

Stratégie relative aux obligations d'État

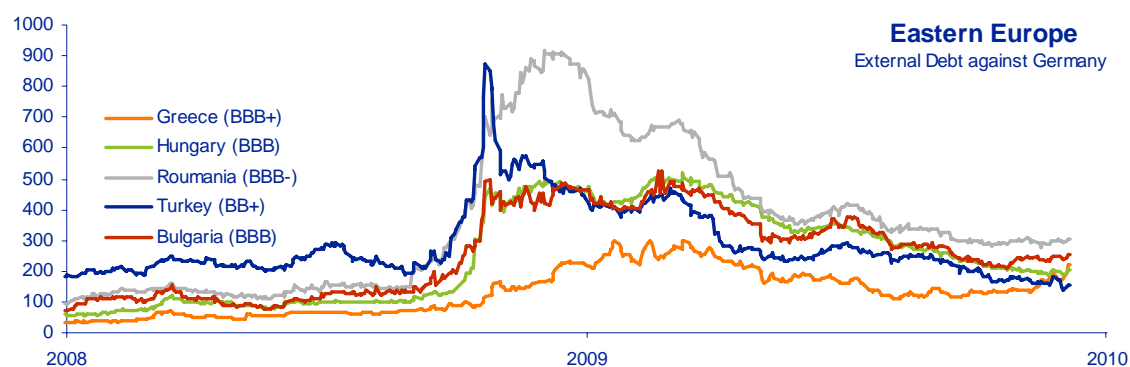
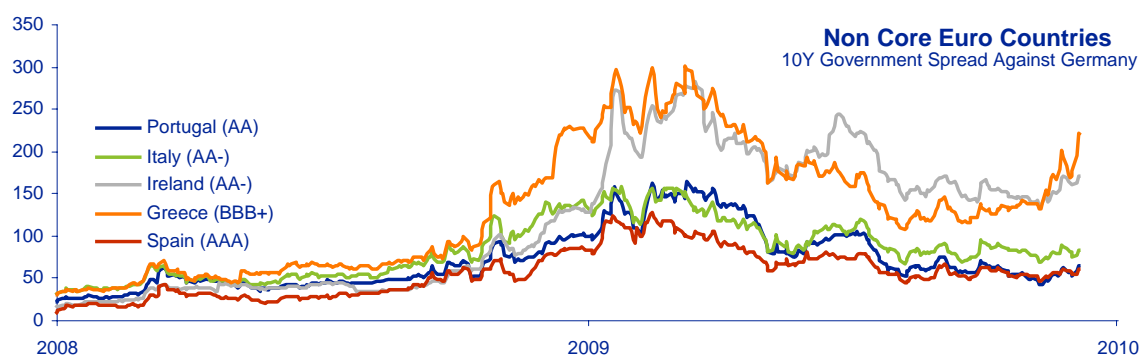
Focus sur la Grèce

Table des matières

1	Évolution récente du marché	2
2	La situation économique	3
3	Stratégie	4

1 Évolution récente du marché

Les obligations d'État grecques se sont effondrées parce que les investisseurs demeurent craintifs face à la dégradation des perspectives financières publiques. Le 8 décembre, Fitch a décidé de ramener la notation de la Grèce au plus bas niveau (BBB+) de la zone euro à 16 pays, tout en maintenant ses prévisions négatives. Le spread à 10 ans par rapport à l'Allemagne s'est élargi à des niveaux plus atteints depuis avril 2009. Par conséquent, les spreads des obligations d'État grecques sont d'ores et déjà plus importants que les niveaux de certains pays d'Europe orientale présentant un rating de crédit inférieur. Cette situation soulève la question du degré de soutien apporté par d'autres pays de la zone euro et pourrait devenir un test politique pour le système de la zone euro.



Les différentes révisions de rating au cours des dernières semaines ont fait apparaître de nouvelles inquiétudes concernant la qualité de crédit de la Grèce. Fitch (A-, perspectives négatives) et Moody's (A1 avec perspectives négatives) ont commencé par réduire leur notation avant de revoir leurs perspectives fin octobre. S&P a ramené son « credit watch » à négatif tandis que Fitch a réduit la notation de la Grèce à BBB+ cette semaine (en maintenant ses perspectives négatives). Ces changements ont été motivés par les doutes pesant sur les perspectives à moyen terme des finances publiques grecques, sur la crédibilité des institutions fiscales et sur le cadre politique en Grèce.

