagées par la plupart des emprunts industriels ou émergents. En revanche, ce scénario plaide pour une sous-pondération des obligations allemandes qui devraient pâtir d'une extension de la solidarité budgétaire, effective ou implicite (par le biais de garanties). Les autres souverains présentant un rating AAA (Pays-Bas, France, Finlande, Autriche, l'Union européenne) seront vraisemblablement moins affectés.

A défaut de conviction, nous nous bornerons à caractériser les probabilités associées à ces deux scénarios. A court terme, soit à l'horizon 2011-2012, la probabilité d'assister à une restructuration de la dette d'un Etat de la zone euro est minime; les engagements pris en 2010 ne seront certainement pas remis en question. Au-delà de 2013, les risques de restructuration demeurent faibles, mais ils se cumuleront et ne seront guère amoindris par le mécanisme de stabilité élaboré à l'automne passé.

Ultime épisode d'un drame aux dimensions wagnériennes, le «crépuscule des débiteurs souverains» n'est vraisemblablement pas pour demain. Dans le doute, les investisseurs diversifieront les sources de risque parmi les émetteurs gouvernementaux de la zone euro. A cette fin, les emprunts de l'Union européenne constituent un véhicule de placement qui mérite d'être pris en considération.

Le marché des capitaux souverains en euro dans la tourmente

Rendement des emprunts à 10 ans, en %



Quand le tabou du risque des emprunts d'Etat américains sera levé



Daniel Varela

Responsable de la gestion institutionnelle, Banque Piguet & Cie

Le rachat de bons du Trésor par la Fed garantit leur stabilité. Mais qu'en sera-t-il par la suite?

Il y a deux ans, en pleine crise des «swaps», alors que le système financier vacillait sous le poids d'engagements bancaires douteux, les emprunts souverains profitaient d'énormes afflux d'argent à la recherche de la sécurité ultime offerte par les obligations de pays développés. Le monde pouvait s'effondrer, ces emprunts continuaient à être perçus comme dépourvus de risque. La faillite d'un pays développé, inimaginable à l'époque, figure désormais au premier rang des inquiétudes des investisseurs obligataires.

Dans les faits, le marché des «swaps» de crédit – qui permet aux investisseurs de se couvrir contre un risque de défaut – montre qu'il n'existe déjà plus beaucoup de pays développés considérés comme dépourvus de risque. Les nations qui conservent la confiance des marchés ont généralement été peu affectées par la crise de 2008, à l'exemple de la

Suisse, des pays scandinaves, de l'Australie et du Canada. Les problèmes de la périphérie de la zone euro ont par contre largement contaminé l'ensemble des pays de l'Union européenne. Y compris ceux dont les finances sont les plus solides, les marchés s'attendant à une solidarité des pays du noyau dur envers la périphérie. Tous sans exception affichent des primes de risque supérieures à celles observées avant la crise de 2008, la plupart atteignant même actuellement des niveaux historiquement élevés à l'image de la France.

L'Amérique bénéficie encore de l'indulgence des marchés

Pour l'instant, les marchés et les agences de rating semblent accorder le bénéfice du doute aux Etats-Unis, pays qui était pourtant à l'épicentre de la dernière crise. Sa prime de risque reste parmi les plus basses au monde, malgré un endettement élevé. Les efforts

budgétaires consentis pour assurer la relance économique depuis deux ans ont creusé les déficits. Et l'endettement au niveau de l'Etat fédéral a pris l'ascenseur passant de 65% du produit intérieur brut (PIB) en 2007 à 94% actuellement. Et ce en ne tenant pas compte de la dette des agences de refinancement hypothécaire bénéficiant d'une garantie implicite de l'Etat.

Cette relative indulgence des marchés est en partie justifiée par le fait que le dollar reste la principale monnaie de réserve et que de nombreuses banques centrales continuent de financer l'Amérique par le biais du réinvestissement de leurs réserves de change.

Elle s'explique également par la flexibilité de la politique monétaire de ce pays, de même que la nature proactive de sa banque centrale. Celle-ci n'hésite pas actuellement à recourir à des méthodes non conventionnelles pour maintenir les taux à un niveau

plancher afin d'assurer le redressement économique. A court et moyen terme, les achats directs de bons du Trésor – la «quantitative easing» – par la Réserve fédérale devraient garantir une stabilité de la prime de risque américaine.

Le péril des retraites

Cette situation n'est toutefois pas garantie sur le long terme. Malgré une démographie plus favorable que dans de nombreux pays développés, l'Amérique sera dans les prochaines décennies également confrontée à une forte augmentation des dépenses de santé et de retraite d'une population vieillissante. Certaines projections inquiétantes du gouvernement pointent un niveau d'endettement qui pourrait s'envoler jusqu'à 180% du PIB dans les vingt prochaines années, ce qui implique des notations de crédit nettement inférieures au sacro-saint «AAA» dont le pays bénéficie ac-

tuellement. D'ici là, le marché des capitaux pourrait bien, au travers d'une remontée des rendements à long terme, forcer les autorités à s'attaquer à ces déficits structurels. A l'instar de ce qu'on observe en Europe, cette tâche s'annonce compliquée en l'absence d'un retour durable de la croissance.

Changement de perception du risque des Etats

Les événements de l'année 2010 ont donc probablement changé la perception à long terme des investisseurs à l'égard du risque souverain. Dans un contexte de changements démographiques inexorables, aucun Etat endetté ne semble à l'abri d'une plus grande méfiance des investisseurs. A plus forte raison si les prochaines années donnent lieu à des restructurations ou réévaluations des dettes d'Etats considérés sans risque qu'il n'y a pas si longtemps.