

The logo for Union Bancaire Privée (UBP), consisting of the letters 'UBP' in white on a dark green square background.

UNION BANCAIRE PRIVÉE



COMMITTED TO YOU

Coninco Master Class - Vevey

5 & 6 Novembre 2012

Emprunts d'états

Crise de la dette: comment en sortir ?

Michel Girardin
Responsable de la recherche
thématique

Jean-Pierre Buchs
Conseiller pour la
clientèle institutionnelle

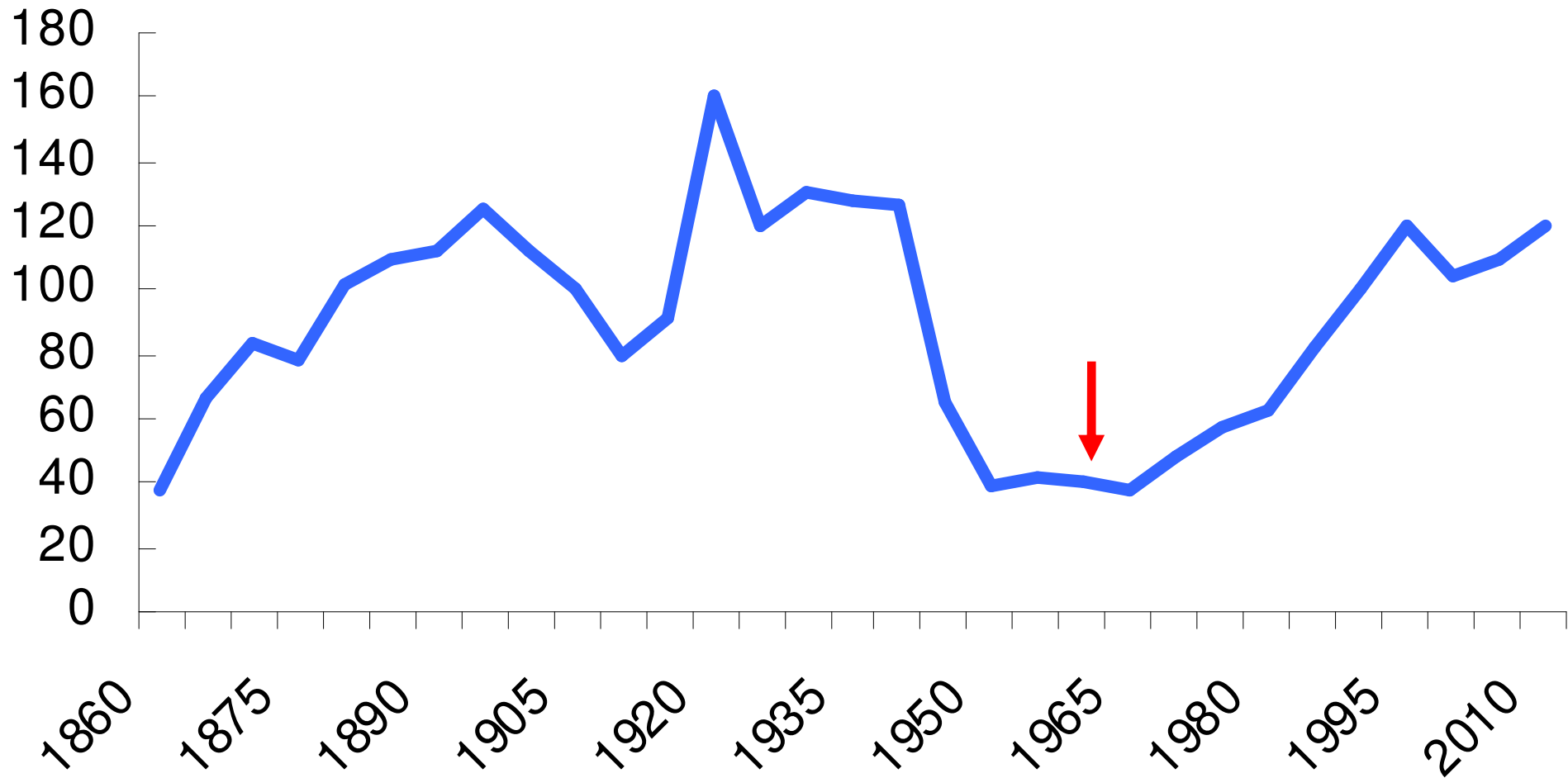
Union Bancaire Privée, UBP SA | Rue du Rhône 96-98 | CP 1320 | 1211 Genève 1, Suisse
Tél.: +4158 819 21 11 | Fax: +4158 819 22 00



- 1. L'austérité comme solution à la dette ?**
- 2. Quelles autres solutions ?**
- 3. Incidences pour la gestion obligataire**

Sous les pavés, la dette ?

Italie : Dette publique/PIB (%)