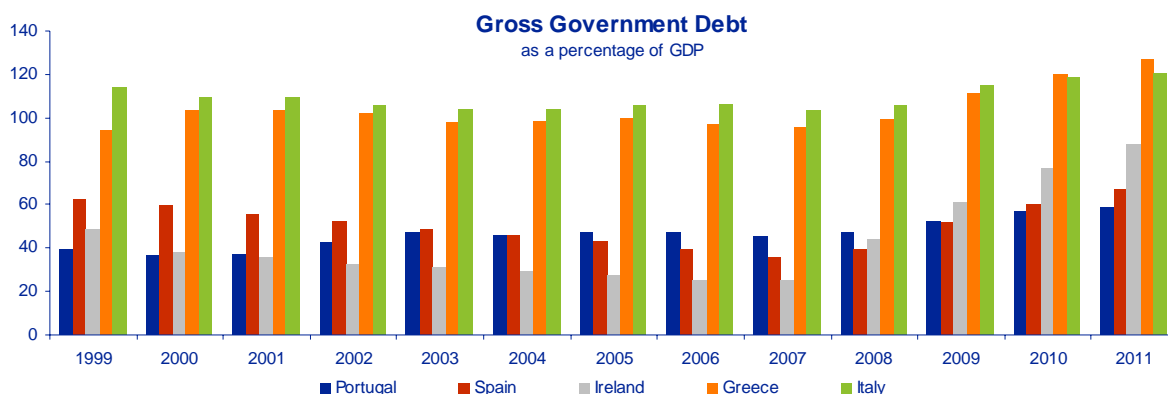
Greece Ratings		
Standaard & Poors	A-	Negative outlook
Moody's	A1	Negative outlook
Fitch	BBB+	Negative outlook

Les investisseurs mettent également en cause l'éligibilité du collatéral de la dette grecque à la Banque centrale européenne. Toutefois, la BCE a ramené à BBB- la notation minimale pour qu'un titre soit accepté comme collatéral. Ces mesures devraient disparaître à la fin de l'année 2010, la notation minimale repassant à A-. Nous prévoyons néanmoins que la Banque centrale pourra reporter cette échéance de 2010 si nécessaire. **Même si la notation de la Grèce était davantage revue à la baisse, la BCE continuerait probablement d'accepter ses obligations comme collatéral.**

2 La situation économique

La Grèce est toujours en récession, bien que la zone euro retrouve le chemin de la croissance. La reprise gagne en intensité dans les pays clés de la zone euro, grâce au léger rebond des exportations et au niveau plus faible de la dette de ces économies. Toutefois, la situation reste difficile dans les pays « périphériques », en raison des déséquilibres domestiques qui existaient déjà avant la récession. Ces déséquilibres ont réduit la capacité à résister à la crise mondiale plus que dans les pays clés de la zone. Par conséquent, les gouvernements sont dans l'obligation de lancer massivement des politiques fiscales restrictives pour rassurer les marchés. La Commission européenne pourrait demander à la Grèce une correction de son déficit structurel de 3 % du PIB par an entre 2010 et 2014. Aujourd'hui, les investisseurs s'interrogent sur le plan budgétaire avancé par le gouvernement grec et notamment sur sa capacité à ramener le déficit public de 12,7 % en 2009 à 9,1 % du PIB l'année prochaine.

Belgium	-5.90
Eurozone	-6.40
France	-8.30
Germany	-3.40
Greece	-12.70
Ireland	-12.50
Italy	-5.30
Japan	-8.00
Spain	-11.20
United Kingdom	-12.10
United States	-11.30



Toutefois, une dette élevée et une croissance négative sont des caractéristiques partagées par les autres pays « périphériques » tels que l'Espagne, l'Irlande ou le Portugal. L'Union européenne est donc confrontée à un dilemme : si elle renfloue un pays, elle laisse une politique fiscale laxiste impunie. Si elle sanctionne la Grèce, la crise de la dette pourrait s'aggraver. Les craintes qu'un « aléa moral » récompense des pays pour un mauvais comportement deviennent un réel problème et les inquiétudes concernant la dette pourraient contaminer d'autres pays de la zone euro.

Nous prévoyons que le gouvernement grec prendra l'« avertissement actuel » au sérieux et que le degré de soutien accordé par l'Union européenne pourrait surprendre les marchés.

Une offre importante de dette grecque est à prévoir au cours des premières semaines de 2010 puisque la Grèce a tendance à ne pas tarder à émettre ses plans annuels en matière de dette. Même si nous prévoyons une offre brute inférieure, nous pensons que la Grèce tentera de concentrer le financement au cours des premiers mois de l'année prochaine. L'émission devrait s'accompagner d'une prime par rapport à des positions sur le marché secondaire, ce qui pourrait temporairement accroître davantage les spreads grecs. Néanmoins, il est important de faire remarquer que sur la base de nos prévisions (en tenant compte d'un déficit budgétaire de 12 % et d'une croissance négative du PIB de 0,5 %), **l'émission totale de dette grecque** devrait atteindre 44 milliards d'euros, **soit 12 milliards d'euros en moins qu'en 2009**. En effet, la Grèce connaîtra une réduction importante des amortissements obligataires en 2010.

