

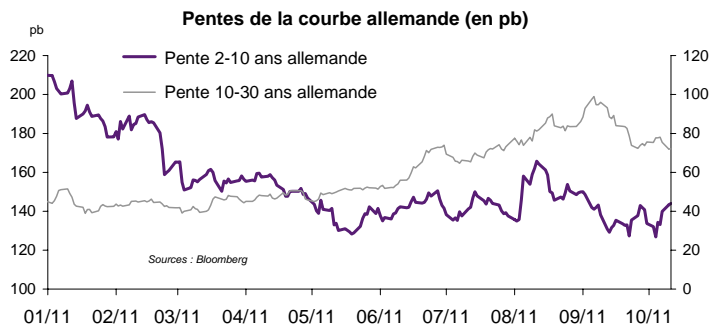
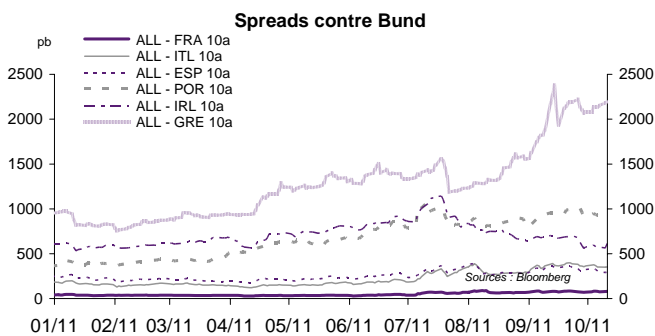
# PANORAMA DES DETTES SOUVERAINES EURO

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Octobre 2011

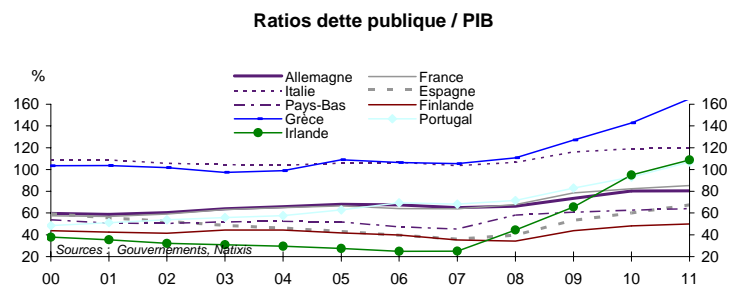
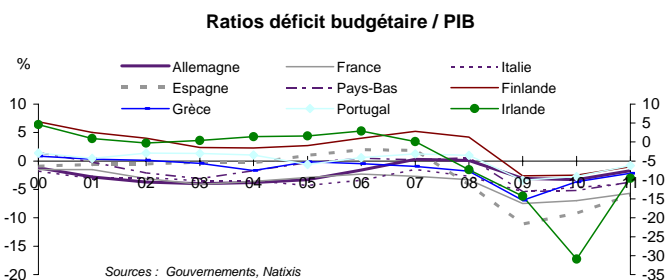
## Les sanglots longs des hommes politiques blessent le non core d'une longueur monotone

- Le sommet repoussé au 23/10 et le G20 de Cannes vont cristalliser beaucoup d'attentes.
- Le marché attend en effet à la fois une refonte de l'EFSF (capacité d'achats sur le secondaire, levier accru etc.), un plan global de recapitalisation ou la mise en place d'une facilité de prêt pour les banques, un PSI renouvelé et un saut quantitatif et qualitatif vers un fonctionnement plus fédéral de la zone euro. Rien de moins. On peut donc sans trop de crainte annoncer que les espoirs risquent d'être déçus et que le sommet, une nouvelle fois, va accoucher sinon d'une souris du moins de mesures sans doute trop tardives et une fois de plus trop timorées.
- On peut alors craindre que le marché de nouveau reparte dans le débat sur la soutenabilité de la Grèce à l'occasion du versement de la prochaine tranche prévue en décembre alors que 8mds de GGBs arriveront à maturité.
- Le mois à venir sera ainsi encore agité. Si on peut penser que le scénario du pire qui était pricing (refus de la tranche d'aide, non au vote de l'EFSF, défaut grec, contagion italienne etc.) sera évité et que les annonces seront, au moins un temps, considérées comme positives, on pourrait avoir un mouvement relativement favorable aux périphériques en croissance (Irlande, Espagne) et aux AAA les moins chers (Autriche, France) mais la durée du rebond sera probablement uniquement proportionnelle à l'ambition des accords européens et à leur traduction concrète dans les faits.
- Un mois d'octobre donc crucial avec le premier des 2 LTRO 12 mois qui donnera un peu de la sur les demandes de liquidité, le sommet du 23/10 sur les banques et l'EFSF avant le sommet de Cannes début novembre.



