

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

28 août 2012– N° 559

Zone euro : une rentrée agitée ?

Alors que la position cyclique de l'économie européenne (mondiale) et les incertitudes politiques pesant sur la rentrée (jugement de la cour de Karlsruhe, élections américaines...) ne semblaient guère s'y prêter, la période estivale qui vient de s'achever aura finalement été bien plus calme que l'an dernier. Relativement peu sollicités au cours des deux derniers mois, les marchés se sont en effet plutôt bien comportés lors des adjudications a priori les plus risquées, la perspective d'une BCE plus interventionniste provoquant une sensible reconvergence des rendements.

Nous revenons dans ce papier sur les principaux développements observés depuis le début de l'année ainsi que sur les perspectives macroéconomiques et budgétaires de court terme afin de savoir si le calme actuel sur les marchés se comprend ou s'il préfigure, comme il est parfois annoncé, un nouvel accès de fièvre sur les marchés.

Nous pensons que les trois mois à venir seront plutôt agités, mais qu'une nouvelle débâcle financière devrait être évitée: certes les objectifs de déficits vont être difficiles à tenir, les attermolements autour de l'ESM, de l'Union bancaire et les divergences sur le rôle de la BCE perdurer, le tout mâtiné d'élections et, peut-être, de nouvelles dégradations des ratings souverains. Dans un tel contexte, la normalisation observée depuis fin juillet devrait s'arrêter, avec une réouverture des spreads, du bear flattening sur les non core, une décorrélation du core et une surperformance des papiers allemands contre swap mais dans une proportion limitée, les marchés ayant intégré que le scénario du pire était sans doute écarté, la BCE étant désormais prête à agir.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Jean-Christophe Caffet

Alexandre Pietrzyk

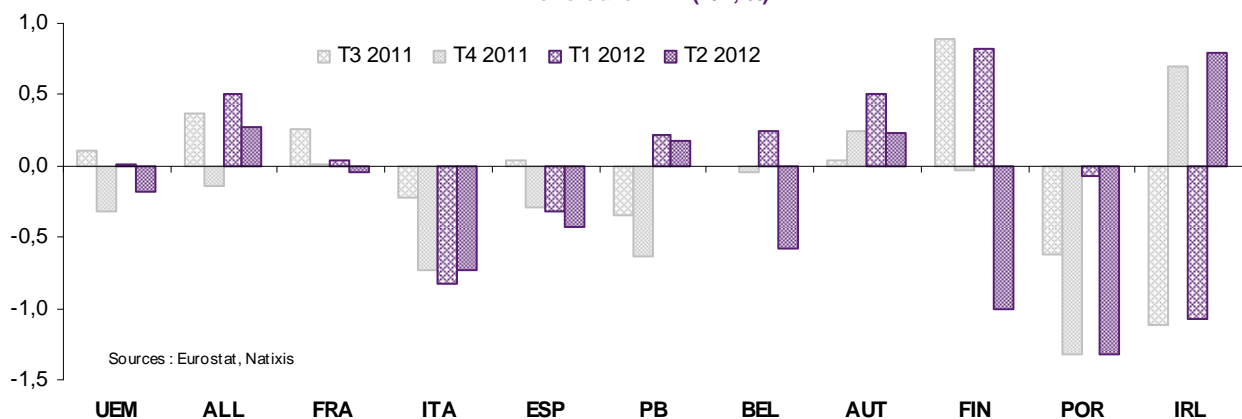
Cyril Regnat

Jean-François Robin

Une conjoncture européenne très mal orientée

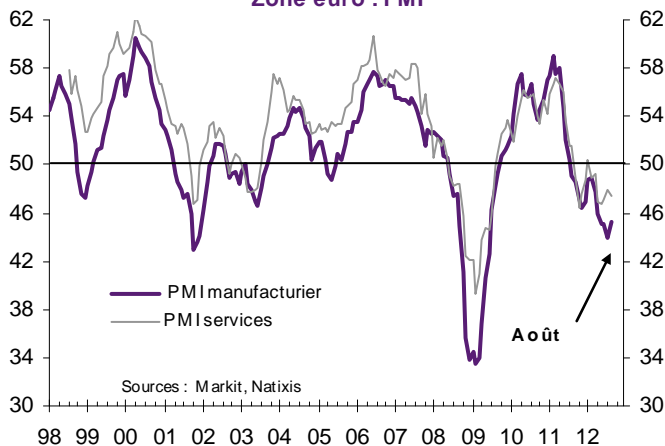
Les risques nés de la débâcle financière de l'été dernier se sont finalement concrétisés : si la zone euro échappe toujours, en termes purement techniques¹, à la récession, force est de constater qu'elle traverse depuis le T4 2011 une phase de contraction relativement prononcée de l'activité. Le répit observé au T1 2012 aura en effet été de courte durée, la croissance s'affichant de nouveau en territoire négatif au T2 (-0,2% T/T, -0,4% en GA). Spécifiquement européen, ce nouveau choc n'aura pas affecté les pays membres de l'Union de manière homogène, les économies italiennes et portugaises étant les plus fortement touchées (avec des baisses de PIB en volume de 2,3% et 2,7% respectivement sur la période) alors que l'Allemagne et l'Autriche ont vu leurs PIB continuer d'augmenter (+0,6% et +1,0% respectivement, **graphique 1**).

Graphique 1
Zone euro : PIB (T/T, %)



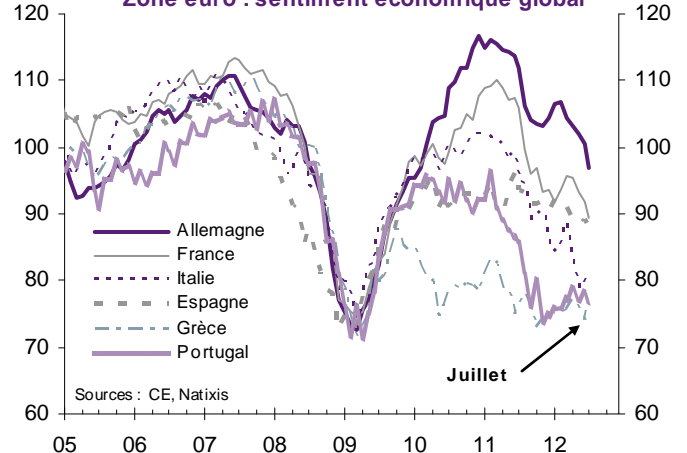
Les (rares) données d'ores et déjà disponibles pour le T3 n'incitent guère à l'optimisme : alors que les prix des matières premières (alimentaire et énergie notamment) atteignent des sommets et que le chômage continue d'augmenter, la consommation devrait continuer de reculer au cours des prochains mois, tandis que l'investissement des entreprises, dans un contexte de nettes surcapacités au regard des perspectives de débouchés (intérieurs et étrangers²), devrait également se contracter. En fin de compte³, et comme le suggèrent les enquêtes de confiance et indicateurs avancés publiés ces dernières semaines, l'activité devrait de nouveau se contracter pendant l'été (-0,3% T/T selon nous) avant de se stabiliser (dans le meilleur des cas) en toute fin d'année (**graphiques 2a et 2b**).

Graphique 2a
Zone euro : PMI



Graphique 2b

Zone euro : sentiment économique global



¹ Deux trimestres consécutifs de baisse du PIB sont nécessaires pour qualifier une période de récession.

