

Sur le blog de Stuart Thomson* : La France n'est pas en faillite mais sa note AA+ ne tiendra pas longtemps

« L'écart de performance économique entre la France et l'Allemagne est important et devrait croître davantage dans les huit prochains mois, même si le spread entre les taux de référence à 10 ans a continué de se resserrer », note Stuart Thomson, dans Marché des obligations souveraines.

« La position "short" sur la France par rapport à l'Allemagne a été l'une des plus grandes opérations perdantes de l'année passée, mais alors que nous nous approchons d'un spread moyen de 52 pb sur les cinq dernières années, le "short squeeze" devrait s'inverser face à la détérioration de la performance économique.

La récente gaffe du Ministre du Travail Michel Sapin, qui a déclaré "il y a un État, mais c'est un État totalement en faillite", n'a pas été la pire (il tentait d'expliquer la nécessité d'une politique d'austérité budgétaire). Les propos ont été rapidement démentis, mais ils soulignent la forte probabilité de nouvelles dégradations de la note de la France. Seul Fitch lui accorde une note souveraine AAA, qui devrait lui être retirée sous peu. La perspective de nouvelles baisses par S&P est plus importante.

Une nouvelle perspective négative est en effet probable avant l'été, suivie d'une dégradation à AA avant la fin de l'année. Une décision qui sera justifiée par la détérioration de la performance économique et les espoirs de reprise déçus au second semestre. L'indice PMI composite a baissé, passant de 42,7 en janvier à 42,2 en février, son plus bas niveau depuis mars 2009, ce qui va dans le sens d'une contraction annuelle du PIB de plus de 1 %, alors que le gouvernement table sur une croissance de 0,8 %.

Personne ne croit à cette estimation officielle que l'on peut qualifier d'ambitieuse, car même l'OCDE basée à Paris et le FMI dirigé par la France prévoient une croissance réelle du PIB de 0,3 % au mieux en 2013. Ce qui contredit le récent mea culpa de ces organisations qui avaient sous-estimé les multiplicateurs budgétaires négatifs dans un contexte de taux d'intérêt nul.

Le gouvernement entend resserrer sa politique budgétaire de 1,8 % en 2013, en grande partie grâce aux augmentations d'impôts, et tandis que les expériences passées suggèrent que l'austérité actuelle ne sera pas aussi stricte que cela, je pense qu'il est plus réaliste de miser sur une contraction de la France de 0,8 % cette année, ce qui maintiendra le déficit budgétaire à plus de 1,5 % au-dessus de l'objectif officiel de 3 %.

Une profonde austérité budgétaire va exacerber la hausse du chômage et la baisse des prix des logements. En outre, les consommateurs sont confrontés à l'incertitude concernant la réforme du travail et des retraites. Les exportations ont été victimes d'une perte de compétitivité ces dix dernières années, en raison de l'augmentation des coûts du travail par rapport à l'Allemagne, ce qui devrait être renforcé par une nouvelle appréciation de la devise dans les mois à venir. Morgan Stanley estime que la juste valeur de la monnaie européenne est de \$1,23 pour la France, contre \$1,53 pour les exportations allemandes.

Ces tendances économiques divergentes ont été manifestes et accrues au cours de l'année passée, mais elles n'ont pas été reflétées dans les spreads de l'indicateur de référence, car la France s'est renforcée grâce à des causes extérieures. En d'autres termes, les mouvements de refuge vers le franc suisse ont été absorbés par la Banque nationale suisse (BNS) qui, à son tour, a réinvesti ces incroyables produits en euros dans le marché des emprunts d'État français, estimant que la France était la dernière ligne de défense pour la monnaie unique.

La détermination de Mario Draghi à empêcher l'effondrement de l'euro a encouragé les banques centrales asiatiques à suivre les pas de la BNS au second semestre.

Le spread actuel n'est plus cohérent avec les fondamentaux économiques de la France. Plus important, le revirement des mouvements de refuge vers le franc suisse a réduit la demande de la

BNS en obligations françaises et les autres banques centrales se tournent vers les marchés des emprunts d'État des pays périphériques, qui rapportent davantage.

Enfin, même si nous anticipons une dégradation de la note de crédit à AA, cela ne constitue pas encore un danger. Les notes de crédit souverain ne deviennent préoccupantes pour les marchés des taux que lorsqu'elles sont abaissées à A. La note AA reste parfaitement acceptable pour les banques centrales mondiales et elle devrait fournir une limite basse à l'élargissement du spread. »

**Chef économiste, IGNIS Asset Management*