

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : 100 milliards Euro pour restaurer la confiance

14 juin 2012



Focus : premier pas décisif qui pourrait convaincre d'un vrai changement

Points clés:

- Une solution attendue pour le secteur bancaire espagnol
- 100 milliards devraient suffire
- Les doutes subsistent sur la méthode
- Un tournant dans l'évolution des spreads

Le prêt de 100 milliards à l'Espagne laisse entrevoir les prémices d'une nouvelle politique commune au sein de l'union plus orientée vers une union bancaire et fiscale.

100 milliards pour sauver le secteur bancaire espagnol

La situation économique en Espagne s'est encore dégradée en mai, la plupart des indicateurs pointaient vers une accélération de la récession et une poursuite de la baisse des prix de l'immobilier. Dans ce contexte, la nationalisation de Bankia (19 milliards d'euro) renforçait aussi les craintes des investisseurs et des déposants espagnols d'un scénario à la grecque pouvant affecter l'Espagne. Cette crise de confiance a largement perturbé les déposants espagnols qui ont procédé à des retraits et des transferts de dépôts massifs à l'extérieur de l'Espagne, dans des banques européennes jugées plus sûres. Après la dégradation de la note de l'Espagne à BBB et des pressions croissantes des marchés et de l'Europe, le gouvernement espagnol a finalement officialisé sa demande d'aide à l'Europe et obtenu un soutien de 100 milliards de l'union. **Cette aide a été octroyée sans autre contrepartie et sans contrainte spécifique en matière d'austérité budgétaire.** Cette hémorragie de capitaux d'épargne devait être arrêtée et la garantie de 100 milliards devrait être en mesure de freiner cette tendance.

En mentionnant l'urgence d'une recapitalisation des banques espagnoles et en obtenant l'aide des fonds européens, le ministre du budget M. Montoro a finalement permis d'amorcer une

solution attendue avec impatience par les marchés financiers.

100 milliards à des taux préférentiels

Les prêts consentis aux banques devraient par ailleurs être octroyés à des taux sensiblement plus bas que ceux accessibles au gouvernement espagnol dans les marchés financiers. On peut estimer que le coût de financement serait plus proche de 3.5% que du taux actuel de 6.5% sur la dette espagnole à 10 ans.

100 milliards suffisants en regard de l'ampleur des problèmes espagnols

Au cours des derniers trimestres, les annonces de plan de sauvetage ou mesures exceptionnelles de sauvegarde ont souvent été des demi-mesures prises dans l'urgence sans une réflexion et une stratégie globale. Elles ont donc souvent été d'abord accueillies positivement dans l'attente des détails opérationnels, puis ont finalement déçu par l'insuffisance des moyens mis en œuvre pour traiter les problèmes identifiés ou par la remise en question possible de ces mesures par référendum dans le cas grec. En sera-t-il de même pour cette mesure ?

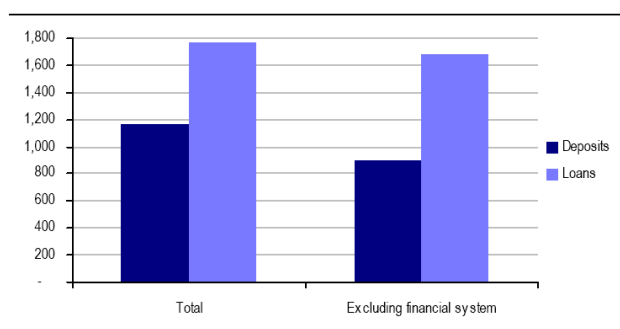
Il nous semble que le montant de 100 milliards est cette fois ci cohérent et devrait satisfaire les milieux financiers et écarter le spectre d'une insolvabilité des banques espagnoles.

Une analyse récente du FMI indiquait des besoins de financement et de recapitalisation du secteur bancaire espagnol à hauteur de 40 milliards d'euro. D'autres estimations avancent un chiffre de 80 milliards d'euro.