² La demande étrangère adressée à la zone Euro devrait être significativement affectée par les perspectives de consolidation budgétaire américaine et le ralentissement émergent.

³ Pour davantage d'éléments explicatifs sur notre scénario de court terme, voir Special Report n° 2012-95 : La Zone Euro fait un pas vers la récession et la Note Mensuelle Zone Euro de septembre 2012 (à paraître).

Budgets : peu d'amélioration en vue cette année

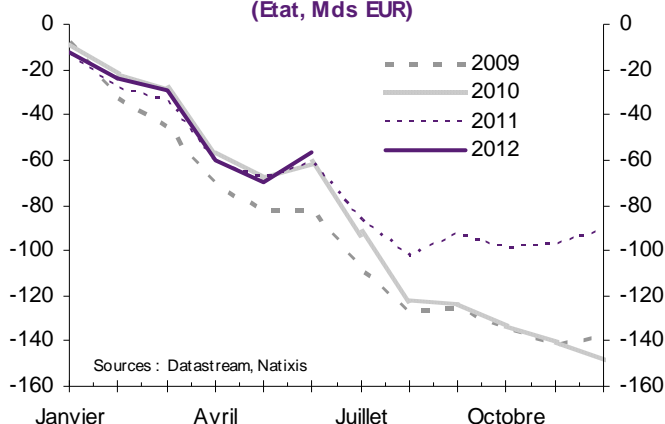
Dans ce contexte, l'évolution des comptes publics devrait fortement décevoir cette année. Peu de pays parviendront en effet à satisfaire leurs objectifs budgétaires (**tableau 1**), en particulier au « Sud » où la France fera figure d'exception grâce aux mesures correctrices prises par la nouvelle majorité lors du collectif budgétaire de juillet dernier (LFR 2012⁴). Vu la situation à la mi-année (**graphiques 3a/b/c/d/e**⁵) et compte tenu des trajectoires que devraient emprunter les grands agrégats budgétaires au cours d'un second semestre qui s'annonce nettement plus compliqué que le premier⁶, la montée en puissance des programmes déjà votés et/ou la mise en œuvre de nouvelles mesures de consolidation budgétaire⁷ ne permettront certainement pas d'atteindre les objectifs (que nous jugeons de toute manière inatteignables) assignés à la plupart des pays concernés. Au final, le dérapage budgétaire serait proche de 0,5 point de PIB dans l'ensemble de la zone Euro (1,4 point de PIB en Espagne et en Italie, 1,7 point en Grèce, **tableau 2**).

Tableau 1
Zone euro : Prévisions de déficits publics des gouvernements (% PIB)

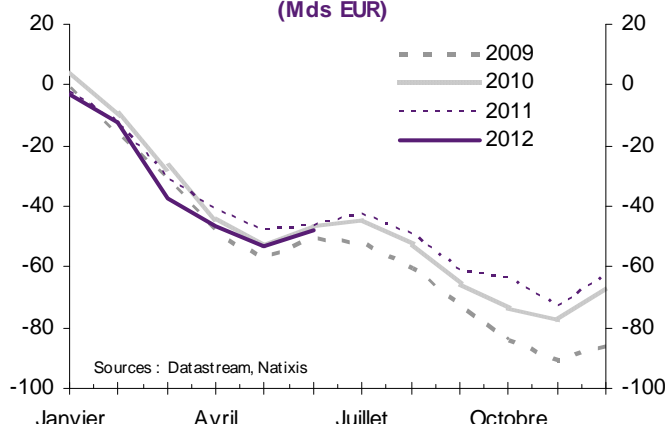
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Allemagne	-0,1	-3,2	-4,3	-1,0	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-
France	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0	-2,3	-1,6	-0,8	0,0
Espagne	-4,5	-11,2	-9,3	-8,9	-6,3	-4,5	-2,8	-1,9	-	-
Italie	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	-	-	-
Portugal	-3,6	-10,2	-9,8	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-	-
Grèce	-9,8	-15,6	-10,3	-9,1	-6,5	-4,9	-2,6	-1,1	-	-
Irlande*	-7,3	-11,7	-11,3	-9,2	-8,3	-7,5	-4,8	-2,8	-	-
Pays-Bas	0,5	-5,4	-5,2	-5,0	-4,2	-3,0	-	-	-	-
Autriche	-0,9	-4,1	-4,5	-2,6	-3,0	-2,2	-1,5	-0,7	-0,1	-
Belgique	-1,3	-5,8	-4,1	-3,7	-2,8	-2,2	-1,1	-	-	-
Luxembourg	3,0	-0,9	-1,7	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-	-	-
Finlande	4,3	-2,5	-2,5	-1,6	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-	-
Slovénie	-1,9	-6,1	-5,8	-5,7	-3,9	-2,9	-2,0	-	-	-
Chypre	0,9	-6,0	-7,1	-4,0	-2,6	-2,0	-1,6	-	-	-
Estonie	-2,9	-2,0	0,3	0,8	-2,1	0,1	0,5	1,0	-	-
Malte	-4,8	-3,8	-4,3	-2,8	-2,1	-1,6	-1,0	-	-	-
Zone euro	-2,1	-6,3	-5,9	-4,2	-3,1	-2,1	-1,3	-0,7	-	-

Sources : nationales, Natixis

Graphique 3a
France: déficit public cumulé (Etat, Mds EUR)



Graphique 3b
Italie: déficit public cumulé (Mds EUR)



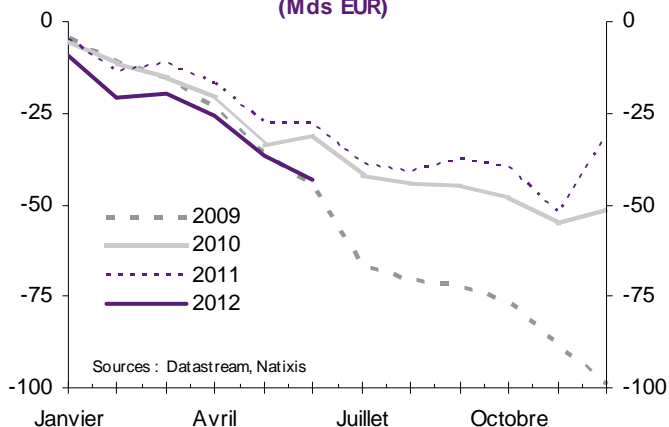
⁴ Voir Special Report n°2012-82 : France : l'austérité passe à gauche.

⁵ L'évolution apparemment très favorable depuis le début de l'été du solde public portugais est essentiellement lié à un revenu exceptionnel (reprise par l'Etat des fonds de retraites détenus par les banques) comptabilisé en juin. Hors éléments exceptionnels, l'évolution des dépenses publiques sur les sept premiers mois de l'année est en ligne avec l'évolution observée l'an dernier, les recettes fiscales s'affichant pour leur part en légère baisse par rapport au premier semestre 2011.