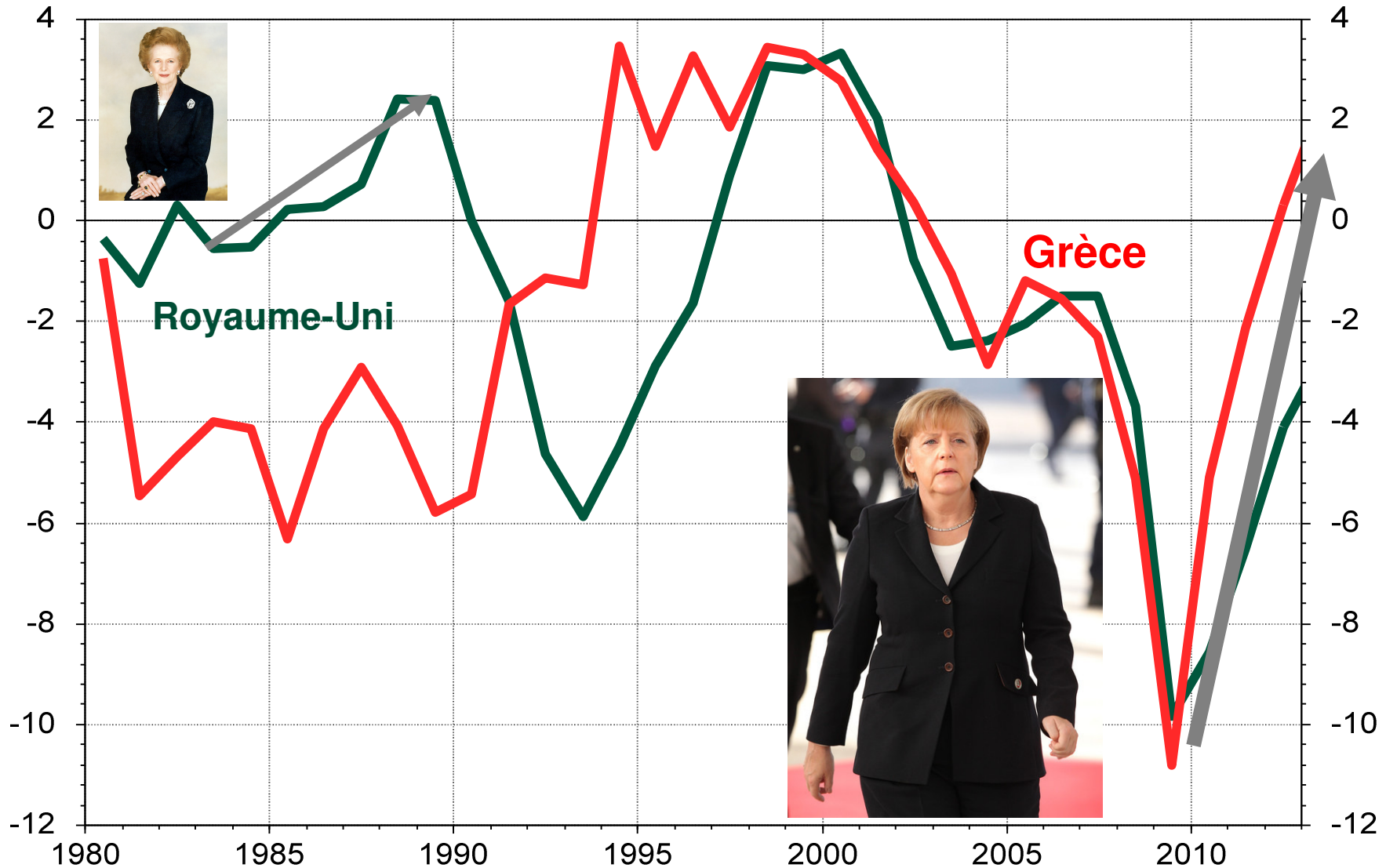




1. L'austérité comme solution à la dette ?

L'austérité: solution des dames de fer

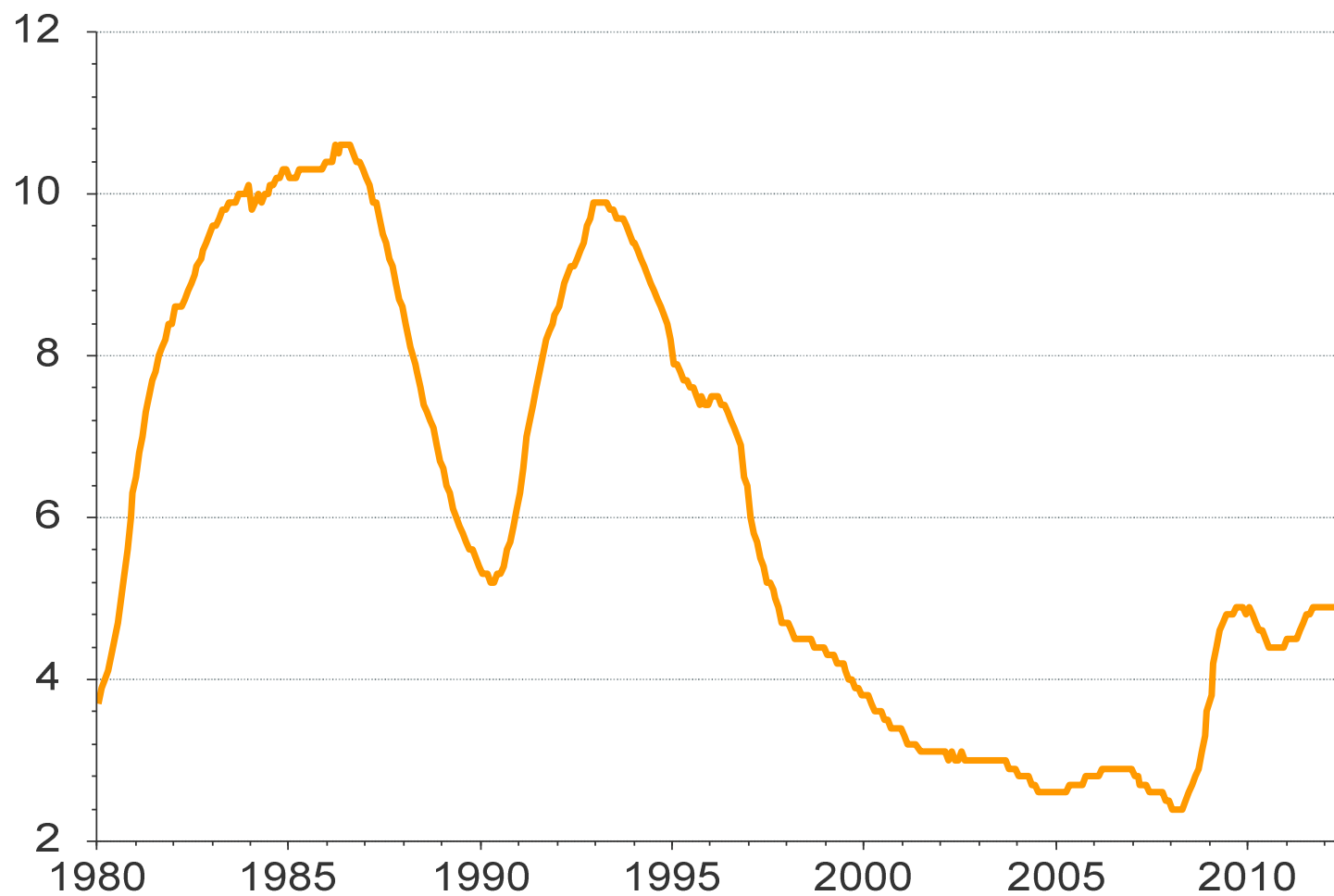
Solde de la balance « primaire » (% PIB)