## Caractéristiques dettes

	Rendement 10ans (%)	Marge d'ASW 10a	CDS 5 ans	Prob. défaut 5a	Note S&P (Perspective)	Spread vs Bund 10a	Emissions (mds€)	Réalisé	2011 PIB (%)	Déficit % PIB	Dettes (% PIB)
France	2.84%	22	177	15%	AAA (STABLE)	79	184	93%	1.5	-5.7	85
Allemagne	2.05%	-57	98	8%	AAA (STABLE)	0	187	79%	3.5	-1.6	80
Pays-Bas	2.47%	-16	99	15%	AAA (STABLE)	42	50	81%	1.8	-4.0	68
Autriche	2.87%	23	164	14%	AAA(STABLE)	82	18	81%	1.4	-3.3	72
Belgique	4.05%	149	284	22%	AA+(NEG)	200	38	88%	2.1	-3.6	95
Espagne	4.99%	235	369	28%	AA (NEG)	294	94	71%	-0.1	-6.5	65
Italie	5.55%	296	453	33%	A+ (NEG)	350	149	82%	0.9	-4.5	120
Irlande	7.74%	537	695	47%	BBB+ (STABLE)	568	0	--	-1	-10.2	110
Portugal	11.41%	858	1119	64%	BBB- (NEG)	936	14	82%	1.4	-5.9	88
Grèce	23.87%	2039	5200	99%	CC (NEG)	2182	0	--	-4.5	-8.8	160
Finlande	2.52%	-12	78	7%	AAA (STABLE)	46	15	91%	3	-1.0	50



## Nos perspectives pour chaque dette européenne

**France** Rdt 10 ans = 2.87% note: AAA (Stable) émissions 2011: EUR 184Mds Avis: ☹

### Perspectives budgétaires

Les prévisions du déficit français pour 2011 ont été confirmées à 5.7% du PIB cette année. La France a présenté son PLF 2012 et vise toujours un déficit de 4,5% l'année prochaine (3% en 2013). L'endettement du pays commencerait à chuter à partir de 2013 après avoir atteint un point haut à 87,4% du PIB en 2012. Ces prévisions sont toutefois basées sur une hypothèse de croissance relativement élevée pour l'année prochaine, de 1,7% soit un point au-dessus de notre propre estimation. Les 3 agences de rating ont confirmé le AAA de la France malgré le soutien apporté à Dexia.

### Politique d'émission

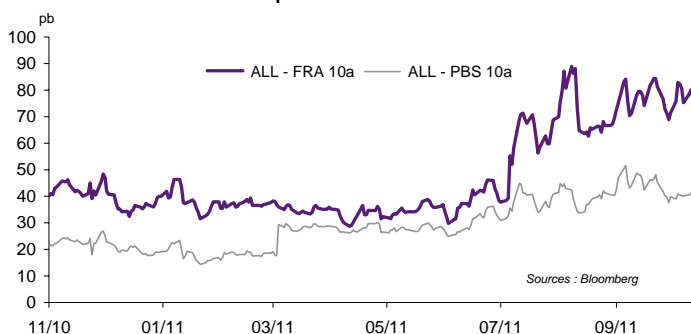
L'AFT émettra €19.5Mds de BTAN et d'OAT au T4 pour compléter son programme de financement annuel (€184Mds). Largement en avance par rapport aux autres Trésors européens près de 93% des 184mds prévus pour 2011 déjà émis (moyenne zone euro de 82%), le Trésor a d'ores et déjà commencé à revoir à la baisse ses volumes d'émissions avec un total de €6.5-7.5Mds visé cette semaine pour les OAT. Ca n'empêchera toutefois pas l'AFT de poursuivre ses buybacks avec un total annuel qui approchera certainement celui de l'année dernière (€22Mds).