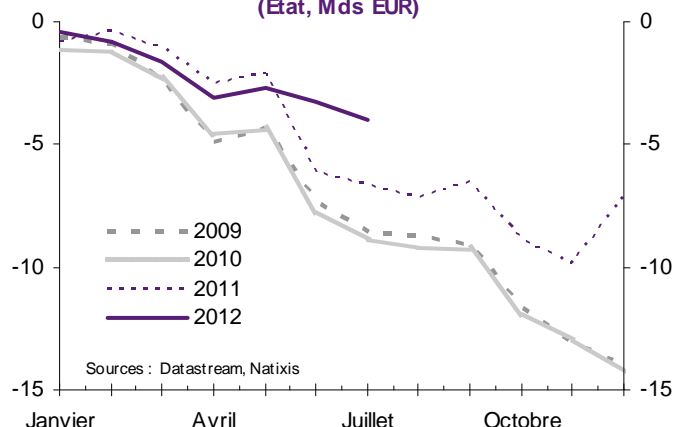
⁶ L'évolution des recettes fiscales suit en règle générale celle de l'activité avec un retard d'environ deux à trois trimestres

⁷ Economies en dépenses en Italie (à hauteur de 4,5 Mds EUR), hausse de la TVA en Espagne...

Graphique 3c
Espagne: déficit public cumulé
(Mds EUR)



Graphique 3d
Portugal: déficit public cumulé
(Etat, Mds EUR)



Graphique 3e
Grèce: déficit public cumulé
(Mds EUR)

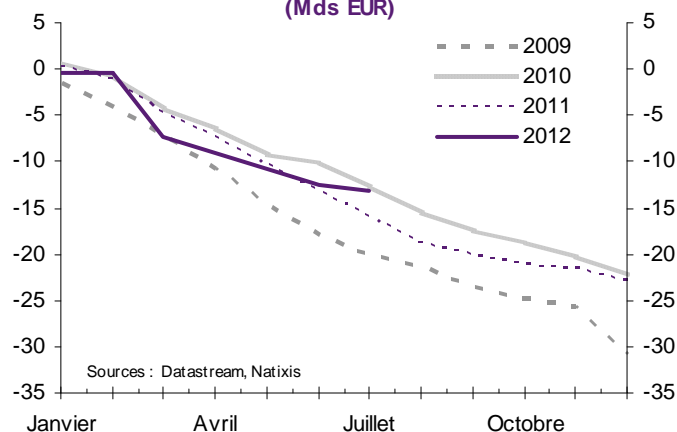


Tableau 2
Zone euro : prévisions de déficits publics (% PIB)

	2011	2012	2013
Allemagne	-1,0	-0,9	-0,5
France	-5,2	-4,5	-4,0
Italie	-3,9	-3,1	-2,5
Espagne	-8,9	-7,7	-7,0
Pays-Bas	-5,0	-4,5	-4,5
Belgique	-3,7	-2,9	-2,4
Autriche	-2,6	-2,8	-1,9
Grèce	-9,1	-8,2	-7,5
Finlande	-1,0	-0,8	-0,5
Portugal	-4,2	-5,0	-4,2
Irlande	-13,0	-8,7	-8,0
Luxembourg	-1,3	-1,2	-1,1
Slovénie	-5,3	-4,7	-4,1
Chypre	-5,7	-5,7	-5,7
Malte	-3,0	-3,3	-3,0
Slovaquie	-5,3	-5,0	-4,7
Estonie	-1,9	-2,7	-3,5
Zone Euro	-4,2	-3,6	-3,1

Source: Natixis

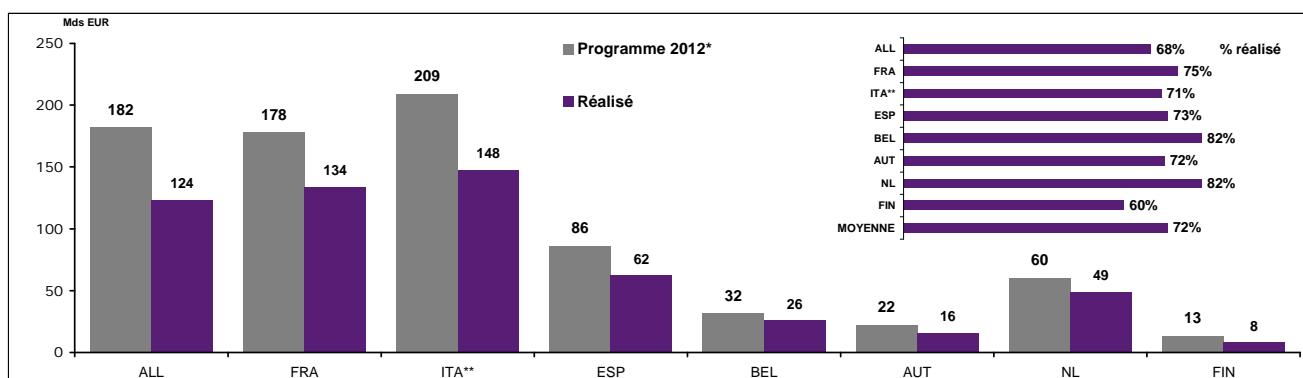
Emissions d'ici la fin d'année et perspectives 2013

La BCE, via ses deux VLTRO 3 ans, a grandement facilité la tâche des Trésors européens, notamment celle du Trésor espagnol qui a réalisé près de 73% de son programme de financement annuel. Le plus dur étant derrière eux, les Trésors européens devraient connaître une fin d'année un peu plus calme sur le primaire, surtout si l'EFSF ou l'ESM voire la BCE venait finalement donner un coup de main aux Etats les plus fragiles de la zone.

• Jusqu'ici tout va bien...

Près de €570Mds d'obligations souveraines ont été vendues depuis le début d'année, sur un total attendu de €780Mds. A l'échelle de la zone Euro, près de 73% des émissions ont donc été réalisées, un niveau légèrement supérieur à celui constaté l'année dernière à la même époque (70%).

UEM : programmes d'émissions à moyen et long terme : décomposition par pays



*anticipations Natixis

** y compris CCT, CTZ et BTP Italia

Ceci s'explique notamment par les **bonnes performances du quatuor France – Pays-Bas – Espagne – Belgique** dont les niveaux de réalisation dépassent parfois largement ceux que nous avons à l'exercice précédent. Au final, seule l'Italie garde un rythme semblable à celui de 2011 avec 71% de son programme réalisé... du moins sur l'obligataire puisque le trésor a accéléré ses émissions de T bills avec un montant net de €29,8Mds sur le marché des BOT au 1^{er} semestre, certainement dans le but de limiter quelque peu son recours au marché obligataire.

Tableau 3 : Part du programme de financement annuel réalisée à la fin août

	ALL	PBS	FIN	FRA	AUT	BEL	ITA	ESP
2012	68%	82%	60%	75%	72%	82%	71%	73%
2011	70%	73%	65%	71%	77%	74%	71%	62%

Source : Natixis, Trésors

En termes de coût de financement, les résultats affichés par les Trésors européens sont logiquement bien plus hétérogènes. D'un côté, les Trésors du cœur de la zone Euro ont emprunté à des taux historiquement bas sur les 8 premiers mois de l'année, notamment **l'Allemagne qui a abaissé son coût moyen à 0,95% contre un niveau de 1,85% en 2011**. De l'autre côté, nous trouvons l'Espagne et l'Italie qui affichent respectivement des taux moyens de 4,48% et 4,78%, ce dernier niveau étant même légèrement supérieur à celui constaté en 2011. La note aurait d'ailleurs pu être nettement plus salée pour les deux Trésors si ces derniers n'avaient pas **diminué de façon importante la maturité moyenne de leur programme d'émissions M/LT**. Proche de 7 années en 2011, cette dernière a été ramenée à près de 5 ans sur ce nouvel exercice, le but des deux Trésors étant bien évidemment de diminuer leur coût de financement moyen.