Source: OCDE

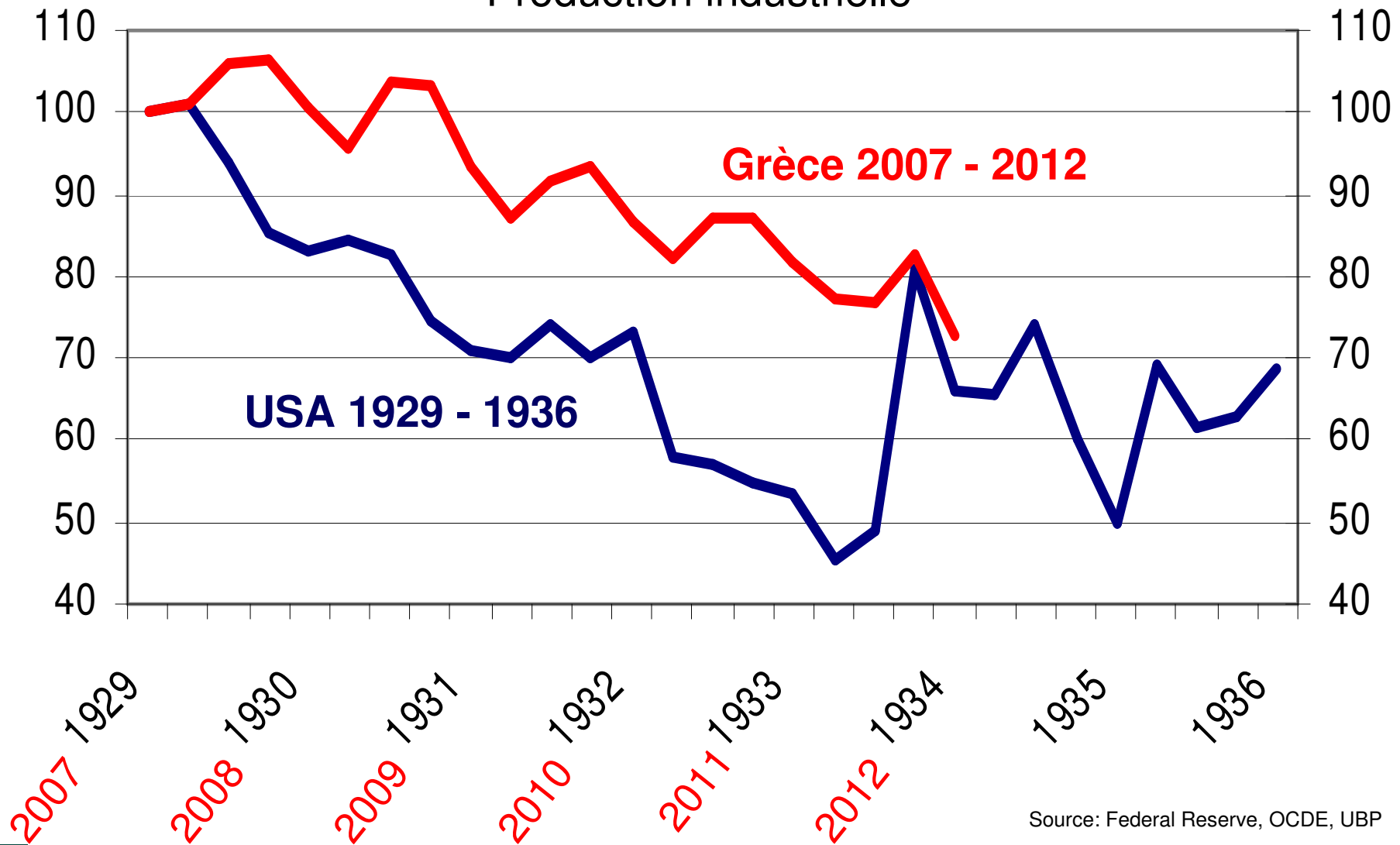
Le prix de l'austérité: au Royaume-Uni ...