Selon le PLF 2012, l'AFT émettra 179mds de papiers à moyen et long terme (BTAN et OAT) l'année prochaine. Le Trésor émettra ainsi 5mds de moins qu'en 2011 grâce à la réduction du déficit qui fait plus que compenser des tombées qui sont elles pourtant en hausse de près de 12mds par rapport à cette année (95mds) avec notamment le remboursement des OAT 2012. Ce montant de €179Mds sera vraisemblablement modifié en fin d'année lors de la présentation de la loi rectificative, ceci afin de tenir compte des buybacks effectués au T4.

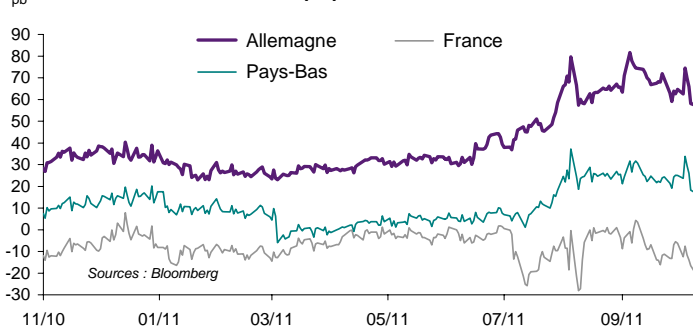
### Valorisation des papiers

Le mois de septembre a été favorable aux dettes AAA, notamment les 10 premiers jours mais cette configuration a changé sur les 2 dernières semaines. Le recul de l'aversion au risque s'est retranscrit par une remontée de rendements FR (+32pb pour le 10a) et une repentification assez forte de la courbe (+25pb pour le 2-10 ans à 177pb). Contre swap, la configuration a été elle aussi défavorable avec une sous-performance contre swap sur toutes les maturités à l'exception de la zone 1-2 ans. L'affaire Dexia et le plan de recapitalisation bancaire, même s'il ne passe pas par une participation directe des Etats, ont pénalisé les marges d'ASW, notamment celles de la zone 7-10 ans. En termes de maturité, c'est toutefois sur le long que nous trouvons toujours les valorisations les plus attractives avec des niveaux contre swap qui avoisinent les 85pb pour les OAT 30 ans. La présence de spreads aussi élevés sur les zones 10 ans et 30 ans reflète certainement les craintes des investisseurs concernant une éventuelle dégradation de la qualité de crédit de la France à moyen terme (downgrading?). Malgré le sell-off marqué sur les dettes AAA et compte tenu des éléments cités précédemment, la France a fait jeu égal avec l'Allemagne avec un spread 10 ans stable autour de 80pb. Compte tenu de l'environnement actuel, nous resterons neutres sur la France.

Spreads contre Bund



Swap spreads 10 ans



**Allemagne** Rdt 10 ans = 2.08% note: AAA (Stable) émissions 2011: EUR 193Mds Avis: ☹

### Perspectives budgétaires

Malgré le ralentissement de son économie, l'Allemagne devrait ramener son déficit à près de 1,7% de son PIB cette année et à 1,2% l'année prochaine (selon nos économistes). Le pays, qui affichera le déficit budgétaire le plus faible cette année avec la Finlande, devrait être en mesure de baisser son endettement dès l'année prochaine avec un objectif de 79,6%.

### Politique d'émission

L'Allemagne, qui a réduit son programme d'émissions obligataires à €39Mds contre €41Mds prévu, sera le plus gros émetteur au T4 avec 8 adjudications (3 en octobre pour un total de €12Mds). Ce dernier lancera notamment deux benchmarks : un nouveau Schatz 13/13 le 16 novembre pour 6Mds (vs 7Mds) et un nouveau 10 ans (Bund 01/22) pour une taille de €6Mds, le 23 du même mois. Pour le moment, le pays a réalisé 79% de son programme de financement annuel. Le Trésor a aussi diminué la taille de son programme de Bubill de €27 à €13Mds pour ce dernier trimestre, preuve de la bonne santé budgétaire du pays.