Tableau 4 : Caractéristiques des programmes de financement 2012 vs. 2011

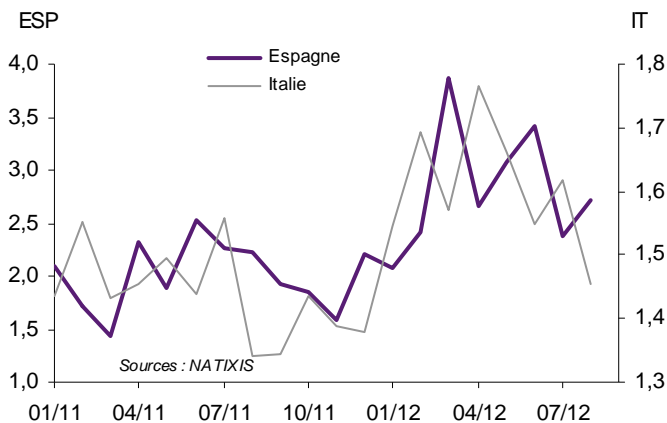
	ALL	PBS	FIN	FRA	AUT	BEL	ITA	ESP
Rdt moyen en 2011	0,95%	1,52%	1,99%	2,02%	2,83%	3,46%	4,78%	4,48%
Delta (pb)	-90	-87	-79	-63	-40	-45	26	-48
Bid-to-cover en 2011	1,69	-	-	2,34	1,43	1,53	1,60	2,57
	1,60	-	-	2,37	1,64	2,15	1,34	2,04
Maturité moy. en 2011	7,7	8,6	14,1	7,7	17,7	12,4	5,2	5,1
	6,3	7,9	9,3	8,7	11,9	13,2	6,9	7,4

Source : Natixis, Trésors

La dynamique observée sur la demande de BTP ou SPGB reste un point crucial. Extrêmement fort en début d'année grâce aux VLTRO de la BCE, **l'appétit des investisseurs sur le marché primaire s'est logiquement atténué depuis le mois d'avril**. Le ratio de couverture moyen de l'Espagne est ainsi passé de 3,87 en mars à 2,71 au mois d'août (2,37 en juillet), un niveau qui reste toujours supérieur à la moyenne constatée en 2011 (2). Concernant les opérations du trésor italien, la demande des investisseurs a elle aussi chuté dernièrement mais est restée nettement plus régulière depuis un an (comprise entre 1,35 et 1,76), revenant d'ailleurs sur sa moyenne 2011 (1,45).

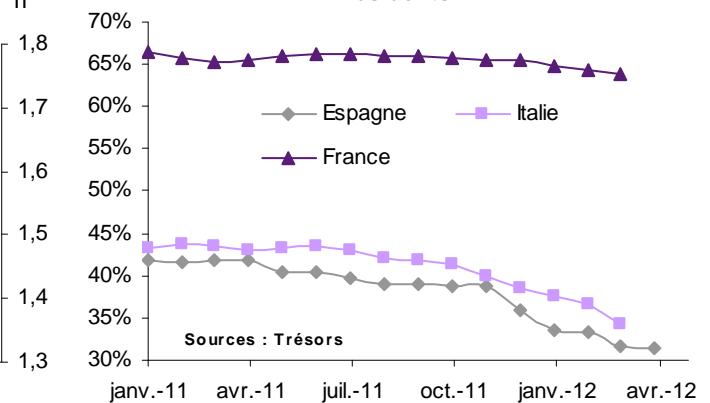
Graphique 4

Evolution des ratios de couverture moyens



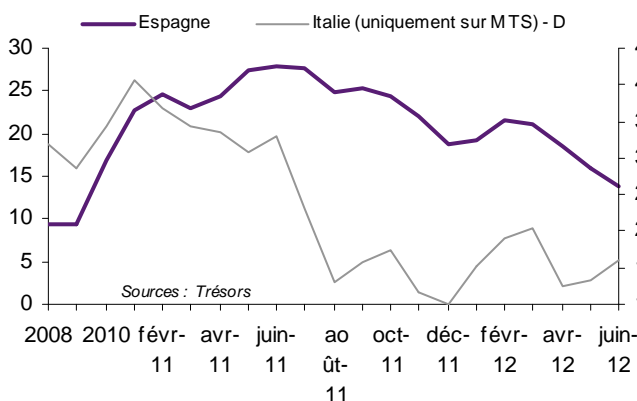
Graphique 5

Part de la dette souveraine détenue par les non-résidents



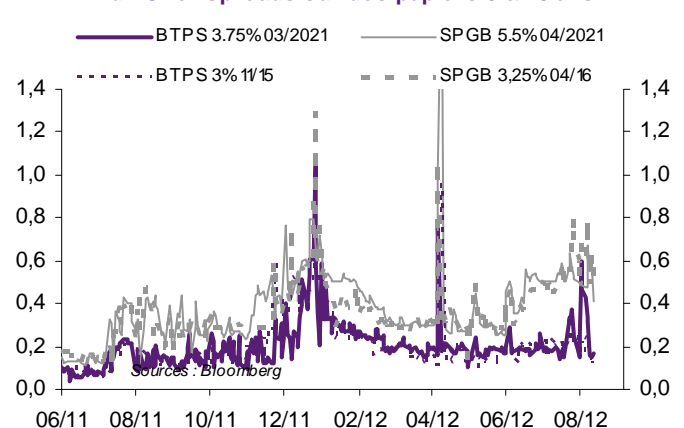
Graphique 6

Transactions (hors repo) - Volumes journaliers (Mds €)



Graphique 7

Bid - Offer spreads sur des papiers 5 & 10 ans



Au regard de la **baisse importante de la part de la dette détenue par les non-résidents**, on comprend que les investisseurs domestiques ont joué un rôle particulièrement important sur le marché primaire. En l'espace d'un an, ces derniers ont ainsi augmenté leur niveau de détention de 10%, à respectivement 68,7% en Espagne et 65,6% en Italie. Cet ajustement, bien que plus violent sur les dettes de la périphérie, concerne la majorité des pays européens (pour la France la baisse fut minime, de l'ordre de 1,6 point entre mars 2011 mars 2012).

En termes de liquidité, sans trop de surprise, l'augmentation des tensions sur les deux dettes a été accompagnée par **une diminution des volumes**, donc une augmentation de la volatilité. Le pire semble être derrière nous sur la dette italienne alors que l'ajustement se poursuit sur la dette ibérique. Le volume de transactions (*outright* donc hors repo), après un sursaut en février / mars, emprunte à nouveau une tendance résolument baissière côté espagnol. En l'espace d'une année, ce dernier a été divisé par deux et approche les €13,7Mds / jour, un niveau qui reste tout de même relativement élevé au regard de la moyenne historique du marché (9,5Mds sur la période 2000 – 2007).

Si les statistiques en termes de transactions réalisées semblent avantager l'Espagne, **l'évolution des spreads de bid – offer** apporte quant à elle un son de cloche bien différent. Alors qu'après chaque choc, les fourchettes se stabilisent assez rapidement sur le marché des BTP, les marges observées sur le marché espagnol restent à des niveaux supérieurs (de l'ordre de 50%), voire, sur la période récente, augmentent de façon assez importante (60 centimes sur un SPGB 10 ans contre 15 cents pour un BTP de même maturité). Sur ce point « liquidité », la dette italienne semble à la fois plus résiliente et moins risquée que la dette espagnole malgré un programme de financement conséquent sur le marché primaire.