La décision prise par les responsables politiques de la zone euro semble donc suffisante pour couvrir les besoins du secteur. Mais une nouvelle vision plus précise de la situation devrait être fournie le 21 juin par deux sociétés d'audit indépendantes.

Par ailleurs, les plus importantes banques du pays devraient aussi être en mesure, grâce à cette intervention, d'obtenir un financement additionnel en cas de besoin par l'émission de capital à l'attention du secteur privé au prix d'une dilution probable toutefois. Des doutes subsistent tout de même en raison de la dépendance supérieure des banques espagnoles au secteur immobilier et au financement très important par l'épargne et les dépôts des particuliers. Le montant des dépôts est ainsi largement inférieur aux prêts consentis.

Total des prêts et dépôts (Espagne)



Source: BdE

100 milliards : méthode et doutes

Le communiqué de presse du samedi 9 juin laisse aussi planer le doute sur la forme qui sera finalement choisie pour concrétiser cette décision de principe. Il reste en particulier à déterminer qui sera l'organisation prêteuse entre l'ESM (European Stability Mechanism) ou l'EFSF (European Financial Stability Facility).

Un prêt de l'ESM impliquerait un statut de créancier privilégié et une séniorité supérieure à un prêt consenti par l'EFSF.

Les doutes subsistent également quant à la question de savoir si ces prêts auront une garantie inférieure ou supérieure à la dette espagnole existante, puisque les prêts seraient consentis au FROB (fonds de restructuration bancaire espagnol) et non pas au gouvernement espagnol. Cela dit, le prêt accordé au FROB devrait être consolidé dans la dette totale du gouvernement, mais le service de la dette à un taux préférentiel (certainement plus proche de 3.5%) et son remboursement seront bien évidemment de la responsabilité des banques.

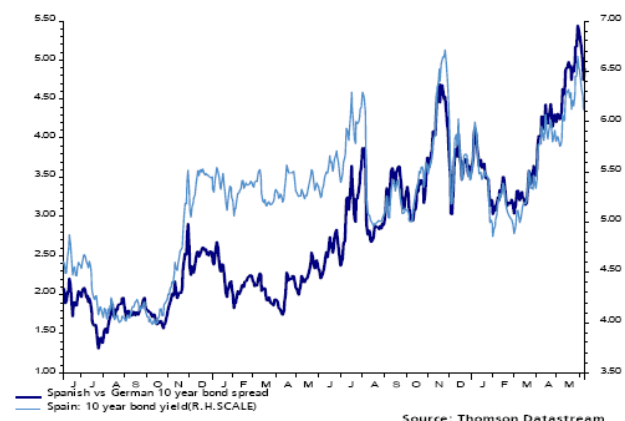
100 milliards : réactions des marchés

Les marchés du crédit avaient débuté la journée de lundi sur un fort resserrement des spreads avant de terminer sur une note finale négative.

Les marchés obligataires semblent avoir considéré que ces prêts allaient être effectués par l'ESM, comme le souhaite M. Schäuble et dès lors s'additionner à la dette gouvernementale existante en subordonnant cette dernière en raison du caractère préférentiel du créancier.

Les conditions de marchés s'étaient tout de même améliorées ces derniers jours. Les obligations du gouvernement espagnol émises jeudi sur des maturités courtes avaient bénéficié d'un certain attrait des investisseurs et avaient été sursouscrites.

Taux d'intérêt 10ans gouvernement espagnol et spread vs taux allemands



Source: Thomson Datastream

Peu d'effets véritables ont été observés sur les marchés actions après une ouverture en forte hausse (+5%), le marché espagnol a finalement clôturé sur une légère baisse (-0.54%) avant de progresser dans le calme de plus de +1% par jour pendant la semaine.

