



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Le sommet de l'espoir pour l'Europe ?

27 juin 2012

Focus : la reconstruction de la confiance passe par des engagements sérieux

Points clés:

- Les marchés financiers ont perdu confiance
- Attentes élevées mais y croit-on vraiment ?
- Feuille de route pour une intégration plus forte
- Définition d'une union bancaire
- L'Allemagne sera responsable d'un échec
- La surprise viendra peut-être des Eurobills

Un succès propulsera les marchés actions à la hausse et provoquera un resserrement des spreads de crédit.

Paroles, Paroles, Paroles

Au cours des dernières semaines, les déclarations d'intentions et les appels à trouver des solutions durables et sérieuses à la crise de la dette européenne se sont multipliés en Europe et à l'étranger. Les pressions politiques se sont intensifiées et les demandes de solidarité et de flexibilité se sont adressées à l'Allemagne toujours considérée à la fois comme le frein principal à l'adoption des mesures indispensables, mais aussi comme le maillon fort, second prêteur de dernier recours après la BCE, et déterminante dans la mise en œuvre de toutes solutions viables à cette crise.

Les tensions entre l'Allemagne et le reste de l'Europe s'exacerbent donc à mesure que grandit l'impatience de ses partenaires et des marchés financiers.

Car les semaines et les mois passent sans que les positions défendues par les tenants de l'orthodoxie budgétaire et les pays souhaitant privilégier avant tout une relance de la croissance ne puissent converger. Le dernier sommet du G20 n'a pas apporté de solution à la crise européenne mais il aura au moins permis de réaffirmer les intentions des dirigeants européens de mettre en œuvre toutes les solutions possibles et nécessaires pour assurer l'intégrité de

l'Union Monétaire Européenne et améliorer le fonctionnement du système financier.

Les marchés financiers se sont déjà lassés depuis plusieurs mois de ces atermoiements incessants et des belles déclarations, ils ont clairement perdu confiance dans la classe politique et ont de plus en plus de peine à se laisser convaincre de l'efficacité des quelques rares mesures annoncées, même lorsque celles-ci semblent démontrer un changement de politique ou une inflexion de l'intransigeance allemande.

Les actions européennes, qui avaient depuis l'été 2011 repris un peu de couleurs ont à nouveau replongé depuis le mois de mars 2012. Le marché espagnol s'est naturellement encore enfoncé plus profondément (-31%) tandis que les actions allemandes (-14%) et françaises (-18%) subissaient des dégagements moins sanglants. La faible reprise récente des cours laisse supposer que les investisseurs ne s'attendent désormais pas vraiment à des annonces concrètes suffisantes pour restaurer la confiance et résoudre la crise en cours.

Evolution des marchés actions 2011-2012 (Allemagne-France-Espagne)

Dates	06/29/2011	06/27/2012	Période	Quotidienne	No de périodes	364 jour(s)
Titre	Devise	Appréciation du prix	Total Return	Différence	Equiv annuel	
1 CAC Index	EUR	-21.94%	-18.29%	12.88%		-18.34%
2 IBEX Index	EUR	-34.27%	-31.17%			-31.24%
3 DAX Index	EUR	-14.60%	-14.60%	16.57%	**	-14.64%

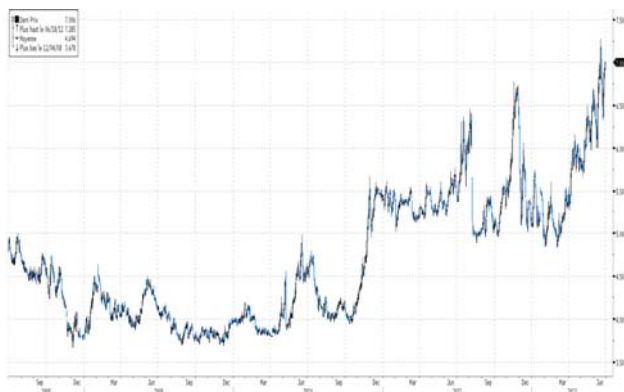
** Pas de dividendes ou coupons



Source : Bloomberg

Du côté obligataire, on observe la même méfiance, à l'image des taux du gouvernement espagnol qui se traitent à nouveau au plus haut de l'année après avoir réagi positivement quelques heures à l'annonce du sauvetage des banques espagnoles. La baisse de 7.2% à 6.4% des taux à 10 ans n'aura duré que quatre jours avant de remonter à 7% aujourd'hui.