- **Supply : un outlook assez favorable sur la fin d'année**

Pour cette fin d'année, nous attendons donc un **volume adjudgé/syndiqué légèrement supérieur à €10Mds** soit €25Mds en deçà du montant placé sur les 4 derniers mois de l'année dernière.

En termes absolus, **les plus gros émetteurs** seront sans surprise, **l'Allemagne, la France et l'Italie**. L'Espagne se retrouve quant à elle dans une situation intermédiaire avec un montant proche de €20Mds contre à peine plus de €10Mds pour les Pays-Bas.

Tableau 5 : Volumes d'émissions attendus d'ici la fin d'année

	ALL	PBS	FIN	FRA	AUT	BEL	ITA	ESP	Total
Montant brut	58	11	5	44	6	6	61	24	212
Montant net	4	11	-1	-10	4	-15	-39	-1	-58

Source : Natixis, Trésors

L'Italie, avec près de €60Mds de BTP, CCTeu et CTZ à émettre d'ici la fin d'année, sera le Trésor le plus actif. Son labeur sera toutefois facilité par les très fortes tombées attendues sur la fin d'année. €100Mds seront rendus au marché sur la seule dette italienne, plaçant ainsi le **Tesoro italien** dans une situation assez avantageuse avec **un volume d'émissions net négatif, proche de -40Mds**. La France et la Belgique seront dans des situations similaires (quoique moins favorables) grâce à des tombées assez conséquentes. Le mois le plus favorable pour le marché, en termes de flux, sera le mois d'octobre avec €102Mds de tombée dont €36Mds pour la France. Au total, le volume des tombées sera supérieur au volume émis de près de €50Mds ce qui facilitera le placement des papiers sur la fin d'année.

Tableau 6 : Tombées mensuelles (papiers + coupons, mds €)

	ALL	PBS	FIN	FRA	AUT	BEL	ITA	ESP	Total
septembre	19	0	7	13	1	14	18	0	73
octobre	18	-	-	36	1	-	20	24	102
novembre	-	-	-	-	0	0	18	-	18
décembre	17	0	-	6	-	7	32	-	62
Total 2012	54	0	7	54	2	21	100	24	271

Source : Natixis, Trésors

Les volumes moyens adjudgés à chaque intervention sur le primaire seront relativement faibles, notamment du côté du **Trésor espagnol** qui, avec 9 dates prévues, pourrait se permettre de lever seulement **€2,5Mds à chaque fois**. D'ici la fin d'année, il est par contre probable que l'AFT émette un montant moyen bien supérieur aux €6Mds attendus afin que ce dernier poursuive son programme de rachats de titres. Sur le premier semestre, l'AFT a ainsi racheté €12Mds de titres dont €9,5Mds de papiers arrivant à maturité en 2013.

Tableau 7 : Nb d'adjudications d'ici la fin d'année et montant moyen attendu (en Mds)

	ALL	PBS	FIN	FRA	AUT	BEL	ITA	ESP
Nombre	13	6	3	7	4	4	10	9
Montant moyen / adju.	4,5	1,8	1,7	6,3	1,6	1,4	6,1	2,6

Source : Natixis, Trésors

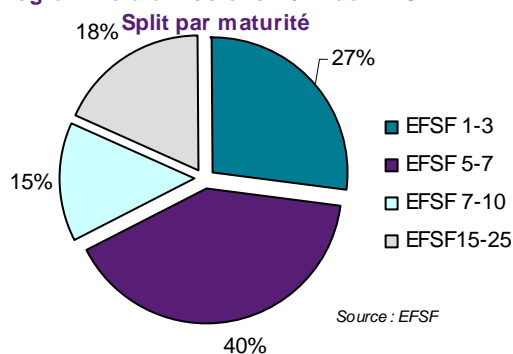
- Et pour l'EFSF ?

La Facilité a annoncé un programme de financement M/LT de €44,7Mds en début d'année et a réalisé 61,5% de ce dernier. **D'ici la fin d'année, l'EFSF devrait donc adjuger un peu plus de €17Mds** avant de ralentir légèrement son rythme d'émissions dès 2013 (un montant prévisionnel de €39,4Mds a été annoncé).

Tableau 8 : EFSF : Versements des tranches et programme de financement

	Q1	Q2	Q3	Q4	Total	
Versement des tranches	Irlande	1,75	2,8	0	1,3	5,85
	Portugal	2,75	5,2	3,4	1,6	12,95
	Grèce	5,9	8,5	5,9	5,6	25,9
	Total	10,4	16,5	9,3	8,5	44,7
Programme M/LT	Objectif	8,5	10,5	13,2	12,5	44,7
	Réalisé	8,5	10,5	8,5	-	27,5
	%	100,00%	100,00%	64,20%	-	61,5%

Source : EFSF, Natixis

Graphique 8
Programme d'émissions M/LT de l'EFSF :

Ce premier semestre a notamment été marqué par le **lancement de titres longs par la facilité, notamment l'EFSF 3,375% 2037**. L'Institution pourrait se montrer plus active sur ces segments compte tenu du niveau particulièrement bas des taux longs mais aussi au regard de l'extension de maturité des prêts accordés aux pays sous assistance, cette dernière étant passée de 7,5 ans à 15 ans minimum. En termes de maturité, le stock de titres EFSF affiche actuellement une durée de vie moyenne légèrement supérieure à 6 années (proche de 7,4 ans en retirant les papiers émis dans le cadre du PSI grec).

L'EFSF est aussi particulièrement active sur son programme de Bills avec un total émis de €25,2Mds au premier semestre. La Facilité devrait maintenir son volume d'émissions au-dessus de la barre des €10Mds / trimestre au T3 avant de ralentir ce dernier et de se contenter de couvrir ses tombées. Cette dernière a en effet indiqué sa volonté de maintenir son encours de Bons à €13Mds à partir de la fin d'année (vs. €21,2Mds actuellement) d'ici la fin 2014. Compte tenu des tombées importantes à partir du T3, **le flux net sur ce marché des bons EFSF sera par contre négatif** avant de passer à 0 dès l'année prochaine.

Tableau 9 : Programme de Bills

	Q1	Q2	Q3*	Q4*
Encours visé (fin de période)	14,4	21,8	16,5	13,0
Emissions / trimestre *	14,4	10,9	11,5	7,2
Tombées / trimestre	2,0	3,4	16,9	10,7
Flux net	12,4	7,4	-5,3	-3,5

* prévisions

Source : EFSF, Natixis

Les montants indiqués précédemment constituent toutefois un minimum pour l'EFSF sur cet exercice 2013. La décision de la BCE de conditionner la réouverture du SMP à une demande d'aide auprès de l'EFSF (ou de l'ESM si elle intervient tardivement) rend en effet probable une augmentation du programme de financement de la Facilité.

Dans le cas où l'EFSF se charge de soutenir un Etat européen, disons l'Espagne, via un Primary Market Program, l'Institution s'engagerait à soutenir ce dernier en achetant au maximum 50% des volumes émis par le Trésor sur le primaire (achats effectués au prix moyen de l'adjudication). En gardant cet exemple espagnol et en considérant les €20Mds à lever par le Tesoro d'ici la fin d'année, l'EFSF pourrait intervenir à hauteur de €10Mds sur le second semestre et à hauteur de €40Mds l'année prochaine si l'aide potentielle est étendue à 2013. Dans la mesure où **l'EFSF, via son PMP, ne s'engage pas à garder les titres à maturité, elle peut très bien décider de financer ses achats en émettant à la fois des obligations mais aussi des Bills.**

Une rentrée explosive pour l'obligataire ?