### Valorisation des papiers

Toute comme la courbe française, la courbe allemande a subi un bear flattening. Si les papiers allemands ont légèrement sous-performé d'autres titres AAA sur le court, ils se sont un peu mieux comportés sur les maturités plus longues. Les rendements 2 ans et 10 ans ont ainsi bondi de 20pb et 30pb sur les points 2 et 10 ans sur un mois. En termes de valorisation, c'est une nouvelle fois sur les maturités les plus longues que nous trouvons les papiers les moins chers sur la courbe allemande avec, notamment des Zscores d'ASW proches de supérieur à 1 (le Bund 2039 paraît un peu plus cheap avec sa marge de -4.5pb). Les papiers courts restent eux particulièrement chers contre swap avec des marges proches à 100pb malgré une légère contraction dernièrement. En cas de baisse des taux directs (donc chute des Euribors), nous devrions avoir une contraction un peu plus marquée de ces dernières, le potentiel de baisse des rendements allemands étant relativement faible. La dette allemande continue d'offrir peu d'intérêt et nous continuons à privilégier, au sein de la zone AAA, les DSL, RAGB et dans une moindre mesure, les papiers français, plus risqués.

**Pays-Bas** Rdt 10 ans = 2.49% note: AAA (Stable) émissions 2011: EUR 50Mds Avis: ☺

### Perspectives budgétaires

Le pays devrait afficher un déficit de 4,2% de son PIB en fin d'année, légèrement au-dessus des 3,9% prévus mais en baisse de 1 point par rapport à 2010. Les besoins de financement supplémentaires seront comblés par des émissions de T-Bills. Les Pays-Bas visent un retour sous la cible des 3% de déficit dès l'année prochaine (objectif à 2,9%). Les besoins de financement atteindraient alors €102,6Mds selon le Trésor contre €106,2Mds cette année.

### Politique d'émission

Les Pays-Bas ont émis 81% de leur programme soit proche de la moyenne européenne. Plus de tombée cette année à rembourser. En plus du DSL 1/17 abondé récemment, le DSTA tapera ses lignes de DSL 7/15 et 7/19 le 25 octobre pour un montant allant de 2 à 3Mds.

### Valorisation des papiers

Les guilders comme les autres AAA ont corrigé après la fuite vers la qualité de la rentrée. Le DSL 10 ans est revenu à 2.50% contre 2.12% au plus bas début octobre. Le pick up contre Bund est toujours de plus de 44pbs contre une moyenne 2011 de 30pbs et un spread maximal de 51pbs. Contre swap, tous les DSL affichent des Zscores positifs (donc relativement cheap), notamment au-delà de la zone 2015. Contre Bund, les stratégies de convergence restent intéressantes sur la zone 2-10 ans. Sur les maturités plus longues, les spread sont bien plus resserrés (8pb à 30 ans) et sont confrontés à des rolldowns négatifs.

**Autriche** Rdt 10 ans = 2.88% note: AAA (Stable) émissions 2011: EUR 17Mds Avis: ☺

**Perspectives budgétaires**

L'Autriche profite de bons chiffres de croissance et du moteur allemand. La croissance devrait ainsi approcher les 2.8% grâce notamment à la bonne tenue des exportations (à 83% vers la zone euro) de l'investissement et un fort excédent commercial. Le déficit prévu par le gouvernement est à 3.2% après 4.1% en 2010. La dette fin 2010 était de 70% du PIB contre 84% en moyenne en zone euro. En revanche l'exposition des banques autrichiennes à l'instar d'Erste Bank à la Hongrie pénalise le secteur après la loi autorisant le remboursement de la dette en devises étrangères à des taux de changes très sous évalués.

**Politique d'émission**

Le trésor autrichien a effectué un peu plus de 80% de son programme 2011 et est dans la moyenne européenne. Deux émissions d'ici la fin de l'année sont encore programmées. Plus de tombée cette année à rembourser.

**Valorisation des papiers**

Les taux des RAGB ont largement sous performé les autres AAA notamment les Pays Bas et la Finlande mais aussi la France pour évoluer sur les mêmes niveaux dorénavant que les OATs. La dette, bien que peu liquide, demeure néanmoins l'une des plus attractives en termes de qualité de crédit et de valorisation. Les « meilleures affaires » se trouvent sur la partie longue de la courbe RAGB avec des marges contre swap de +50pb sur la zone 15 ans. Pour prendre moins de risque, nous conseillons toujours des tighteners contre Bund sur les maturités courtes.