Taux du gouvernement espagnol à 10 ans



Source : Bloomberg

Les réactions des marchés au sauvetage des banques espagnoles par l'injection de 100 milliards d'euro il y a deux semaines et aux déclarations du dernier mini-sommet des dirigeants des quatre plus grandes économies de la zone euro qui s'est tenu à Rome témoignent donc de cette méfiance. Les réactions des investisseurs ont en effet été très modérées c'est le moins que l'on puisse dire. Ils se sont en tout cas bien gardés de tout optimisme dans l'attente du sommet de cette semaine qui devra déboucher sur des décisions plus concrètes et plus sérieuses pour vraiment calmer les esprits et redonner confiance aux investisseurs. L'Europe semble ainsi toujours prendre trop de temps pour évaluer ses problèmes et décider d'agir.

Enjeux du sommet du 28-29 juin

Le premier enjeu de ce sommet sera donc de démontrer que la gravité de la situation a été clairement évaluée et que les solutions exigées par cette crise, aussi douloureuses qu'elles puissent paraître, ne doivent plus être débattues mais réellement approuvées et appliquées dans un délai rapide.

Les solutions sont connues, mais elles impliquent un fédéralisme accru et une perte partielle d'autonomie des états de l'union. Elles auront aussi comme conséquence pour l'Allemagne une augmentation de sa solidarité dans le financement des déficits.

De tels changements ne sont clairement pas faciles à accepter sur le plan politique.

Une feuille de route ambitieuse pour tenter de mettre l'Europe sur la voie d'une plus forte intégration

Les attentes semblent en tout cas élevées et les marchés financiers retiennent leur souffle sans trop oser espérer un dénouement positif tant leur déception est grande à l'égard du monde politique.

Peut-on dès lors espérer une nouvelle attitude plus responsable et engagée des dirigeants de l'Europe lors de ce sommet ?

Le président de la Commission européenne M. José Manuel Barroso semblait en tout cas avoir conscience que l'Europe vivait sa plus grave crise politique depuis le début de la construction européenne.

Le président de l'Union Européenne M. Herman Van Rompuy présentera lors de ce sommet un agenda de discussions plutôt sérieux et des propositions encore controversées pour certaines d'entre-elles. Etablies de concert avec la Banque Centrale Européenne, l'Eurogroupe et la Commission européenne, elles se heurteront toutefois aux intérêts spécifiques des Etats. Ces négociations vont porter essentiellement sur les propositions évoquées depuis plusieurs semaines d'une plus grande intégration économique, d'un contrôle plus étroit des budgets nationaux et d'une union bancaire ; en d'autres termes vers une plus forte intégration économique, monétaire et fiscale.

Au menu des propositions, la définition d'une union bancaire de l'ensemble des pays de l'union qui reposerait notamment sur les points suivants :

1. Supervision renforcée des banques nationales par la Banque Centrale Européenne et par un régulateur européen du secteur bancaire
2. Etablissement d'une garantie des dépôts des épargnants à l'échelon européen
3. Définition d'un mécanisme de résolution des crises
4. Utilisation du Mécanisme européen de stabilité (MES) comme outil de résolution des crises permettant le sauvetage et la recapitalisation des banques
5. Renforcement à long terme du système de contrôle de dérapage des budgets nationaux en

attribuant de nouvelles prérogatives aux organes de contrôle européens

Les autorités politiques allemandes ont déjà largement réagi à certaines propositions en montrant plutôt un certain agacement notamment en ce qui concerne la création d'Eurobonds. Le ministre allemand adjoint aux affaires étrangères M. Michael Link renforçait encore cette semaine la vision allemande privilégiant une orthodoxie budgétaire et une réduction des déficits plutôt qu'une mutualisation des dettes au sein de l'Union. Lors de ses dernières interventions, la chancelière allemande relevait encore qu'avant d'être généreux il fallait être rigoureux.

La partie est donc loin d'être gagnée pour l'Europe dont la plupart des dirigeants tenteront d'infléchir la position adoptée par l'Allemagne, qui ne veut clairement pas en tout cas d'une mutualisation totale des dettes étatiques par la création d'Eurobonds.

Cette dernière a tout de même fait quelques concessions à François Hollande lors du mini-sommet de Rome du 22 juin en acceptant la concrétisation d'un plan de relance budgétaire de 130 milliards d'euro. Une concession toutefois peu convaincante si on en juge par l'étalement dans le temps des mesures décidées. L'effet immédiat sera naturellement limité et insuffisant puisque l'utilisation des fonds structurels de l'union européenne et le renforcement de la capacité de financement de la banque européenne d'investissement ne devrait pas permettre d'ajouter plus de 1% de PIB dilué sur plusieurs années. Mais ces mesures montrent déjà la direction des compromis possibles, même si certaines d'entre-elles reposent pour l'essentiel sur les mécanismes et concepts déjà entérinés sur le fonds. L'introduction d'une taxe sur les transactions financières pour renforcer le revenus de l'Europe doit par ailleurs obtenir l'aval de neuf pays au moins pour entrer en vigueur.