Taux de chômage



... et en Grèce

Production industrielle

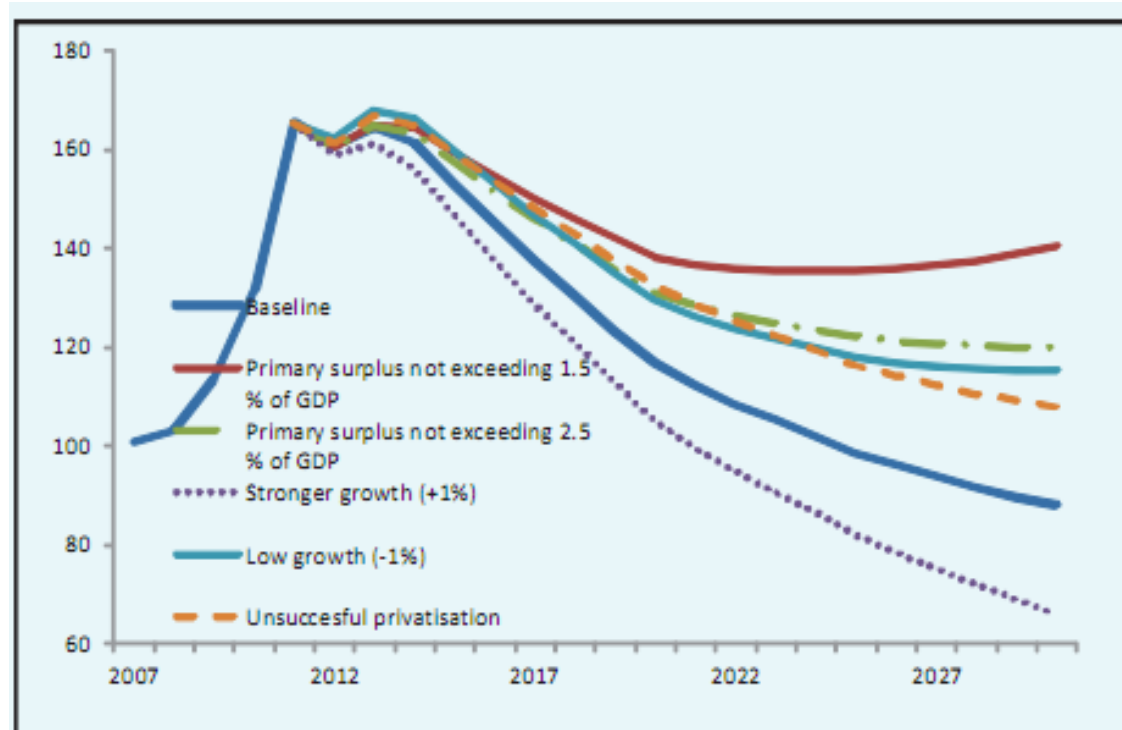


Source: Federal Reserve, OCDE, UBP



Réduire le numérateur du ratio « Dette/PIB » en Grèce ? On peut rêver

Dette publique/PIB avec différents scénarios



- Problème: la dette est un “Stock” alors que le PIB est un “Flux”. Vitesse d’ajustement n’est pas la même !
- Exiger de la Grèce qu’elle réduise d’un quart sa dette d’ici 2020 (de 160% à 120% du PIB) revient à demander à un particulier qui aurait une hypothèque de 800’000 CHF (pour un revenu indiqué de 130’000 CHF) d’économiser $200'000 / 7 = 29'000$ CHF par an, soit 22% du revenu brut !

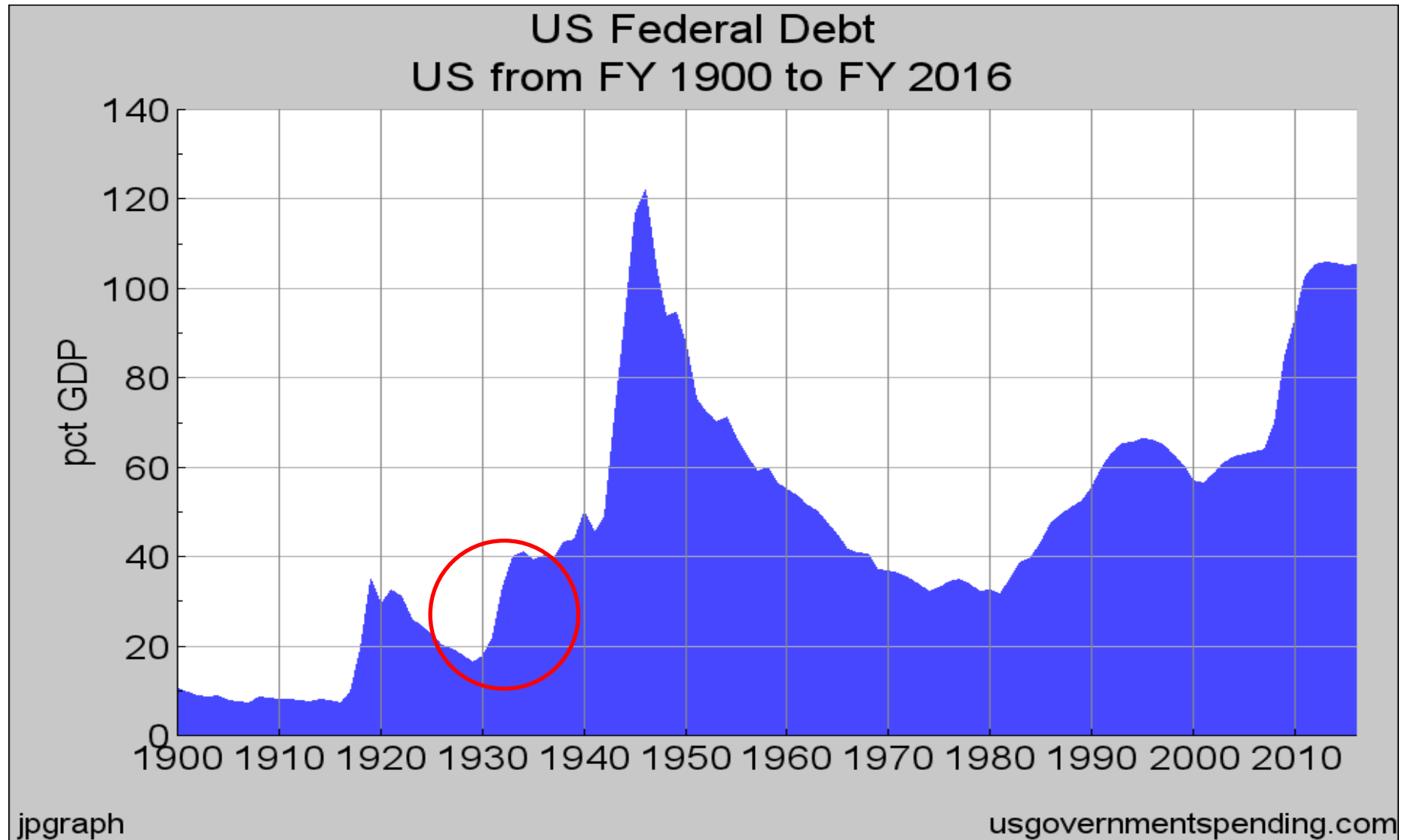
Les agences de notation n'aiment pas l'austérité

13 juillet 2012: Moody's réduit la note souveraine de l'Italie de A3 à Baa2

Motif:

Selon Moody's, l'Italie pourrait connaître une croissance "faible" et un "chômage plus élevé", l'empêchant de remplir ses objectifs de réduction des déficits et faisant naître le risque que le pays "ne puisse plus se financer auprès des marchés financiers".

