

FLASH MARCHÉS



La question irlandaise

/// Le point de vue de Natixis Asset Management

■ Décryptage macroéconomique

par Philippe Waechter, Directeur de la Recherche Economique

Les tensions sur le marché obligataire irlandais traduisaient, ces dernières semaines, les interrogations des investisseurs quant à la capacité de l'économie irlandaise à faire face à d'importants défis économiques et financiers. Plutôt que de faire face seule à cette situation, l'Irlande a accepté l'aide de l'Europe, de la BCE et du FMI. Cette mutualisation du risque peut éviter un scénario défavorable pour l'économie irlandaise et maintenir la crédibilité de la zone euro.

Cette défiance des investisseurs s'était accrue récemment avec les difficultés rencontrées par le système bancaire irlandais. Les aides et garanties apportées par le gouvernement irlandais à son système bancaire se sont traduites par un gonflement sans précédent du déficit public. Celui-ci avoisinerait les 32 % du PIB en 2010.

L'aide, qui devrait s'élever à 80 ou 90 milliards d'euros, devra être répartie selon un mode qui reste encore à définir entre une aide aux finances publiques et une aide au secteur bancaire.

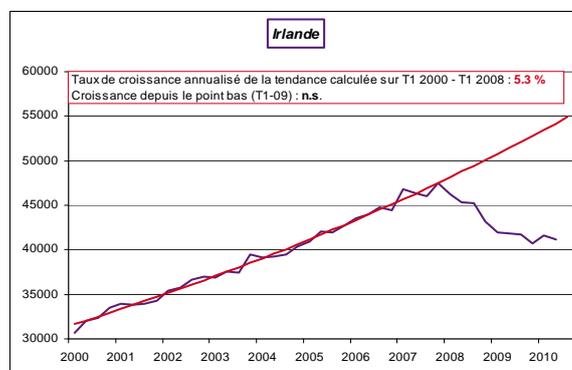
Les négociations qui s'ouvrent entre l'Irlande et les représentants de la *troika* (Europe, BCE, FMI) devront définir les règles qui s'appliqueront pour que l'évolution des finances publiques irlandaises soit soutenable à moyen terme. Les discussions sur la situation de l'économie irlandaise et le profil de croissance qui en résultera sont essentielles.

• La situation de l'économie irlandaise

Le profil de l'activité et des prix

L'économie irlandaise a connu une longue période de très forte croissance. De 2000 à fin 2007, elle a en effet progressé en tendance de 5,3 % par an.

Sa dynamique était portée par une dynamique robuste du marché immobilier, un crédit bancaire plus abondant et l'enrichissement de son offre. Ce dernier point reflétait la plus grande diversité du tissu industriel et de services de l'économie irlandaise favorisé par des mesures fiscalement attractives.

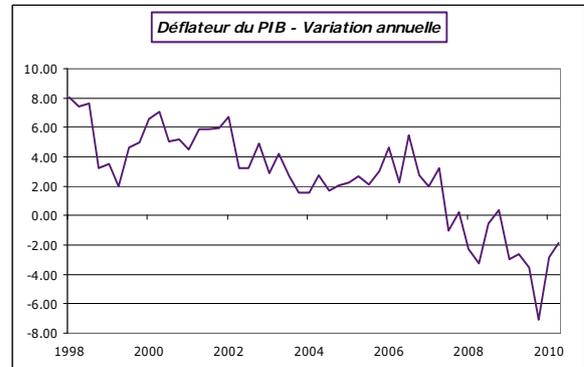


Datstream - Natixis AM

Cette dynamique vertueuse s'est néanmoins interrompue en 2008. Le profil haussier de l'économie irlandaise s'est inversé. Le marché immobilier s'est retourné provoquant un premier choc négatif sur l'activité et sur l'emploi.

La rupture commune à l'économie globale a ensuite accentué le mouvement de repli.

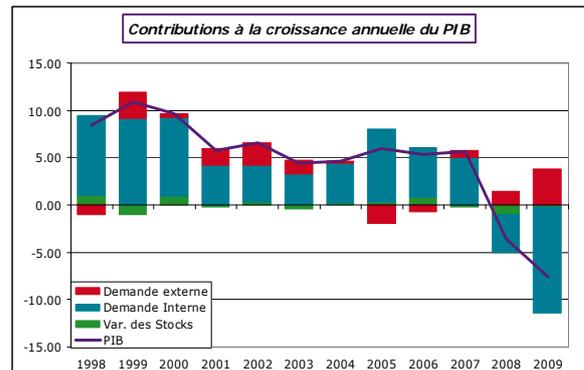
L'Irlande, qui par la diversité de son offre bénéficiait d'une dynamique très favorable sur ces exportations, a été directement affectée par le repli brutal du commerce mondial. Le profil de l'activité a changé rapidement de tendance comme le suggère le graphe de la page précédente. À la fin du 2^e trimestre 2010, l'Irlande enregistrait un repli de 13,5 % par rapport au point haut du dernier trimestre de 2007. Cette rupture s'est accompagnée d'une progression rapide du chômage et d'une réduction de la demande qui s'est traduite par une période longue de baisse de prix (cf. Graphe ci-contre).