La pression est donc aujourd'hui de plus en plus forte sur l'Allemagne qui devra prendre la responsabilité d'un échec du sommet et subir le mécontentement de la quasi-totalité des institutions européennes et autres gouvernements.

L'Europe ne peut pourtant pas se permettre un échec à l'issue de ce sommet. Si celui-ci doit théoriquement durer deux jours, certaines voix se font déjà entendre pour suggérer qu'il devrait durer aussi longtemps qu'un accord crédible soit trouvé entre les partenaires. Le sommet du 28-29 juin pourrait ainsi

devoir se prolonger sur le week-end pour permettre l'annonce d'une vraie solution durable à la crise européenne.

Les attentes sont donc élevées, mais le pessimisme règne tout de même dans les marchés financiers.

La surprise sera peut-être la création d'Eurobills

Les annonces possibles se concentreront donc sans doute sur les détails de la création d'une agence de supervision européenne du secteur bancaire et sur un agenda des étapes nécessaires à la formation d'une Union économique et monétaire plus solide.

Les états membres et en particulier ceux en difficultés pourraient aussi être soulagés par un réajustement du calendrier de consolidation budgétaire et de réduction des déficits plus échelonné dans le temps. Un report d'une ou deux années dans l'objectif de réduction du ratio déficit/PIB.

Le sujet de la mutualisation de la dette semble aujourd'hui le plus épineux tant les positions des uns et des autres ont été décrites comme irréconciliables. Si la création d'euro-bonds paraît donc clairement difficilement réalisable dans un horizon temps raisonnable, la chancelière allemande ayant déclaré devant les députés du Parti libéral-démocrate que de son vivant les euro-bonds ne verraient pas le jour, l'émergence d'une solution technique allant dans la direction d'une mutualisation de la dette moins totale pourrait tout de même être imaginée.

Le parlement européen semblait favorable à l'étude d'une proposition qui avait déjà été présentée par le Conseil allemand des experts économiques en novembre 2011 et qui favoriserait l'utilisation d'Eurobills. **Une idée qui a le mérite de recevoir les suffrages de la BCE et qui serait compatible avec la législation allemande.**

Attentisme de la BCE

Alors que la FED annonçait le renouvellement de ses opérations « Twist » au-delà de la fin juin, pour poursuivre sa stratégie d'aplatissement de la courbe de taux et de pression sur les taux d'intérêt à long terme, la Banque Centrale Européenne restait encore en-dehors du marché secondaire. Son programme d'achat d'obligations publiques n'a ainsi pas été activé depuis plus de trois mois.

Elle indiquait lors de sa dernière réunion du 6 juin qu'elle laissait inchangé le taux d'intérêt des

opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt à respectivement 1%, 1.75% et 0.25%.

Par cette absence d'action concrète de soutien, la BCE montre qu'elle attend des responsables politiques européens plus d'engagement et de détermination dans l'application de mesures durables stabilisant l'Union Monétaire Européenne et le système financier avant d'apporter une nouvelle contribution à la résolution de la crise. Nous en saurons certainement un peu plus sur sa volonté d'action lors de la prochaine séance du 5 juillet.

Si tout se passe bien la dette allemande va donc souffrir

L'Agence financière en charge de la gestion de la dette allemande a récemment annoncé que le refinancement du troisième trimestre serait sans doute plus important que prévu et dépassera la barre des 70 milliards d'euro. Les engagements déjà pris par l'Allemagne pour soutenir les états membres en difficulté augmentent son besoin de financement propre, creusent son déficit budgétaire (révision à 32 milliards d'euro) et commencent à affecter ses taux de financement qui montent depuis quelques semaines en même temps que ceux des taux espagnols et italiens.

Taux du gouvernement allemand à 10 ans



Source : Bloomberg

Ce phénomène est nouveau. Même si pour l'instant il n'y a pas de remise en question de la qualité de la dette allemande, les pressions politiques pour voir l'Allemagne s'engager vers une plus forte intégration et une mutualisation des engagements et dettes des états européens a nécessairement comme corollaire la hausse de la contribution allemande au financement de la dette européenne.

De fait, une décision commune des états membres de l'Union européenne de cheminer vers une plus forte intégration monétaire et fiscale conduira à faire apparaître de nouvelles craintes sur la capacité de l'Allemagne à supporter les conséquences du sauvetage des pays en difficulté.

Ainsi, le sommet européen des 28-29 juin pourrait tout de même déboucher sur une annonce d'un plan de croissance et une feuille de route précisant les modalités d'intégration de l'Union monétaire et d'une forme de fédéralisme accru permettant de réduire les tensions en cours dans la zone euro.

Si tel devait être le cas, un resserrement des spreads de taux d'intérêt entre la dette allemande et les dettes périphériques pourrait se produire.

Mais les marchés actions devraient aussi montrer des signes de soulagement et pourraient enclencher une phase de reprise de quelques mois.

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