La hausse de 6000 à 6700 points de l'indice espagnol (+10.5%) observée depuis le 1^{er} juin est loin de faire oublier la chute de -46% des valeurs ibériques enregistrées entre le mois de février 2011 et le point bas de ces dernières semaines. **Elle marque cependant peut-être le point de renversement de tendance sur les actions espagnoles.**

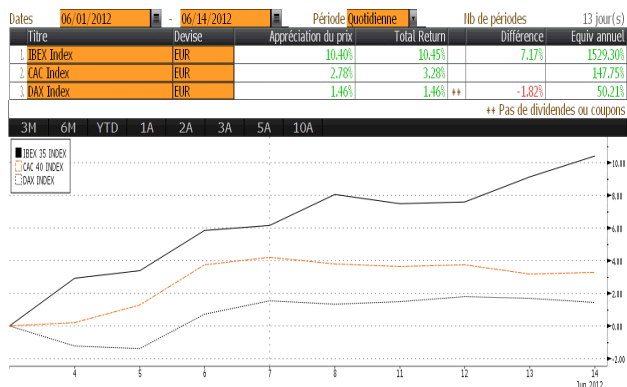
IBEX – actions espagnoles (2011-2012)



Source : Bloomberg

Mais si le prêt de 100 milliards est loin de constituer une solution miracle et définitive elle permet néanmoins de diminuer les pressions sur le secteur bancaire et offre de meilleures perspectives aux actions espagnoles.

Performances des indices européens (1^{er} -14 juin)



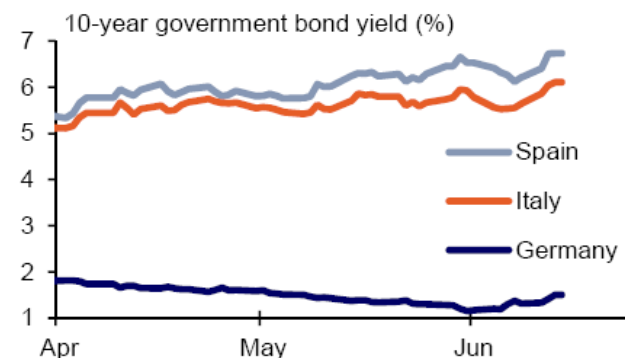
Source : Bloomberg

Les prêts consentis par l'Europe aux banques espagnoles pour restructurer leur bilan devraient finalement tout de même réduire les pressions sur la dette gouvernementale espagnole et offrir des perspectives de réduction du coût de financement. Le refinancement et la recapitalisation des banques sont désormais assurés sans intervention directe sur la dette gouvernementale.

Après quelques semaines de remontée des taux d'intérêt généralisée, cette intervention pourrait constituer un tournant dans l'évolution des spreads entre les obligations de pays périphériques et les obligations allemandes.

On pourrait dès lors également s'attendre à une convergence des coûts de financement des banques périphériques et des banques plus solides.

Taux à 10 ans gouvernements européens

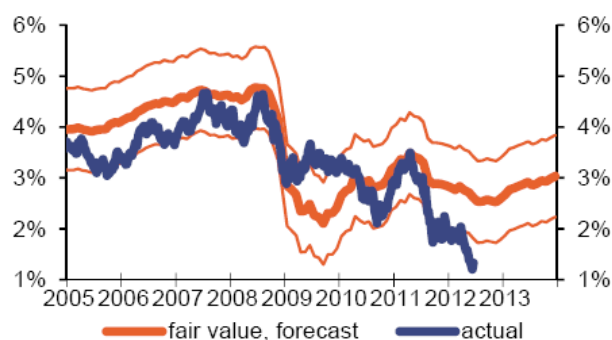


Source: Datastream, Julius Baer

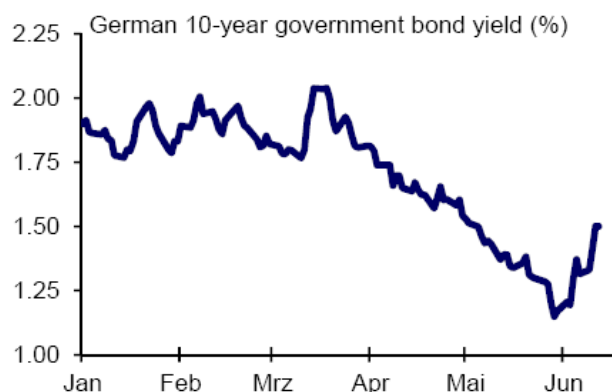
Il est intéressant dans ce contexte d'observer l'écart existant entre la valeur théorique des taux longs allemands calculée par la banque Julius Baer et son niveau actuel réel.