Au regard du calendrier qui nous attend sur ce mois de septembre, on ne pourra que se réjouir des perspectives favorables du marché primaire. Crucial sur le plan institutionnel avec la présentation du projet d'Union Bancaire européenne et l'activation de l'ESM, le mois de septembre sera probablement marqué par le retour de la BCE sur le devant de la scène.

Tableau 10 : Calendrier des principaux évènements du mois de septembre

Date	Pays/zone	Evènement
06-sept	Zone euro	Conseil des gouverneurs de la BCE et conférence de presse
11-sept	Zone euro	Proposition législative sur une union bancaire par la CE
12-sept	Pays-Bas	Elections parlementaires
	Portugal	Publication du 5ième rapport du FMI (tranche €4,1 Mds)
	Irlande	Publication du 7ième rapport du FMI (tranche €4,2 Mds)
	Allemagne	Décision de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe sur l'ESM
13-sept	Etats-Unis	Réunion du FOMC
15-sept	Zone euro	Eurogroup
20-sept	Zone euro	Conseil des gouverneurs et du Conseil général de la BCE
Fin sept.	France	Présentation du PLF 2013

Source : Natixis, Trésors

- **Vers une BCE de plus en plus accommodante**

Confrontée à un ralentissement un peu plus marqué de l'économie européenne et à une crise souveraine toujours persistante, la BCE devrait passer à l'action début septembre.

Comme l'a indiqué début août le gouverneur de la Banque d'Italie, Ignazio Visco, l'Institution pourrait tout d'abord assouplir davantage sa politique conventionnelle :

- en **baissant une nouvelle fois ses taux de 25pb, amenant ainsi le taux refi à 0,50%** ; le maintien du corridor et donc le passage à un taux de dépôt négatif est quant à lui hypothétique, la BCE n'étant pas prête à sauter le pas ;
- en **assouplissant ses critères d'éligibilité** des collatéraux ;
- en réintroduisant **des VLTRO (6M/18m ?)** pour venir renforcer la position de liquidité des banques européennes et préparer le passage de fin d'année.

On ne peut pas écarter non plus quelques annonces pour venir **contrer le resserrement des conditions d'octroi de crédit** et ainsi assurer un financement plus efficace de l'économie réelle. Si une redéfinition des termes des opérations de refinancement menées par la BCE est une option envisageable (certainement longue à mettre en place), l'Institution pourrait très bien s'inspirer du programme *Funding for Lending* lancé par la Banque d'Angleterre courant juillet pour inciter les banques à prêter davantage.

Ces décisions devraient conforter le biais baissier que nous avons actuellement sur les taux interbancaires avec notamment un **Euribor 3M qui pourrait converger d'ici la fin d'année vers 0,25%** sans pour autant envisager une situation comme celle du Danemark d'un dépôt négatif où le J/J traite entre 0% et -0,20% depuis début juillet (suite au passage du taux de dépôt de 0,05% à -0,20%).

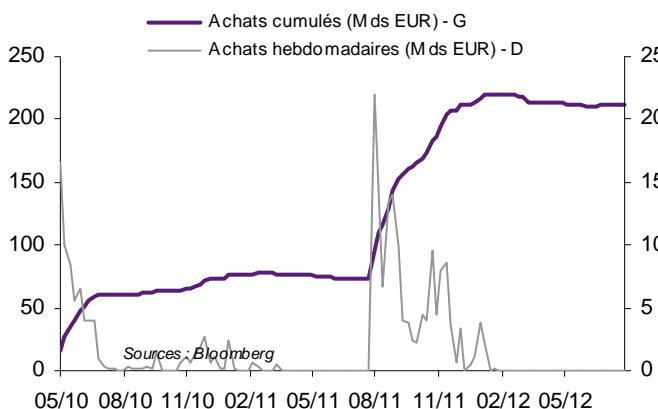
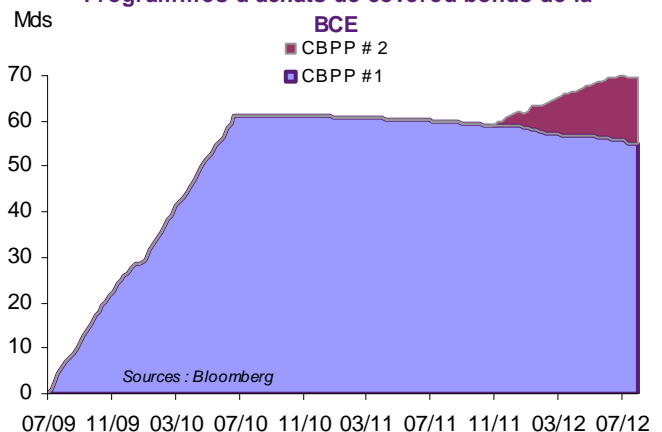
Tableau 11 : Taux directeurs / Eonia, Euribor & Libors

	déc.-11	15/08/2012	sept.-12	déc.-12	mars-13	juin-13	sept.-13	déc.-13
BCE	1,00	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3M Euribor	1,36	0,34	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,35
Forward			0,28	0,27	0,27	0,28	0,31	0,38
Eonia	0,63	0,11	0,05	0,05	0,05	0,05	0,10	0,15
Forward			0,07	0,03	0,04	0,04	0,06	0,09

Source : Natixis

Toutefois, c'est plus sur le **plan non-conventionnel** que la BCE est aujourd'hui attendue par les marchés. Si on ne peut exclure un élargissement de la gamme d'actifs achetés par la BCE, des programmes qui auraient sans aucun doute un intérêt certain (cf. Flash n°522, « *Que se passerait-il si la BCE achetait des crédits douteux aux banques ?* »), c'est sur la réouverture prochaine du Securities Markets Program que reposent les espoirs des opérateurs.

Elle devra toutefois compléter dans un premier temps la seconde tranche de €40Mds de son **programme de Covered Bonds** d'ici la fin octobre. Depuis la réouverture du CBPP (Covered Bond Purchase Program) en novembre dernier, la BCE n'a acheté que €14,7Mds soit une moyenne de €1,5Mds / mois. D'ici la fin octobre, l'Institution, si elle ne repousse pas la deadline de son programme, **devra acheter €25,3Mds soit un rythme d'achats 10 fois supérieur à celui adopté jusqu'à présent.**

Graphique 9
Securities Markets Program de la BCEGraphique 10
Programmes d'achats de covered bonds de la BCE

Concernant le **SMP2** et à la différence du précédent programme, la Banque a d'ores et déjà fait savoir qu'elle **achètera principalement des titres de maturité courte**. Ceci constitue un **virage important pour la BCE en terme stratégique**. Bien qu'elle n'ait pas dévoilé la nature exacte des achats effectués dans le cadre de son SMP (émetteur, maturité etc.), le faible volume de **tombées** sur le portefeuille détenu par l'Institution, **à peine €13Mds sur un total de €24,7Mds de titres achetés** en un peu moins de deux ans (entre mai 2010 et mars 2012), nous montre que la BCE était presque absente sur le segment 0 – 1 an et très peu active sur la zone 1 – 2 ans. La refonte du SMP pourrait même aller plus loin avec potentiellement un abandon du processus de stérilisation et une communication plus transparente concernant les montants qui seront achetés (stratégie plus risquée si les investisseurs considèrent ces montants comme insuffisants).