L'austérité: grande erreur du président Hoover



L'austérité ne fait pas le bonheur ...

Hoover

1929 - 1933

Dette publique

33%

PIB

-45%

Dette/PIB

16% → 40%

... mais la croissance, oui !

Roosevelt

1933 - 1937

Dette publique

62%

PIB

61%

Dette/PIB

40% → 41%

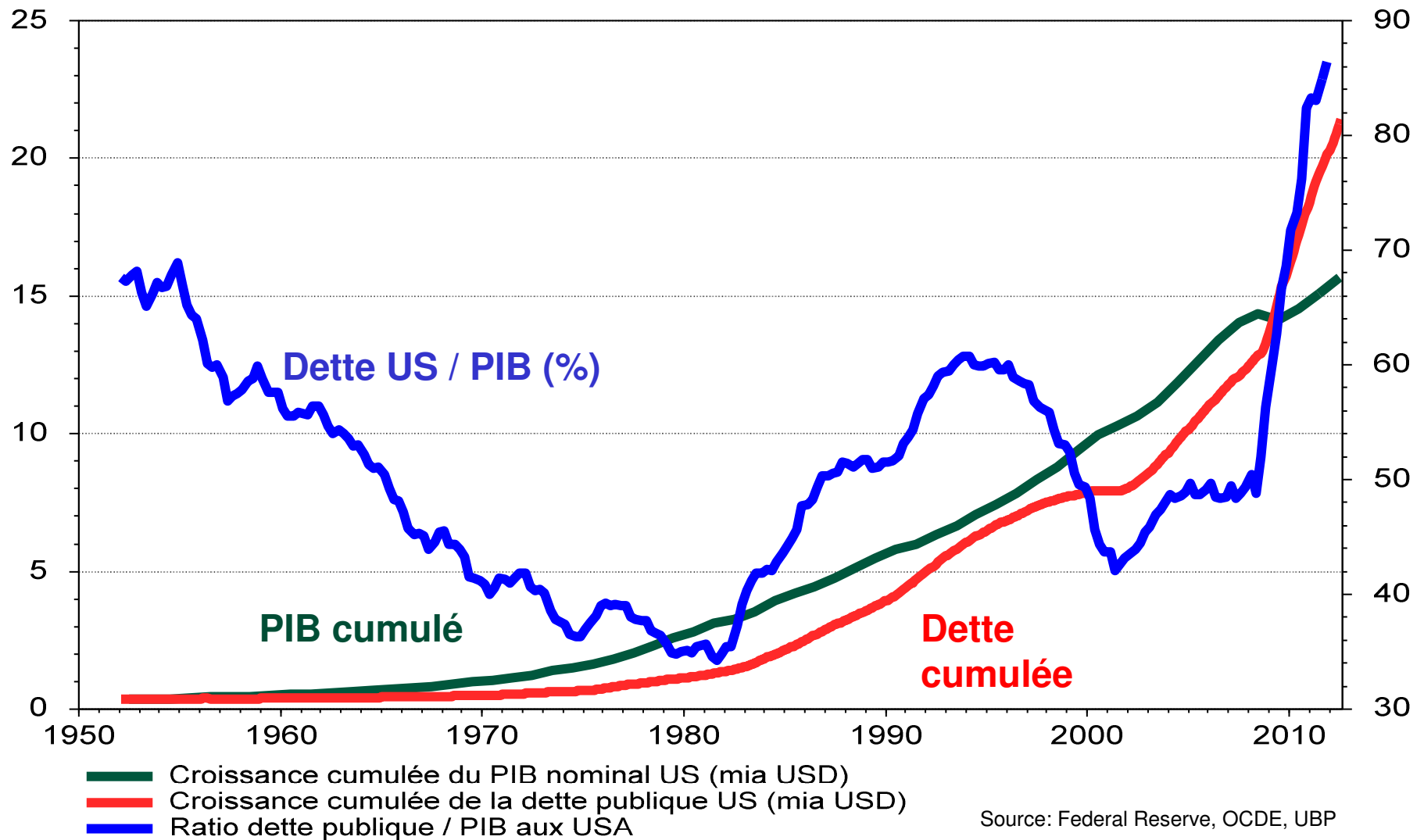
***Ceux qui n'apprennent rien du passé
sont condamnés à le reproduire***





2. Quelles autres solutions ?

La croissance: solution glorieuse

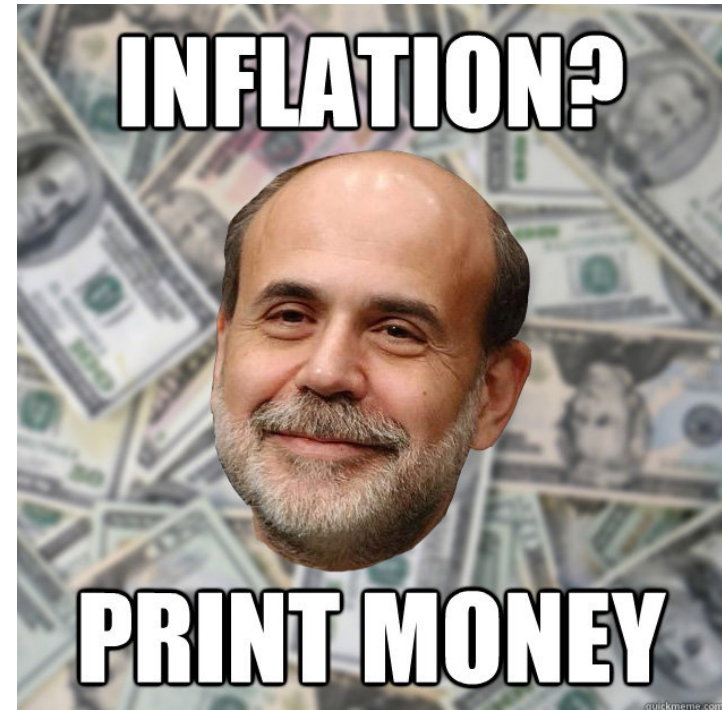


L'inflation, solution miracle ?