CSO – Natixis AM

Les déterminants de la croissance

La dynamique vertueuse dont a bénéficié l'économie irlandaise s'observe dans le graphique ci-contre qui indique les différentes contributions à la croissance annuelle de l'Irlande. La demande interne a joué un rôle prépondérant dans le développement de l'économie irlandaise puisque sa contribution était de 5 % en moyenne. La consommation des ménages et l'investissement ont également chacun eu une contribution marquée.



Datostream – Natixis AM

Le commerce extérieur a également participé positivement en moyenne avec une dynamique robuste des exportations.

Le marché intérieur a donc été au cœur de la croissance irlandaise avec d'importantes créations d'emplois et un taux de chômage très faible.

Sur le graphique, on observe que la dynamique interne s'est retournée en 2008 et 2009. Les dépenses de consommation se sont repliées alors que l'investissement s'est effondré. Dans le même temps, le commerce extérieur a a contrario eu une contribution positive. Pendant cette période, L'Irlande a bénéficié de la reprise de l'activité globale alors que ses importations ralentissaient en raison de la déprime du marché intérieur.

Les prévisions du gouvernement

Dans le document sur les perspectives économiques et budgétaires paru le 4 novembre 2010, le gouvernement irlandais a détaillé sa feuille de route et le profil attendu sur les finances publiques.

Dès 2011, le gouvernement irlandais anticipe une reprise rapide de l'activité et de l'inflation. La croissance de l'activité passerait de 0,25 % (prévision du gouvernement) à 1,75 % avant d'accélérer et de passer à 3,25 % en 2012.

Du côté des prix, l'évolution du déflateur passerait de négatif à positif dès 2011 avec une accélération de cette inflation à l'horizon 2014.

Ces prévisions sont présentées dans le graphe ci-contre.

Ce profil n'est pas sans conséquence sur le profil des finances publiques.

Le gouvernement considère que le commerce extérieur va tirer l'activité vers le haut, sans attendre de rebond de la demande interne.

Le graphique ci-contre explicite la structure des exportations irlandaises et souligne la grande dépendance de l'Irlande vis-à-vis de l'Europe.

- **Projection de la dette publique**

La dynamique de la dette publique est fonction de l'évolution du déficit public et du profil de croissance et d'inflation.

Dans le document du gouvernement, l'évolution du déficit correspond au déficit global. La distinction entre les dépenses, notamment la distinction entre dépenses d'intérêt sur la dette et dépenses hors intérêt, ne ressort pas.

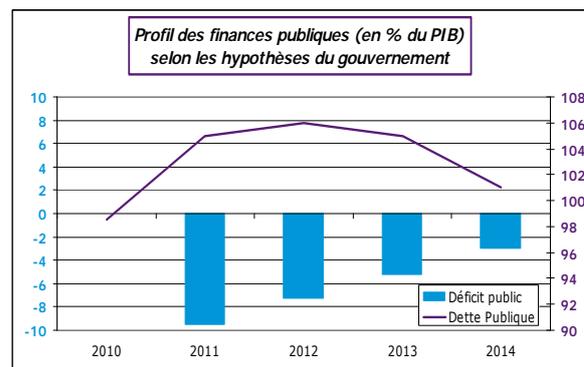
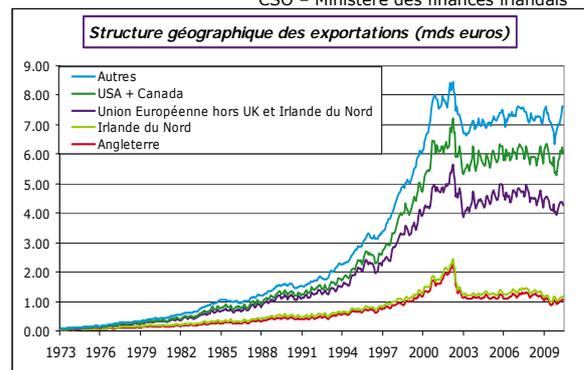
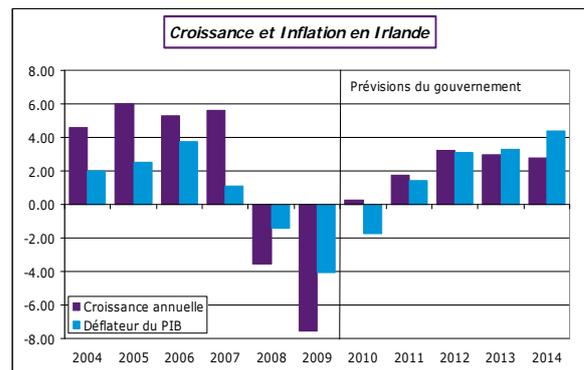
L'objectif clairement défini par le gouvernement irlandais est de réduire son déficit de 15 milliards d'euros à horizon de 2014. Le profil de la croissance étant donné, le profil du déficit est défini pour permettre une stabilisation puis une remise en question de la dette publique à l'horizon 2014.