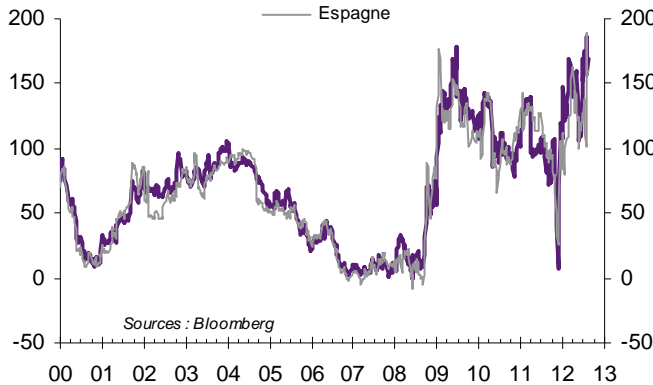
- **Les implications pour l'obligataire...**

La principale nouvelle, à savoir la mise en place probable d'un programme d'achats de titres espagnols courts, a d'ores et déjà été intégrée par les marchés via notamment un rally marqué sur toute la périphérie courte. Depuis la fin juillet, les rendements 2 ans italiens et espagnols ont perdu respectivement 200pb et 290pb pour revenir à respectivement 3,07% et 3,47%. Le discours de Mario Draghi n'ayant eu qu'un impact limité sur les maturités plus longues (non concernées par les achats), ceci a débouché sur une **repentification massive des courbes périphériques** avec des segments 2 ans – 5 ans italiens et espagnols qui ont touché des plus hauts historiques (proches de 200pb) avant de se réaplatis légèrement.

Graphique 11

Pentes 2 ans - 5 ans des courbes souveraines

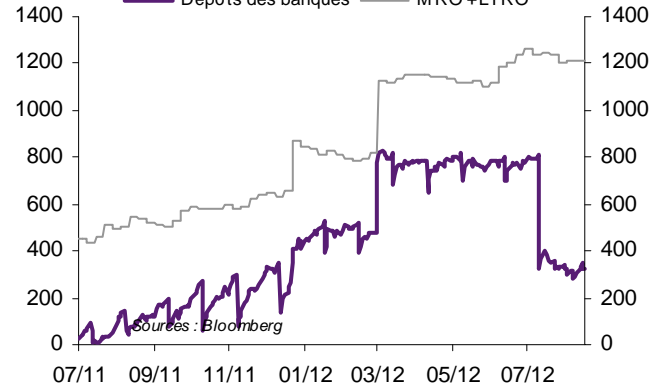
ITA et ESP

— Italie
— Espagne

Graphique 12

Liquidités injectées par la BCE et déposées par les banques (Mds EUR)

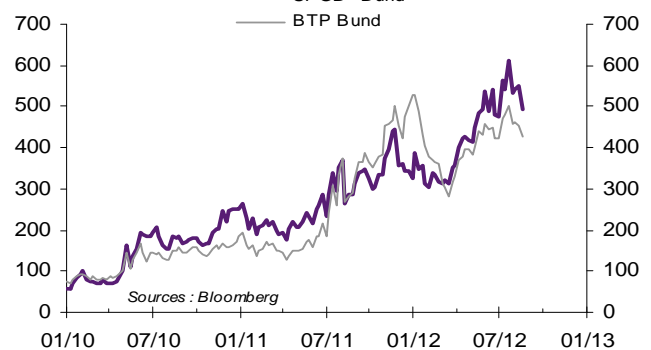
— Dépôts des banques — MRO+LTRO



La question est donc de savoir s'il n'est pas trop tard pour **jouer une pentification des courbes périphériques**. La réponse serait négative, pour de nombreuses raisons :

- En termes de valorisation, les titres italiens et espagnols, malgré le rally, restent particulièrement bon marché sur les maturités courtes. En mars dernier, les rendements 2 ans des deux dettes évoluaient entre 1,80% et 2,20% (niveaux constatés début mars) ;
- Les décisions de la BCE devraient jouer en faveur des titres courts des deux émetteurs, de façon directe via la réactivation du SMP2, et de façon indirecte en confortant le phénomène de « *yield hunting* » qui caractérise actuellement le marché obligataire (les investisseurs, cherchant à maintenir un niveau de rentabilité minimum vont sur des dettes plus risquées ou des maturités plus éloignées). Ce dernier, qui a notamment profité à la France et à la Belgique, pourrait ainsi s'étendre à l'Italie et à l'Espagne, en cas de regain de confiance des opérateurs.

La mise en place d'un plan d'aide devrait permettre aux rendements longs italiens et espagnols de chuter légèrement d'ici la fin d'année, avec probablement un biais un peu plus prononcé côté transalpin grâce aux bonnes performances budgétaires du pays (passage sous le seuil des 3% de PIB pour le déficit). **La détente des rendements espagnols serait par contre relativement limitée** compte tenu de la baisse d'ores et déjà enregistrée ces dernières semaines et des difficultés du gouvernement à réduire son déficit. Sur un horizon fin d'année, **les taux à 10 ans espagnols convergeraient vers la zone des 6% alors que leurs homologues italiens se stabiliseraient autour de la 5,40%**.

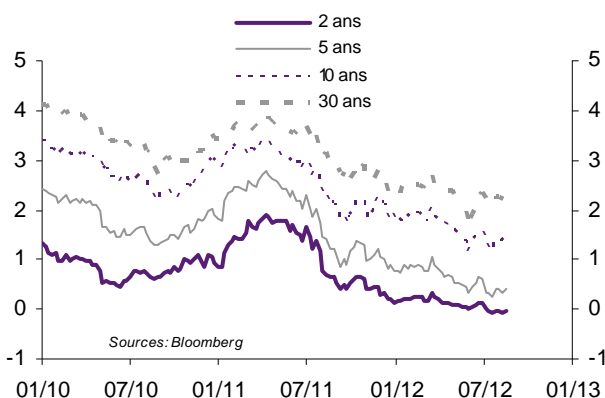
Graphique 13
Spreads contre Bund 10 ans— SPGB - Bund
— BTP Bund

- **Poursuite du sell-off sur l'Allemagne ?**

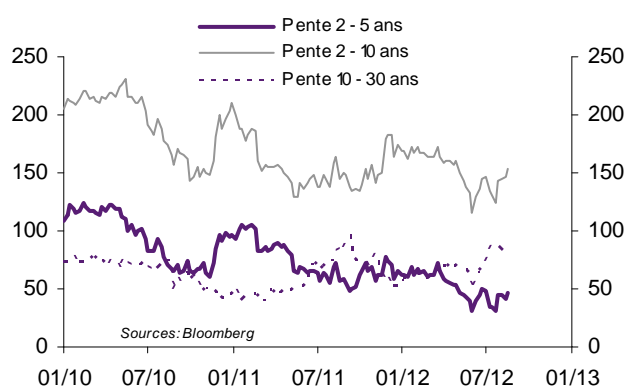
En l'espace d'un mois, les rendements allemands sont revenus sur leurs niveaux de la fin juin. La politique de la BCE venant caper les taux courts, **la courbe allemande a été caractérisée par une configuration de bear steepening**, la remontée d'une quarantaine de points de base des taux 10 ans permettant ainsi au segment 2 – 10 ans de revenir sur la zone des 155pb (vs. 125pb mi juillet).