« Tout le monde sait que l'inflation érode la valeur réelle de la dette gouvernementale. C'est donc dans l'intérêt d'un Etat de créer un peu d'inflation. »

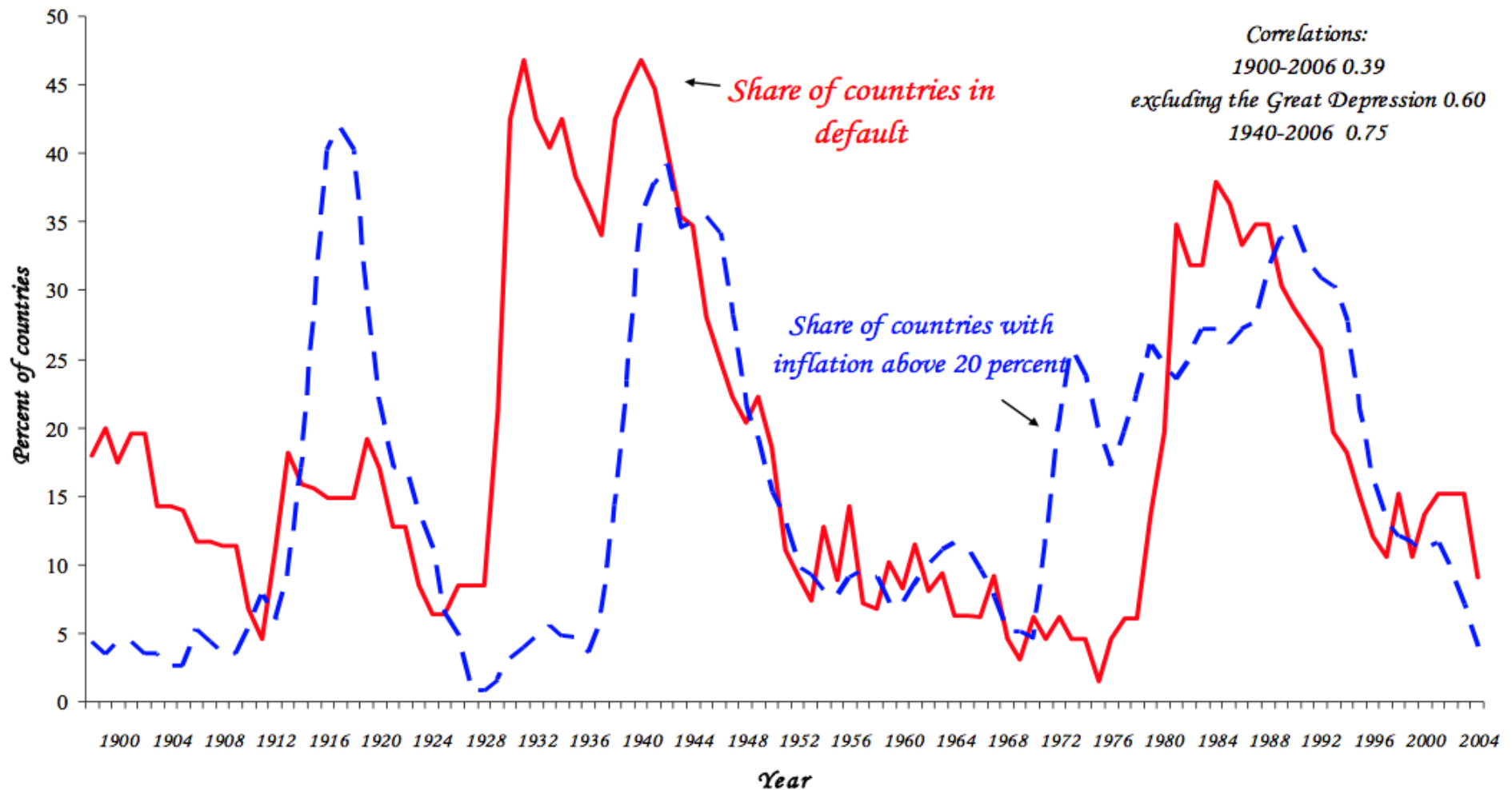
Professeur Ben Bernanke

Note de bas de page d'un discours prononcé ... en 2002



L'inflation: un « truc » vieux comme le monde

Inflation and External Default: 1900-2006



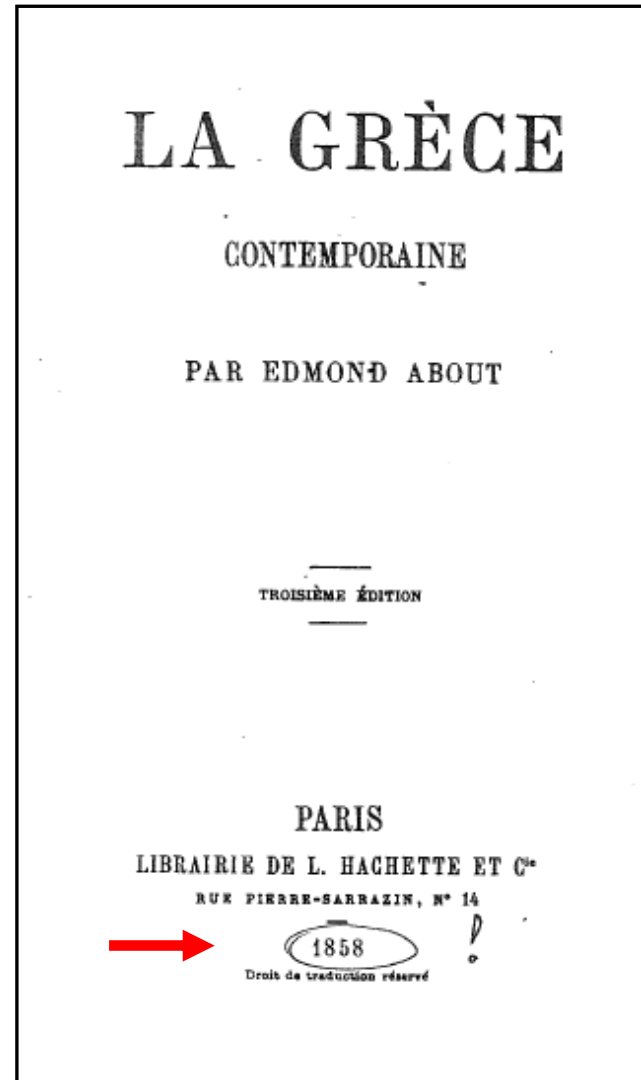
Source: Reinhart et Rogoff: « This Time is different »

Autre solution: le défaut ...

« La Grèce est le seul exemple connu d'un pays vivant en pleine banqueroute depuis le jour de sa naissance.

Si la France ou l'Angleterre se trouvait seulement une année dans cette situation, on verrait des catastrophes terribles.

La Grèce a vécu plus de 20 ans en paix avec la banqueroute. »

