

Dettes souveraines européennes recherchent nouveaux investisseurs

Le recours à l'épargne domestique fait revenir les particuliers sur les marchés italien et belge.

PAR GUY MARCHAL

Pour apaiser les tensions sur les dettes souveraines européennes, quoi de mieux que de trouver des investisseurs stables, indifférents à la volatilité des titres détenus, adeptes du *buy and hold* et confiants dans la capacité de remboursement de leur pays. Le canal « moderne » des marchés de capitaux et des investisseurs non résidents, si caractéristique de la décennie 2000, a perdu de son aura avec la crise. Certains gouvernements en sont venus à expérimenter de nouveaux canaux d'épargne. Les baisses des notations qui n'épargnent plus grand monde désormais perturbent aussi de nombreux investisseurs. Pour se conformer à leur régulateur ou à leurs propres règles internes, assureurs, fonds de pension et sociétés de gestion d'actifs peuvent se retrouver contraints de se délester des titres publics au *rating* fragilisé.

Bien que marginale, une modification de la base d'investisseurs est désormais visible, notamment en Italie et en Belgique. Elle est partie prenante du mouvement général de « renationalisation » des marchés de dette publique. Le gouvernement belge est passé



Les Italiens semblent reprendre goût aux titres publics.

FONDS UTILISABLES

(LTRO, tombées de dette souveraine) par les banques domestiques pour des achats de dette souveraine en 2012.

(Mds €)	Fonds utilisables	Montant émissions
Italie	93	245
Espagne	4	87
France	42	200

Sources : Bloomberg, HSBC

à l'acte fin 2011 en réservant aux particuliers une souscription de 5,7 milliards d'euros de bons d'Etat (une taille importante à l'échelle du pays). En Italie, les ménages italiens semblent vouloir renouer avec une tradition d'achat de titres publics, abandonnée ces dernières années. Selon l'Observatoire de l'épargne européenne, ils ont acquis 30 milliards d'euros de titres d'Etat début 2011, un mouvement interrompu par la débandade des marchés au cours de l'été.

En envoyant la dette italienne dans la zone « BBB », Standard & Poor's (S&P) a rapproché les BTP (le 10 ans de la péninsule) du compartiment *high yield* et surtout compliqué la tâche des investisseurs institutionnels, à la fois alléchés par des rendements élevés mais contraints réglementairement de se délester de titres de plus en plus mal notés. L'histoire est loin d'être terminée. « Le cycle de dégradation des notes des agences est toujours lent à se mettre en route, explique Etienne Gorgeon, directeur de la gestion de taux chez Edmond de Rothschild IM. Une fois lancé, il accélère. Puis il passe à une phase d'exagération quand les agences deviennent 'market movers'. » Pour le gérant, il faut s'attendre à d'autres baisses dans les trimestres à venir. Le scénario de la dette italienne classée en *high yield* si les autres agences suivent le chemin de S&P posera un problème certain (Moody's vient de dégrader l'Italie à « A3 » avec perspective négative). « La dette italienne représente plus de 1.900 milliards d'euros pour un marché de la dette 'high yield' européen de 180 milliards », poursuit Etienne Gorgeon.

Une issue serait de puiser dans l'épargne des ménages transalpins.

« Les particuliers italiens disposent d'importantes liquidités sous la forme de comptes courants et de dépôts à terme : 650 milliards d'euros dans les banques et 310 milliards auprès de La Poste, indique Philippe Weber, responsable des études et de la stratégie de CPR AM Le patrimoine net des ménages (immobilier + actifs financiers - endettement) est un des plus élevés de la zone OCDE. Il est supérieur à ceux des Français et des Allemands. »

LTRO

Une autre issue serait des achats massifs de titres publics par les banques. Elles en ont acheté 60 milliards d'euros dans la zone euro en décembre. Les opérations de refinancement à trois ans (LTRO) de la Banque centrale européenne sont censées encourager cette tendance (L'Agefi Hebdo du 26 janvier). Mais là aussi, une dégradation plus prononcée de souverains n'est pas sans poser de problème pour le respect des nouvelles règles de Bâle III, notamment les ratios de liquidité, rappelle une note de HSBC France. La pondération du risque dans l'approche standardisée de Bâle III est de 20 % de « A+ » à « A- » et de 50 % de « BBB+ » à « BBB- ». Avec de nouvelles dégradations de l'Italie, « l'éventualité d'une hausse de la pondération de risque de 20 % à 50 % est notable, ce qui rendrait le 'carry trade' (achats de titres d'Etat par la liquidité fournie via les LTRO, NDLR) moins rentable vis-à-vis du coût du capital et surtout les titres inéligibles pour le calcul du ratio de liquidité ». Pour l'étude de HSBC, en cas de déficit de demande de titres publics, « il sera nécessaire de trouver d'autres investisseurs. Des plus spéculatifs comme les 'hedge funds', ou des plus long terme comme les fonds souverains, pourraient prendre un rôle plus important ». ■

Du mouvement à prévoir

Dettes souveraines en zone euro par types d'investisseurs

Pays	Banques domestiques	Banques étrangères	Acteurs non bancaires
Belgique	23 %	24 %	53 %
Allemagne	28 %	14 %	59 %
Espagne	35 %	13 %	53 %
France	17 %	9 %	74 %
Italie	25 %	13 %	62 %
Pays-Bas	19 %	17 %	64 %

Sources : Eurostat, FMI, BRI, HSBC