Pour que ce *sell-off* se poursuive, la **zone Euro aura certainement besoin d'avancées institutionnelles majeures**, ce que cette fin d'année ne devrait malheureusement pas offrir. Avec une Union Bancaire encore embryonnaire et un ESM toujours limité en terme de puissance de feu (l'Allemagne est toujours opposée à l'octroi d'une licence bancaire), le principal soutien proviendra de la BCE.

Graphique 14
Rendements allemands



Graphique 15
Pentes de la courbe allemande



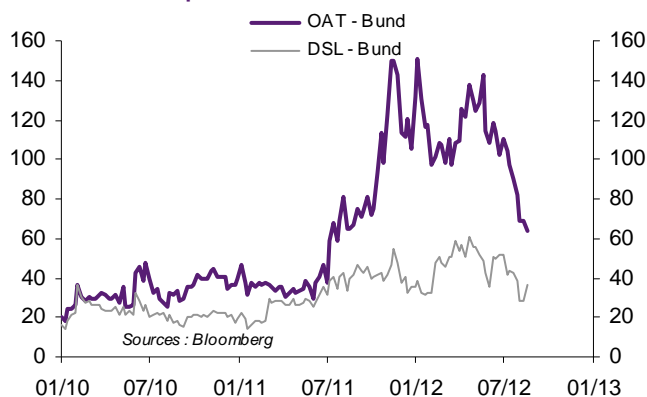
Mais beaucoup est attendu de la BCE, sans doute trop. Il est probable que le soutien apporté par la Banque Centrale reste limité, à la fois en termes de taille mais aussi de temps. On ne peut donc exclure une légère déception des marchés en fin d'année, surtout si la situation des pays de la périphérie inquiète toujours les opérateurs. Dans un tel contexte, **les rendements 10 ans allemands, après quelques tensions courant septembre, chuteraient à nouveau avec un 10 ans qui reviendrait notamment sur la zone des 1,40%** (d'autant plus que les fins d'année sont habituellement favorables aux papiers allemands).

- **Spreads intra-UEM : vers un récartement au sein du core**

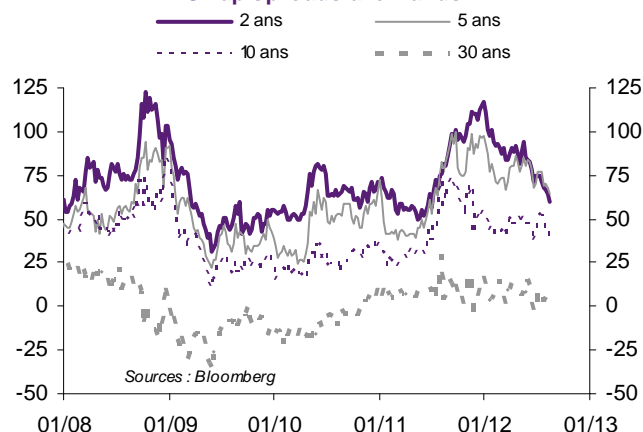
Comme nous l'avons évoqué précédemment, les dettes du trio France-Belgique-Autriche ont fortement profité du désengagement de certains investisseurs de la dette allemande, jugée trop chère à leurs yeux. Alors que le core a été caractérisé par une homogénéité de plus en plus grande sur les dernières semaines, la réintroduction de risques purement domestiques pourrait provoquer un récartement des spreads au sein de cette zone.

Le premier pays concerné serait les **Pays-Bas où se tiendront, le 12 septembre prochain, de nouvelles élections législatives**. En tête des sondages, le leader du Parti Socialiste, Emile Roemer, semble en effet moins enclin que son prédécesseur Mark Rutte à ramener le déficit à 3% dès 2013. Même si ces votes débouchent sur un nouveau gouvernement de coalition, la politique budgétaire néerlandaise pourrait donc dévier quelque peu de la trajectoire définie en avril dernier. L'intégration de risques supplémentaires sur les finances du pays, fragilisé par une croissance en berne (même si moins fragile que prévu au regard des chiffres de croissance du 1^{er} semestre, cf. graphique 1), militerait en faveur d'une sous-performance des DSL vis-à-vis des papiers allemands. **Les spreads 10 ans, qui avoisinent actuellement les 35pb, pourraient donc se récartier pour revenir vers la zone des 50pb, un niveau que nous avons encore fin juillet**. Il est probable que les DSL amènent dans leur sillage les RFGB finlandais. Pour tirer profit de cette sous-performance des guilders, nous privilégions notamment, pour des papiers de maturité équivalentes, les switch RAGB/OLO vs DSL, ou des steepeners BTP 2 ans vs DSL 5/10 ans.

Graphique 16
Spreads contre Bund 10 ans



Graphique 17
Swap spreads allemands



L'autre pays avec une actualité particulièrement chargée en septembre sera la France avec la présentation en fin de mois du **Projet de Loi de Finances 2013**. Cette dernière sera particulièrement attendue au regard de l'effort supplémentaire que l'Etat devra opérer l'année prochaine (près de 20 Mds EUR) s'il souhaite atteindre son objectif de 3% déficit. Si les titres français pourraient se maintenir sur les niveaux de spreads actuels contre Bund sur un horizon fin septembre, il est probable que les craintes des opérateurs et potentiellement des agences de notation finissent par peser sur les BTAN et les OAT et conduisent à une sous-performance contre Allemagne. Cette dernière serait toutefois mesurée avec un **spread OAT-Bund 10 ans qui reviendrait sur la zone des 90pb** d'ici la fin d'année avant d'adopter un biais inverse par la suite.

Tableau 12 : Prévisions de spreads et de taux 10 ans sur les souverains de la Zone Euro

	Allemagne	Finlande	Pays-Bas	France	Belgique	Italie	Espagne	Irlande	Portugal	Grèce
Actuel	1,56	1,69	1,91	2,15	2,59	5,73	6,18	5,82	8,99	24,33
30/09/2012	1,60	2,00	2,10	2,20	2,65	5,60	6,00	5,70	8,70	23,60
31/12/2012	1,40	1,80	1,95	2,30	2,60	5,40	6,00	5,20	8,20	23,40
31/03/2013	1,60	1,95	2,10	2,45	2,75	5,60	6,00	5,30	8,10	23,60
30/06/2013	1,70	2,00	2,15	2,50	2,80	5,40	5,90	5,20	7,20	23,20
30/09/2013	1,85	2,10	2,25	2,60	2,90	4,85	5,35	4,65	6,85	21,85
31/12/2013	2,00	2,22	2,35	2,70	3,00	4,60	5,20	4,40	6,50	20,00

en pb	Finlande	Pays-Bas	France	Belgique	Italie	Espagne	Irlande	Portugal	Grèce
Actuel	13	35	60	104	417	462	444	743	2278
30/09/2012	40	50	60	105	400	440	410	710	2200
31/12/2012	40	55	90	120	400	460	380	680	2200
31/03/2013	35	50	85	115	400	440	370	650	2200
30/06/2013	30	45	80	110	370	420	350	550	2150
30/09/2013	25	40	75	105	300	350	280	500	2000
31/12/2013	22	35	70	100	260	320	240	450	1800