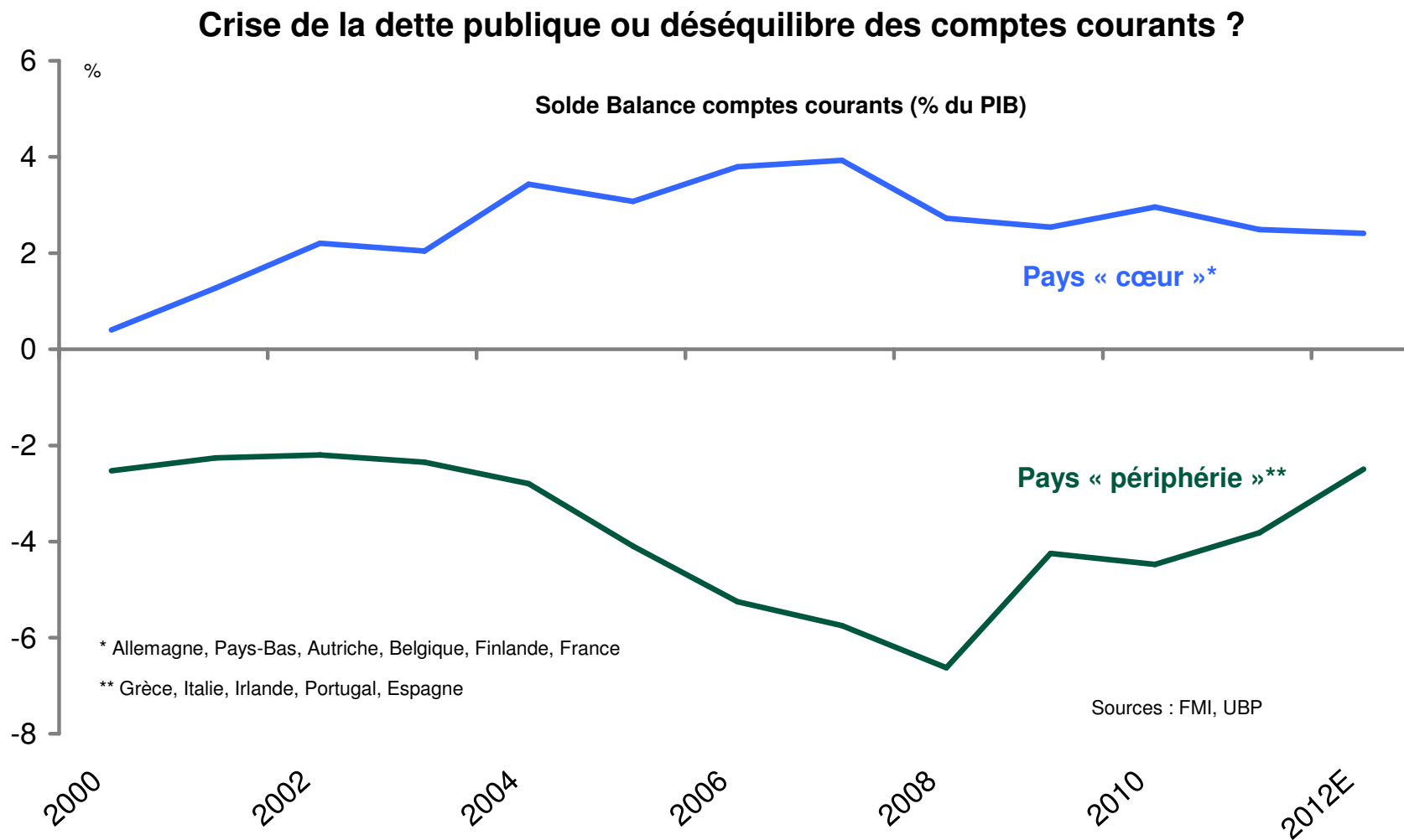


Défauts de la dette : les mauvais élèves ne sont pas ceux que l'on croit

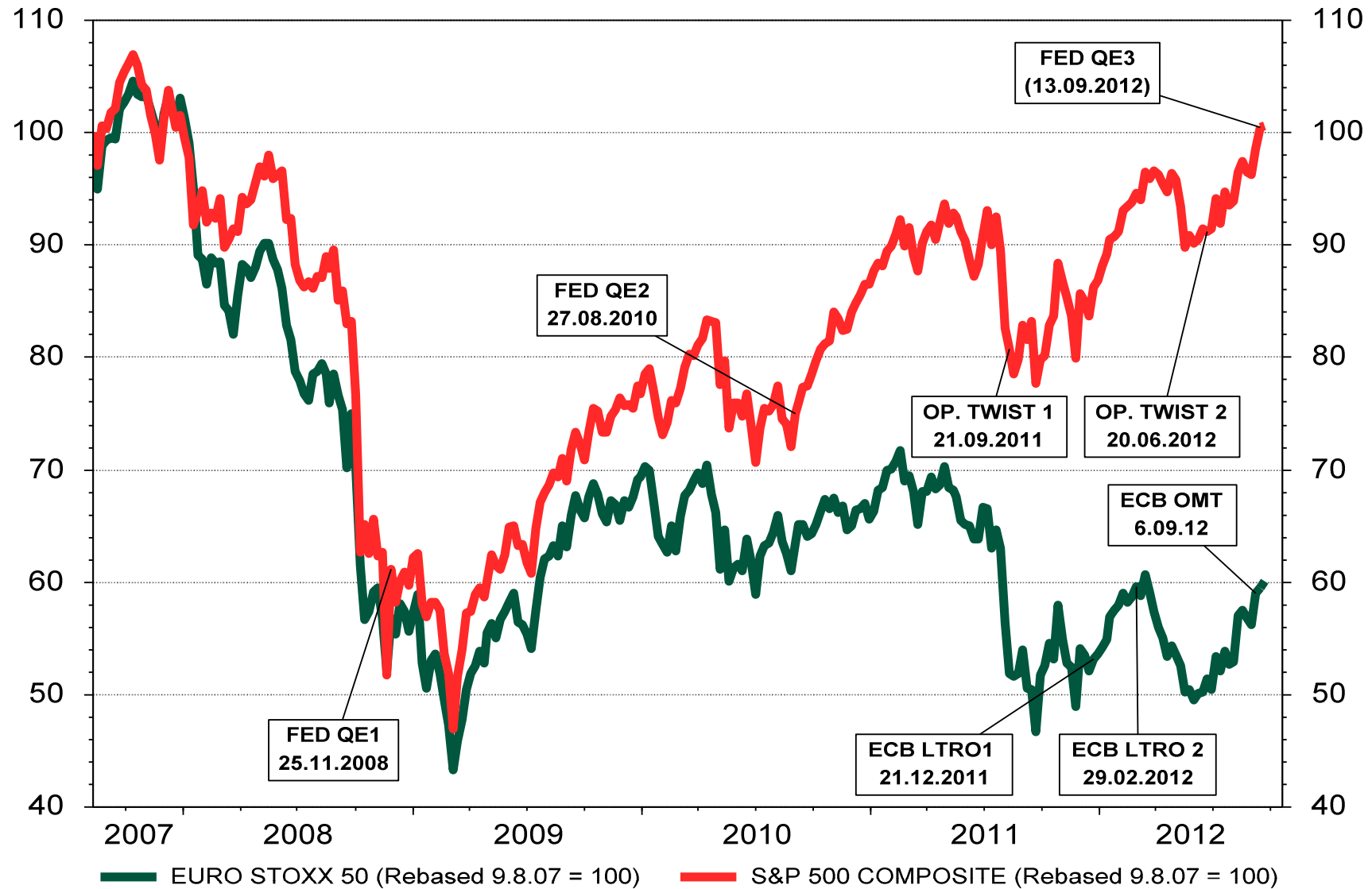
Pays	Année indépendance	% années en défaut ou restructuration (1)	Nombre défauts	Récurrence défauts (années)
Allemagne	1618	13	8	49
France	943	0	8	133 ←
Grèce	1829	50.6	5	36
Italie	1569	3.4	1	439 ←
Espagne	1476	23.7	13	41
Portugal	1139	10.6	6	145 ←
Russie	1457	39.1	5	110
Argentine	1816	32.5	7	27