**Finlande** Rdt 10 ans = 2.54% note: AAA (Stable) émissions 2011: EUR 14.9Mds Avis: ☺

**Perspectives budgétaires**

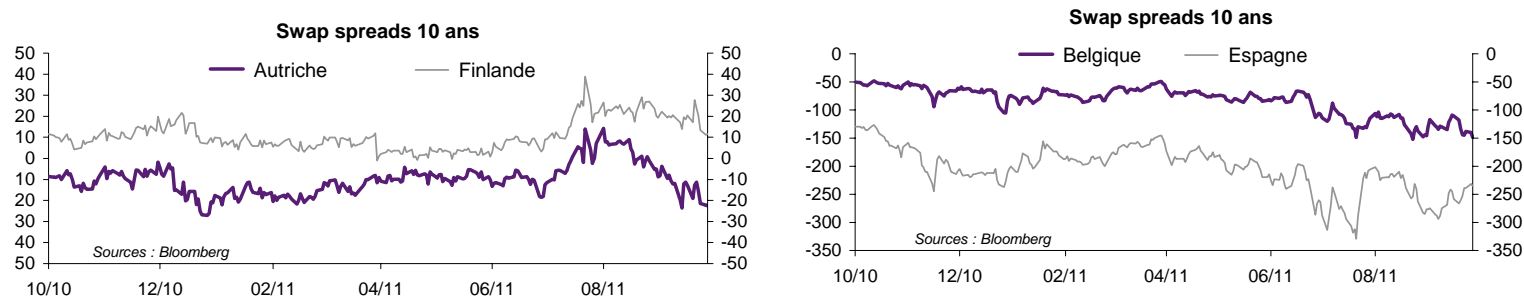
La Finlande est parmi les AAA les plus sains avec une forte croissance (le gouvernement prévoit 3.9% cette année et 2.8% en 2012) et un déficit qui pourrait revenir proche de l'équilibre (-1%) dès cette année. La dette est attendue à 50% du PIB. Le pays, qui a obtenu de la Grèce la mobilisation de collatéraux en échange de son aide, affiche, plus que jamais, la meilleure qualité de crédit de la zone.

**Politique d'émission**

Depuis le 8 juin il y a eu une syndication de nouveau 5 ans 04/2017 pour 3Mds d'euros à midswap +31 bp. La Finlande est le pays européen avec la France le plus en avance en termes d'émissions pour 2011. En effet, le pays a réalisé 91% de son programme annuel alors que la moyenne européenne est de 83%.

**Valorisation des papiers**

Le 10a s'est tendu de 30pbs par rapport au mois dernier et offre toujours 53pbs de pick up par rapport aux titres allemands. Avec ces niveaux de pick up, privilégier les RFGB vis-à-vis des Bund est toujours aussi intéressant, faut-il encore trouver quelques vendeurs de RFGB dans le marché...



**Belgique** Rdt 10 ans = 4.17% note: AA+ (Neg) émissions 2011: EUR 37.8Mds Avis: ☺

**Perspectives budgétaires**

La Belgique semble en passe de se doter enfin d'un gouvernement qui fait défaut depuis mai 2010 avec des accords obtenus des 8 partis notamment sur le statut de BHV et de nouvelles compétences décentralisées (emploi, allocations, hôpital, impôt sur le revenu). Avec des indicateurs macroéconomiques, de croissance notamment, parmi les meilleurs de la zone euro, l'horizon semble dégagé. Mais avec Dexia (60% de la garantie sera assurée par la Belgique), les agences de rating menacent toujours la Belgique d'un downgrading, le pays restant le 4e pays le plus endetté de la zone euro (97% du PIB attendus cette année). Même si la dette en volume ne cesse de baisser depuis 1993 du fait d'excédents primaires répétés et une croissance parmi les plus dynamiques de la zone euro les réformes structurelles restent à faire passer et le cas Dexia à être définitivement réglé.

**Politique d'émission**

Le Trésor Belge a procédé à trois adjudications au T3 totalisant 8.5mds d'émissions soit 59% de son programme trimestriel. Désormais 88% du programme de refinancement a été effectué soit un peu mieux que la moyenne européenne. Le Trésor table sur une croissance de 2.4% et 1.6% en 2012 ce qui nous semble crédible (Natixis 2.3% et 1.6%).