Cet indice sera sans doute un des indicateurs les plus fiables pour estimer le changement de perception des investisseurs quant à l'efficacité à long terme des mesures prises par l'Europe pour régler ses problèmes de dette.

Estimation de la valeur théorique rendement 10ans obligations gouvernement allemand



Source: Datastream, Julius Baer



Source: Datastream, Julius Baer

100 milliards pour convaincre

Il reste que pour empêcher l'évasion de capitaux en dehors du système financier espagnol, un système de garantie des dépôts à l'échelon européen semble nécessaire.

Ce point a été évoqué par le président de la commission européenne M. Barroso dans sa proposition pour une union bancaire européenne comprenant aussi la suggestion de création d'un fonds européen destiné à la recapitalisation des banques, sans effet sur les comptes et la dette des gouvernements individuels.

100 milliards pour rien avant le vote grec

Les nouvelles votations grecques du week-end constituent pour l'instant une incertitude suffisante pour freiner les ardeurs des investisseurs. Dans quelques jours, les jeux seront faits et les anticipations se porteront sur les annonces possibles du prochain sommet des dirigeants européens, puis celui des chefs d'Etat (Allemagne, France, Italie et Espagne) avant de terminer le mois avec un nouveau sommet européen.

L'incertitude restera donc largement présente dans les prochaines semaines. Toutefois, de plus en plus de voix de leaders politiques européens se font entendre pour adopter des mesures plus significatives permettant de lever les incertitudes sur le financement de la dette européenne.

100 milliards pour voir la lumière au bout du tunnel européen

Parmi les aspects positifs de ce programme et malgré les incertitudes qui subsistent sur la nature de l'organisme prêteur, il faut relever que pour une foi il ne s'agit pas de demi-mesures imprécises et insuffisantes. Dans ce cas, son application pratique est simple et rapide à mettre en œuvre.

Il nous semble aujourd'hui que cette décision marque peut-être un tournant dans la compréhension du problème et dans la manière dont les autorités européennes ont finalement décidé de traiter la question de la dette européenne.

Il s'agit cette fois d'une décision conjointe et décisive dans la mesure où elle apporte une solution suffisante à court/moyen terme, mais également parce qu'elle ouvre la voie à d'autres réformes plus structurelles, attendues par les investisseurs.

Le plan de sauvetage de 100 milliards peut être considéré comme une nouvelle forme de QE à l'européenne qui implique l'ensemble des pays de l'union.

Si le financement est effectué par l'ESM, ce sera un premier pas vers des Eurobonds puisque les pays de l'union sont solidaires dans l'ESM.

Si l'ESM obtient un financement de la Banque Centrale Européenne, alors le mode opératoire s'apparentera encore plus à un QE européen.

La décision communiquée par la BCE cette semaine de maintenir les taux d'intérêt actuels inchangés et l'absence d'annonce de nouveau LTRO tout en rappelant qu'elle était prête à agir en cas de besoin laisse imaginer une action plus décisive après les réunions prévues par les membres de l'union les 28 et 29 juin.

100 milliards de messages politiques forts en faveur de l'Espagne pour une Europe plus unie ?

L'union européenne a envoyé un message de soutien extrêmement fort à l'Espagne en lui donnant les moyens de rétablir son secteur bancaire. Mais elle n'a pas réussi à enthousiasmer les marchés financiers. Elle a montré un renforcement de ses intentions et de son engagement, mais il lui restera à faire la preuve de sa détermination.

Trop de déceptions ont fini par lasser les investisseurs, ils ont désormais besoin de preuves tangibles venant confirmer un changement de politique durable.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch