

Neuilly sur Seine, le 9 décembre 2011

Quel avenir pour l'Europe et l'Euro ?

Depuis notre dernière lettre sur l'environnement macro-économique, trois avancées majeures ont eu lieu, validant l'avenir de la zone Euro et de l'Euro :

- 1/ Les 6 principales banques centrales ont annoncé le 30 novembre une action massive et coordonnée visant à assouplir les conditions d'octroi de dollar aux banques, et ce, jusqu'en 2013. La BCE s'est ainsi engagée à fournir des liquidités en dollar auprès des banques européennes à un taux de 50 bps supérieur à l'OIS (Overnight Indexed Swap), contre 100 bps auparavant.

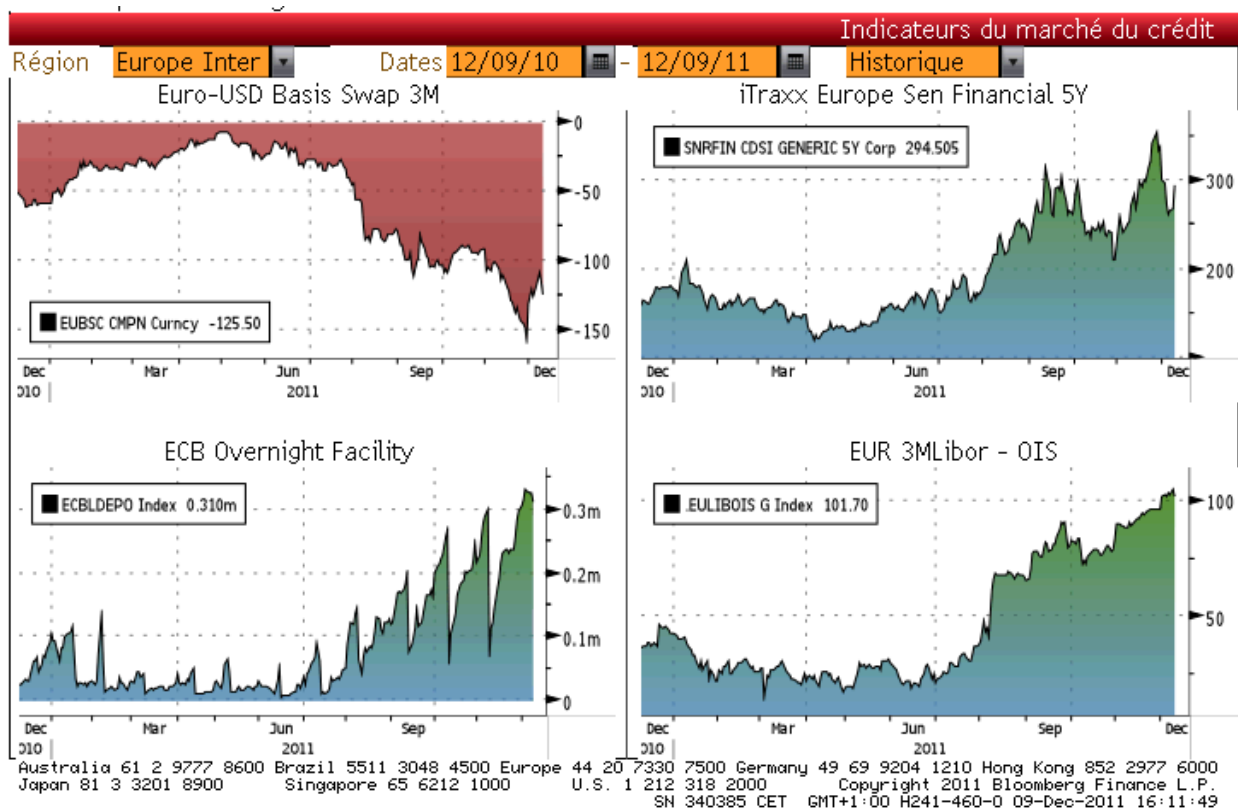
Cette annonce était cruciale pour apaiser les tensions sur la liquidité en dollar car vecteur de contagion à tout le système bancaire mondial. Comme le montre le graphique ci-dessous (en haut à gauche), le coût du financement en dollar s'était tout simplement envolé suite notamment aux retraits des « mutual funds » américains d'Europe.