**Valorisation des papiers**

Les OLO belges bénéficiaient d'une situation privilégiée, n'étant pas associés aux autres dettes périphériques tout en offrant une rentabilité largement supérieure aux dettes du core. Les déboires de Dexia ont remis en cause cette situation, provoquant notamment une sous-performance assez marquée des titres belges vis-à-vis des BTP et Bonos. Une fois le démantèlement de Dexia finalisé, les OLO belges devraient retrouver leur précédent statut (seule alternative « sans risque » aux dettes AAA) ce qui pourrait se retranscrire par une surperformance vis-à-vis des dettes AAA.

**Espagne** Rdt 10 ans = 5.06% note: AA (Neg) émissions 2011: EUR 94Mds Avis: ☺

**Perspectives budgétaires**

Le déficit continue de se réduire. Sur les 8 premiers mois de l'année le déficit central est en baisse de 11.5% à 2.8% du PIB (Natixis +0.4% et +1.5%). Les exportations surprennent et le FMI fin septembre a révisé ses prévisions de croissance à 0.8% en 2011 et 1.1% en 2012. Le problème reste celui des finances locales et la consolidation bancaire avec la nationalisation de Cajas à fin septembre faute d'avoir pu lever des fonds comme demandés par la BoS. Fitch a abaissé la note de 2 crans à AA- Outlook neg. Les downgradings des bancaires espagnoles ne devrait pas remettre en cause la situation.

**Politique d'émission**

Sur l'année le trésor a réalisé 71% de son programme ce qui est un peu moins bien que la moyenne européenne. El Tesoro doit rembourser 14mds de Bonos qui arrivent à échéance d'ici la fin de l'année. Le 20 Octobre, le Trésor espagnol abondera son obligation 4.60% 7/19 et lancera un nouveau benchmark 10 ans, l'Obligation 5.50% 4/21. Un nouveau 5 ans sera lancé le 3 novembre, le Bono 4.25% 10/16.

**Valorisation des papiers**

Les titres espagnols ont continué de surperformer les autres dettes européennes (à l'exception des Treasuries irlandaises) malgré une diminution notable des rachats de titres par la BCE. Au final, les rendements espagnols ont chuté de 40pb sur le court et de 20 à 25pb sur le long, le 10 ans revenant sur la zone de 5%. Le momentum reste favorable pour les bonos et obligations et une poursuite de la surperformance contre BTP est envisageable sur la fin d'année. C'est toujours contre swap que les titres espagnols paraissent extrêmement bon marché avec des marges supérieures à 180pb dès la maturité 3 ans. Les spreads contre BTP les plus intéressants se trouvent sur la zone 15 – 30 ans sur laquelle la surperformance espagnole a été un peu moins marquée.

**Italie** Rdt 10 ans = 5.66% note: A (Neg) émissions 2011: EUR 156 Mds Avis: ☹

**Perspectives budgétaires**

Les mois se suivent et se ressemblent en Italie avec des downgrades des agences, des doutes sur la capacité du gouvernement Berlusconi à mener à bien les réformes à moyen terme et une BCE à la rescousse. Reste que les plans d'économies ont été votés pour crédibiliser l'objectif d'atteindre l'équilibre budgétaire en 2013 alors que le déficit a augmenté passant de 3.8% du PIB à 3.9% du PIB pour 2011. Le gouvernement italien vise un déficit de 3.9% cette année et de 0.2% du PIB en 2014 (vs 4.6 en 2010). Rien d'évident en l'absence de croissance (-0.2% prévus par Natixis en 2012).

**Politique d'émission**

Le Tesoro a émis 33mds au Q3 et est en ligne avec son programme d'émission et dans la moyenne européenne. Environ 30mds devraient être émis au T4. Il n'y a plus de tombée à refinancer cette année côté BTP et uniquement 15.5mds de CCT. La maturité moyenne de la dette est parmi les plus confortables/élevées avec 8.6 ans (celle de la France à 8.2 ans contre 6.6 pour l'Allemagne).

**Valorisation des papiers**

Il y a du mieux pour l'Italie mais les risques de contagion n'étant pas écartés, les BTP resteront certainement fragiles durant les semaines à venir. Si les rendements italiens ont chuté sur les maturités courtes et la zone 30 ans, ils ont augmenté sur le segment 7-20 ans avec une sous-performance un peu plus importante sur la maturité 10 ans. La fin de mois, avec le sommet du 23 octobre, pourrait soulager les BTP mais compte tenu des incertitudes entourant les décisions à venir et les risques de déception du marché, nous préférons éviter les BTP sur le mois.