Le profil du déficit attendu à partir de 2011 et l'évolution de la dette publique sont présentés dans le graphe ci-contre.

Le schéma retenu est donc "calé" pour qu'en 2014 il y ait réduction de la dette publique.

> On peut s'interroger sur les hypothèses faites tant sur le profil de la croissance que sur celui des déficits publics.

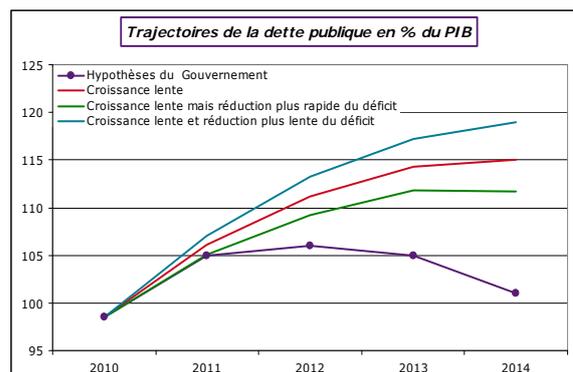
Les profils qui sont représentés après reprennent le même schéma, mais avec une hypothèse de croissance plus réduite (1 % de croissance et 1 % d'inflation) et/ou une hypothèse différente sur les déficits publics.



Trois hypothèses sont retenues :

- croissance plus lente et hypothèses identiques sur le déficit ;
- croissance lente et hypothèse de réduction plus rapide du déficit (1 point d'amélioration par an) ;
- croissance lente et hypothèse de réduction plus lente du déficit (1 point de déficit en plus par an).

> Dans les hypothèses 1 et 3, pas de stabilisation de la dette publique. Le profil 2 permet cette stabilisation de mais à un niveau plus élevé en raison d'une croissance réduite.



John McHale – Natixis AM

Dans les discussions sur l'aide européenne, on perçoit bien l'arbitrage entre scénario macroéconomique et profil du déficit public. Les options prises doivent permettre de stabiliser le ratio de dette.

Le risque dans ce cadre est une instabilité politique qui pourrait s'observer après la convocation des élections générales de janvier. Les tensions internes sont déjà fortes et s'il y a davantage d'instabilité politique, il sera plus complexe et difficile de mettre en place un scénario restrictif sur le plan budgétaire. Cela se traduirait alors par une instabilité de la dette.

■ Point de vue de la gestion

par la Direction de la Gestion Taux

• Evolution des marchés

Niveaux	25/11/2010	24/11/2010	16/11/2010	25/11/2010	24/11/2010	16/11/2010	
Taux gouvernementaux 2 ans			Taux gouvernementaux 10 ans				
Allemagne	0.94	0.97	1.11	Allemagne	2.70	2.71	2.70
France	1.09	1.09	1.20	France	3.14	3.10	3.12
Portugal	4.48	4.42	4.31	Portugal	7.03	7.02	6.76
Italie	2.59	2.45	2.43	Italie	4.40	4.34	4.30
Irlande	5.82	5.73	5.14	Irlande	9.00	8.86	8.12
Grèce	11.49	11.73	11.06	Grèce	11.93	11.92	11.60
Espagne	3.51	3.40	2.93	Espagne	5.17	5.06	4.72
Change et émergents			Actions et crédit				
€ / \$	1.33	1.34	1.36	S&P 500	1198.35	1180.73	1178.59
€ / CHF	1.33	1.33	1.36	VIX	19.56	20.63	21.76
EMBI	223.74	223.74	218.06	Itraxx Main	107.3944	107.39	100.25

• Actualité des marchés au 23/11/2010

Bloomberg

La crise irlandaise semble avoir finalement trouvé une issue le 21 novembre avec la décision du gouvernement irlandais de solliciter une aide financière extérieure.