- 2/ Lors de sa réunion du 8 décembre, la BCE a annoncé de nouvelles mesures fortes pour les banques de la zone Euro. Elle a d'une part ramené les taux directeurs à son plus bas historique, à savoir 1%. Et d'autre part, elle a annoncé des mesures dites « non-conventionnelles » pour soutenir les banques (en facilitant leur financement au moment où elles diminuent fortement leurs bilans)

Ces mesures sont très importantes pour fluidifier à nouveau le système interbancaire. On peut d'ailleurs voir sur le graphique ci-dessous (en bas à droite) à quel point le système interbancaire est grippé (le spread est au plus haut !). L'objectif recherché est bien évidemment de relancer l'offre de crédit pour les entreprises et les ménages, voire même de revenir sur les obligations d'Etats. En conclusion, sans réforme des traités européens, la BCE s'en tiendra à son unique mandat et fera tout pour protéger le système bancaire de la zone Euro (et d'ailleurs on peut même supposer que les achats de dettes souveraines sur le marché secondaire se sont faits en direct entre les banques et la BCE).

- 3/ Le sommet européen du 9 décembre a débouché sur un accord important validant la survie de la zone Euro et de l'Euro. Les négociations ont abouti sur un traité intergouvernemental entre les 17 pays de la Zone euro auxquels pourront se joindre tous les pays de l'UE le souhaitant. A l'heure actuelle, le Royaume-Uni et la Hongrie ont refusé ce traité tandis que la Suède et la République Tchèque ont besoin de consulter leurs parlements.

L'ambition est de mettre sur pied un nouveau cadre de surveillance budgétaire et de coopération économique. Il ne s'agit certes que d'une première étape mais elle est très importante. L'accord obtenu va limiter des dérapages budgétaires majeurs dans le futur et le président de la BCE, Mario Draghi, a donc été entendu. Nous sommes encore loin d'une gouvernance économique commune de la zone euro, qui pourrait ouvrir la voie aux fameux « eurobonds » et compléter de manière efficiente le rôle de la BCE.



Source Bloomberg

Nous rappelions les points clefs de soutien à l'Euro cette année malgré le cyclone dévastateur des dettes souveraines européennes.

- la politique de la BCE apparait comme moins inflationniste que celle de la FED (phénomène de stérilisation). En témoigne l'évolution fulgurante des dépôts auprès de la BCE (graphique en bas à gauche) de 50mds à plus de 300mds d'euros à comparer aux achats de dettes souveraines pour le même ordre de grandeur. Il n'y a donc eu aucune monétisation de la dette.
- les flux de capitaux ont été plus importants vers la zone Euro que vers les Etats Unis, notamment de la Chine
- enfin car la situation de la dette aux Etats Unis (aussi bien publique que les soldes courants) est au moins aussi délicate sinon pire qu'en zone Euro

Cependant, avec les avancées récentes et décisives en termes d'intégration budgétaire et monétaire, les politiques ont facilité les futures négociations avec la BCE qui devrait se montrer plus coopérative et ouverte à une réforme de son mandat via un nouveau traité.

Dès lors, tous les voyants économiques aux Etats Unis étant repassés dans le vert (amélioration de l'emploi, des conditions de crédit et des sentiments de confiance en général), nous conservons toujours un biais positif sur le dollar à moyen terme dans notre gestion. A court terme cependant, une résorption de l'aversion au risque pourrait maintenir une parité autour de 1.35 et offrir ainsi des opportunités.

Note rédigée par Olivier Boularand, Directeur Général Délégué et Gérant au sein de Wiséam
Sources : Bloomberg, Wiséam