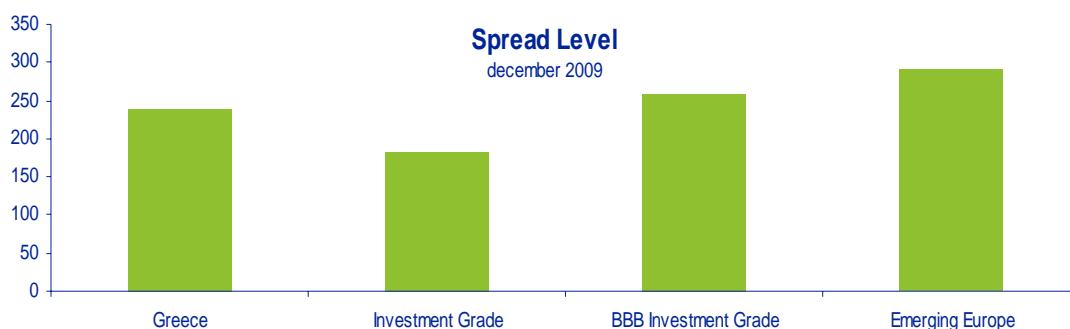
3 Stratégie

Nous maintenons notre surpondération actuelle en faveur de la Grèce par rapport à notre indice de référence. Nous attendons un environnement de marché plus favorable (conditions de marché plus liquides), la dissipation de l'incertitude actuelle concernant les ratings de crédit (qui devrait disparaître au cours des semaines à venir) et les mesures avancées par le gouvernement grec pour réévaluer notre exposition. Sur le marché de cette fin d'année (caractérisé par des conditions de marché moins liquides), la volatilité devrait se maintenir sur les obligations grecques.

Notre stratégie à long terme reste positive.

- **Le récent élargissement du spread devrait contribuer à exhorter le gouvernement grec à adopter des mesures fiscales rigoureuses.** La tension actuelle régnant sur les marchés financiers devrait aider le gouvernement grec en place à convaincre la population de la nécessité d'adopter des mesures draconiennes. La Grèce doit clairement stabiliser sa situation budgétaire et témoigner d'un engagement plus fort à maintenir les dépenses fiscales sous contrôle en proposant un budget révisé (plus strict et plus réaliste).
- Si la Grèce devait devenir encore meilleur marché sous le couvert de l'importante émission au 1er trimestre et de la révision à la baisse de la notation à BBB+ par d'autres agences de notation, les investisseurs pourraient profiter **d'opportunités d'achat à moyen terme**. Par rapport aux obligations européennes émergentes et au crédit « investment grade » de la même qualité de crédit, des opportunités se font jour aussi.

- Par ailleurs, les pays de l'UE pourraient intervenir au final par le biais de **mesures de soutien**.
- Nous ne croyons pas à une défaillance de la Grèce, qui se traduirait par la fin de la constellation actuelle de la zone euro. Le risque de contamination est trop important pour être négligé. Nous estimons dès lors que si un pays de la zone euro est confronté à un problème de remboursement ou d'émission de dette, il sera aidé. Une éventuelle défaillance mettrait gravement en péril d'autres économies européennes fragiles.



Sources: Barclays, Bloomberg, Commission européenne, Eurostat

Le présent document a un caractère purement informatif, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers, il ne constitue pas un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations. Toutefois, des erreurs ou omissions dans ces sources ou dans ces processus ne peuvent pas être exclues a priori. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.

Attention : Si le présent document mentionne des performances passées d'un instrument financier ou d'un indice financier ou d'un service d'investissement, fait référence à des simulations de telles performances passées ou comporte des données relatives à des performances futures, le client est conscient que ces performances et/ou prévisions ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. De plus, Dexia AM précise que :

- dans le cas où il est précisé qu'il s'agit de performances brutes, la performance peut être influencée par des commissions, redevances et autres charges.
- dans le cas où la performance est exprimée en une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur, les gains mentionnés peuvent se voir augmentés ou réduits en fonction des fluctuations du taux de change.

Si le présent document fait référence à un traitement fiscal particulier, l'investisseur est conscient qu'une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et qu'elle est susceptible d'être modifiée ultérieurement.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 24, §1 de la directive 2006/73/CE du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil.

Si la présente information est une communication publicitaire, Dexia AM tient à préciser qu'elle n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Dexia AM invite les investisseurs à toujours consulter le prospectus avant d'investir dans un de ses fonds. Le prospectus et d'autres informations relatives aux fonds sont disponibles sur le site www.dexia-am.com.