

forum Lundi 24 janvier 2011

Bouleversements en vue sur le marché obligataire européen

Par Stéphane Monier*

Certaines évolutions pourraient modifier durablement la façon d'investir dans les emprunts souverains ou privés. Notamment l'inclusion de clauses d'action collective dans les programmes d'émissions de dette des Etats de la zone euro

Les réunions de l'Eurogroupe et de l'Ecofin n'ont pas permis la semaine dernière d'avancées décisives. Les négociations entre les pays membres de l'Union européenne (UE) sur les mesures destinées à restaurer la confiance, dans un contexte de crise de la dette souveraine, se poursuivent et continuent à alimenter les rumeurs sur les marchés financiers.

Si le principe d'un renforcement du fonds de secours provisoire mis sur pied en juin – l'European Financial Stability Fund (Fonds européen de stabilité financière, EFSF) – semble largement accepté, les contours du futur mécanisme permanent restent encore à définir. Une des pierres d'achoppement des débats actuels porte sur la nécessité d'augmenter la capacité d'emprunt de l'EFSF.

Le gouvernement allemand semble aujourd'hui peu enclin à augmenter les ressources allouées à l'EFSF (environ 255 milliards d'euros une fois prises en compte les garanties nécessaires pour maintenir la notation AAA du fonds) et s'oppose ainsi à certains, dont le président de la Commission européenne José Manuel Barroso, pour lesquels une dotation supplémentaire en capital est indispensable. La requête de l'Irlande d'une baisse des taux punitifs sur les emprunts qui lui sont accordés semble quant à elle susceptible d'obtenir un accueil favorable. Les opinions divergent finalement quant à la possibilité qui pourrait être laissée à l'EFSF d'acheter sur le marché secondaire des emprunts des Etats en difficulté, déchargeant ainsi la Banque centrale européenne de cette tâche qu'elle avait acceptée à contrecœur.

Si l'attention du marché semble se focaliser aujourd'hui sur les annonces liées à la réforme de l'EFSF, certaines évolutions, moins visibles mais tout aussi importantes, sont susceptibles de modifier durablement la manière d'investir en obligations, tant sur la dette souveraine que privée. La notion de participation des détenteurs de dette aux pertes associées à une restructuration de la dette souveraine, déjà courante sur les marchés émergents, pourrait se voir étendue à la zone euro. L'inclusion de clauses d'action collective dans les programmes d'émissions de dette des Etats de la zone euro à partir de 2013 semble aujourd'hui pratiquement acquise. Ces clauses facilitent une restructuration rapide de la dette gouvernementale et préparent le terrain à l'introduction de la notion de partage des pertes.

De manière parallèle, la Commission européenne a lancé au début janvier une consultation sur un éventuel cadre européen pour gérer les faillites bancaires. Le projet suggère des mécanismes permettant d'appliquer des décotes à des catégories de créances d'une banque en défaillance, dans le but d'assurer que les coûts d'un sauvetage bancaire soient supportés par les créanciers et non par les seuls contribuables. Si les intentions du projet sont louables, sa publication a envoyé une onde de choc sur le marché de la dette bancaire, augmentant de facto de manière considérable le coût de refinancement des banques européennes sur les marchés financiers.

Les implications des transformations en cours sur la manière d'investir en obligations d'émetteurs

souverains et privés sont énormes. L'investisseur obligataire ne pourra plus compter à l'avenir sur les plans de sauvetage publics lorsqu'un Etat, une banque, ou une société se seront endettés au-delà de leurs moyens.

L'analyse des fondamentaux et, en particulier, de la capacité et de la volonté des débiteurs à honorer leurs engagements redeviendra dans ces conditions les principaux moteurs de la performance obligataire. Le moment de remettre en cause l'approche d'investissement traditionnelle basée sur des indices de référence construits selon le principe de la capitalisation boursière qui accorde un poids plus important aux Etats ou aux sociétés les plus endettés est venu. La construction d'indices obligataires basés sur des critères fondamentaux nous semble constituer une alternative supérieure sous bien des aspects à l'approche traditionnelle basée sur la capitalisation boursière.

L'issue des réformes actuellement discutées est cependant loin d'être certaine. Il semble peu probable que les divergences soient aplanies rapidement, et qu'un projet définitif puisse être mis sous toit avant le sommet européen du mois de mars. L'agenda politique dans un certain nombre d'Etats membres de l'UE, tant dans les pays susceptibles de bénéficier de l'aide (Irlande, Espagne, Portugal) que dans les pays créditeurs (Allemagne notamment), est également chargé. Les leaders actuels semblent déterminés à préserver l'euro et l'UE. Qu'en sera-t-il de leurs successeurs potentiels?

Par ailleurs, le renforcement de l'EFSF offre certes une réponse durable à la question de l'accès aux sources de financement des Etats en difficulté, mais ne constitue pas une fin en soi. Il ne résout pas notamment le problème de l'endettement et de la forte chute de l'activité économique liée aux programmes d'austérité mis en place dans ces Etats. Les difficultés de la mise en place de ce renforcement illustrent les nombreux obstacles restant sur la route d'une plus grande coopération des politiques fiscales et d'une intégration européenne renforcée.

Dans le contexte des incertitudes actuelles, la volatilité des marchés de la dette souveraine et de la dette bancaire devrait donc rester élevée. Les adjudications de nouveaux emprunts gouvernementaux continueront à servir de baromètre de la confiance des investisseurs. L'émission du premier emprunt de l'EFSF annoncé pour cette semaine constituera à ce titre le prochain test important, dont le succès sera mesuré par l'écart de coût de financement par rapport aux obligations du gouvernement allemand.

LE TEMPS © 2009 Le Temps SA