Ce plan s'appuiera sur les facilités mises en place au printemps après l'éclatement de la crise grecque, impliquant ainsi l'Union européenne, l'EFSF (European Financial Stability Facility) et le FMI. La Suède et le Royaume-Uni ont également offert leur participation par le biais de prêts bilatéraux, ce que l'exposition de leurs systèmes financiers respectifs au risque irlandais justifie pleinement.

L'Irlande s'est donc rendue à l'évidence : une économie ouverte de sa taille ne peut assumer seule les problèmes d'insolvabilité d'un système bancaire beaucoup plus grand que son économie sous-jacente. L'actif des 6 plus grandes banques irlandaises représente en effet 330 % du PIB. L'éclatement de la bulle immobilière a précipité cette économie très endettée dans une déflation inextricable.

Le ministre des finances a indiqué que les prêts atteindront moins de 100 milliards d'euros. La maturité sera vraisemblablement de 3 et 5 ans et le taux appliqué devrait avoisiner Euribor+350/450bp. Le budget 2011, qui sera voté le 7 décembre prochain, visera une réduction de 6 milliards d'euros du déficit qui atteint 12 % du PIB en 2010 (32% si l'on tient compte de la recapitalisation du système bancaire décidée en septembre).

> Ce premier budget fait partie d'un plan pluriannuel de réduction de 15 milliards d'euros des déficits (dont 10 milliards d'euros de baisse des dépenses et 5 milliards d'euros de recettes supplémentaires) qui devrait ramener le déficit à 3 % en 2014. Les progrès seront soumis à une validation du FMI et de l'Union européenne, contrepartie de l'aide actée. Il semble qu'environ un tiers du plan de sauvetage servira à une nouvelle recapitalisation des banques, déjà sous contrôle de l'État. Des ventes d'actifs "non-core" constituent une priorité pour réduire la taille du système bancaire.

> À court terme, la BCE devra poursuivre son soutien aux banques irlandaises, financées aujourd'hui à hauteur de 130 milliards d'euros par l'institut d'émission, et probablement continuer ses achats d'emprunts d'État. À plus long terme, le modèle de croissance irlandais, nourri des flux d'investissements directs à l'étranger attirés par la faiblesse des taux d'imposition, pourrait devoir être remis à plat.

• Les événements à venir

• 26 novembre 2010

Appel à une grève générale au Portugal, juste avant l'approbation du budget 2011 prévue pour le 30 novembre.

• 2 décembre 2010

La BCE devra prendre une décision quant à sa politique de provision de liquidités, notamment la prorogation des opérations de refinancement à 3 mois, voire les achats de titres.

• 7 décembre 2010

L'Irlande soumettra son budget 2011 au parlement. Le volet social du budget sera examiné en décembre également.

• 16/17 décembre 2010

Le Conseil européen se réunit. Les grandes lignes d'un mécanisme de restructuration des dettes souveraines pourraient être dévoilées.

• Janvier 2011

Elections parlementaires anticipées en Irlande.

• Conclusions de la Gestion

> Irlande

La vue des équipes de gestion de Natixis Asset Management est négative sur l'Irlande depuis cet été en raison des difficultés de financement anticipée à échéance du plan gouvernemental de garanties au secteur bancaire. De plus, l'Irlande ne représente que 2 % du total des dettes souveraines de la zone euro et la liquidité de ce marché s'est encore réduite avec la crise, malgré le soutien apporté par la BCE et ses achats de dette irlandaise (et portugaise).

Le plan de sauvetage devrait néanmoins venir soutenir la partie courte de la courbe irlandaise. C'est pourquoi **Natixis Asset Management revient à la neutralité** sur les titres irlandais de 1 à 3 ans, qui offrent un portage intéressant avec un taux de rendement de 4,80 % environ. Pour les maturités plus longues, il faut attendre le détail du plan de sauvetage avant toute réévaluation de position.

> Autres pays dits "périphériques"

La gestion privilégiée :

- **une position neutre (Espagne),**
- **une surexposition sur les maturités très courtes grecques (inférieures à 1 an)**
- **une sous-exposition sur le Portugal.** Ce dernier est en effet susceptible de voir ses rendements se dégrader par contagion, tandis que l'Espagne est davantage soutenue par des achats de dettes de la part de ses banques domestiques.

*Rédigé le 23/11/2010
par les Directions Gestion Taux
et Recherche Economique de Natixis Asset Management*

Avertissement

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier à tout moment et sans préavis les informations présentées dans ce document qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Ce document est exclusivement destiné aux clients professionnels.