**Irlande** Rdt 10 ans = 8.0% note: BBB+ (Stable) émissions 2011: - Avis: ☺

**Perspectives budgétaires**

La Troika conforte la position de l'Irlande en tant que bon élève. Le FMI a ainsi déclaré que les performances du pays étaient surprenantes et exemplaires malgré un contexte économique toujours délicat. Le gouvernement s'est engagé à faire revenir un déficit sous les 3% en 2015. Sur les 7 premiers mois de l'année, le déficit du pays a chuté de 25% par rapport à 2010 (hors aide au secteur bancaire). La dette irlandaise est la seule de la périphérie à ne pas avoir 3 outlooks négatifs chez les principales agences de notation.

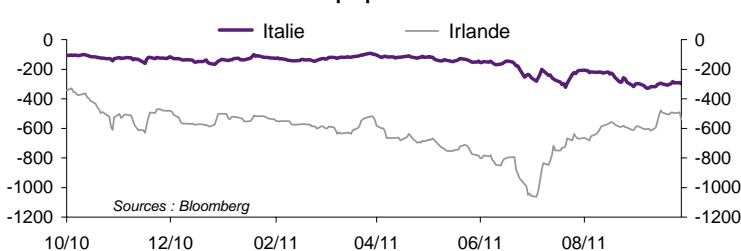
**Politique d'émission**

Les €85Mds du plan d'aide du FMI et de l'Union Européenne pour couvrir les besoins de financement de l'Etat permettent à la NTMA de ne pas avoir à venir en 2011 sur le marché obligataire. Le but du Trésor est de revenir tester le marché obligataire en S2 2012 (le T4 a été évoqué).

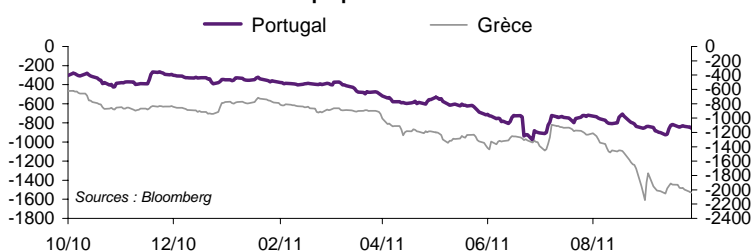
**Valorisation des papiers**

Les inquiétudes concernant le secteur bancaire irlandais ont inversé la tendance sur les Treasuries, provoquant une hausse de 50pb des rendements sur la zone 10 ans et de 95pb sur le 2 ans. Néanmoins, sur 1 mois, les rendements ont tout de même baissé de plus de 60pb sur toutes les maturités, faisant des titres irlandais les best performers pour le 3ème mois consécutif. Nous restons globalement positifs sur ces derniers malgré les craintes sur les banques et envisageons toujours une surperformance des Irish Treasuries sur les BTP et OT d'ici la fin d'année.

Swap spreads 10 ans



Swap spreads 10 ans



**Portugal** Rdt 10 ans = 11.25% note: BBB-(Neg) émissions 2011: - Avis: ☹

**Perspectives budgétaires**

Le pays est sous protection du plan d'aide de 78mds dont 12mds mis de côté pour une éventuelle recapitalisation des banques. D'après le FMI le PIB devrait se contracter de 2.2% cette année et encore en 2012 mais la reprise devrait s'affirmer début 2013 (+1.3% pour le gouvernement). Le Portugal a entamé la mise en place de mesures budgétaires et a fixé à 10% plus bas le niveau des dépenses pour l'année à venir par rapport au niveau actuel et annoncé des mesures d'austérité supplémentaires : une taxe de 3% sur les entreprises, une taxe de 2.5% sur les hauts revenus et un relèvement de l'impôt sur les gains en capitaux à 21% et des taxes sur l'essence. Le pays va restructurer la fonction publique et les salaires seront gelés jusqu'en 2014 et réduire le nombre d'entités publiques. Le budget 2012 doit être présenté le 17 octobre. Le gouvernement vise un déficit à 5.9% cette année et 3% en 2013 contre 9.1% en 2010. Les derniers chiffres semblent montrer que la réduction du déficit commence (enfin ?) à s'accélérer avec une baisse de près de 20% à fin août par rapport à l'année dernière grâce notamment à une collecte d'impôts (+5.3%) meilleure que prévue (objectif de +3.8% pour l'année) et des coupes dans les dépenses (-2.9%) toujours en ligne avec l'objectif (-2.3%).

**Politique d'émission**

Le Portugal a émis près de 60% de son programme 2011. Fort du plan d'aide il ne sollicitera pas les marchés avant mi 2013. Au T3 le trésor portugais a procédé à 5 émissions de T- Bills.

**Valorisation des papiers**

La situation s'améliore doucement pour le Portugal mais les OT paraissent toujours plus vulnérables que la majorité des dettes (à l'exception des GGB grecs). Le 10a est augmenté légèrement depuis le mois dernier (+27pb) et reste toujours proche des records. Le court a quant à lui énormément souffert avec des hausses dépassant les 150pb. Nous continuerons donc d'éviter les titres portugais à court terme.

**Grèce** Rdt 10 ans = 22% note: CC (Neg) émissions 2011: - Avis: ☹

**Perspectives budgétaires**

Le marché continue de douter du plan d'aide et de l'EFSF qui tarde à entrer en vigueur (les votes des parlements rendent chaque décision très difficile à obtenir). La Grèce peine à réduire son déficit en étant en forte récession encore cette année (sans doute encore -5.5% en 2011) et ce malgré le rebond actuel des exportations (10% du PIB). Le retour à la croissance et à l'excédent primaire n'est pas attendu avant 2013. Le déficit, visé à 7.5% devrait n'être réduit qu'à 9% (10.5% en 2010) malgré une baisse « majeure » du déficit primaire. Comme attendu finalement, la Troika a voté le décaissement de la 6<sup>e</sup> tranche de 8mds (« globalement le gouvernement continue de faire des progrès importants notamment dans la consolidation budgétaire »). La prochaine échéance est en décembre...L'agence de privatisation est désormais opérationnelle et ce sont toujours 35mds qui sont visés d'ici 2014. La situation des banques semble s'être légèrement améliorée et les dépôts ont augmenté pour la 1ère fois en 7 mois.

**Politique d'émission**

En octobre la Grèce a procédé à une émission de 26 semaines de 1.3md avec un b/c toujours confortable de 2.7 à 4.86% (4.80% en septembre).

**Valorisation des papiers**

Les papiers en moyenne valent seulement 40% du pair et anticipent donc toujours un haircut sans commune mesure avec ce qui est prévu dans le PSI. Un changement du PSI, avec des haircuts véritables (et non plus une baisse de NPV) permettant de faire repasser la dette sous les 100points de PIB, est attendu.

**Synthèse de nos recommandations pour le mois et modèle de scoring\***

	Opinion Natixis	Situation budgétaire	Emissions	Valorisation	Notation	Résultats bruts du scoring
Autriche	☺	4	5	3	4	1
France	☺	7	1	1	3	2
Belgique	☺	6	3	4	6	3
Finlande	☺	1	2	8	5	4
Pays-Bas	☺	2	8	9	2	5
Italie	☹	8	6	5	8	6
Allemagne	☹	3	7	10	1	7
Portugal	☺	9	4	6	10	8
Espagne	☺	5	9	7	7	9
Grèce	☹	11	10	2	11	10
Irlande	☺	10	11	11	9	11

\* les dettes sont classées en fonction des résultats du modèle de scoring. Néanmoins, nos recommandations peuvent diverger de ces derniers.

**Evènements à suivre**

Date	Pays	Evènement
octobre	UE	Mise en place du plan grec voté le 21/07/2011
6-oct.	BCE	Conférence de la BCE
11-oct.	EFSF	Vote de la Slovaquie
14/15 octobre	UE	G20 ministre des finances
23-oct.	UE	Sommet européen
23-oct.	Portugal	Présentation du budget
3-nov.	BCE	Conférence de la BCE
début nov.	Grèce	versement de la 6ème tranche de 8 mds
03-04 nov.	Cannes	G20
07-08 nov.	ZE	Ecofin
29-30 nov.	ZE	Ecofin
8-déc.	BCE	Conférence de la BCE
9-déc.	ZE	Sommet européen
12-19 déc.	Grèce	tombée grecque