Brésil	1822	25.4	9	21
Mexique	1821	44.6	8	23
Venezuela	1830	38.4	10	18
Australie	1901	0	0	NA
Canada	1867	0	0	NA
Etats-Unis	1783	0	0	NA
Royaume-Uni	1066	0	0	NA
Suisse	1291	0	0	NA

Source: Reinhart et Rogoff: « This Time is different », UBP

Autre solution: ré-industrialiser la périphérie



Les Banques centrales au chevet des marchés



Source: Thomson Reuters Datastream

Amener l'âne à la fontaine...



... mais le forcer à boire?

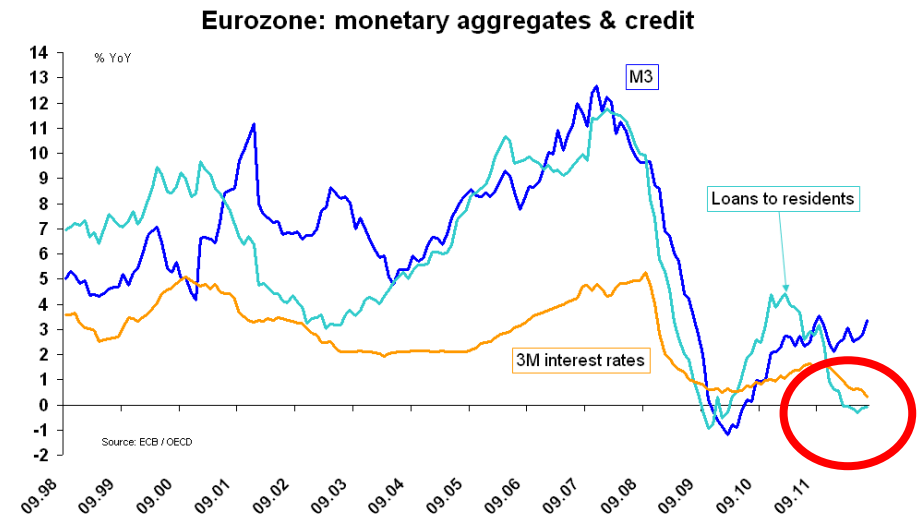
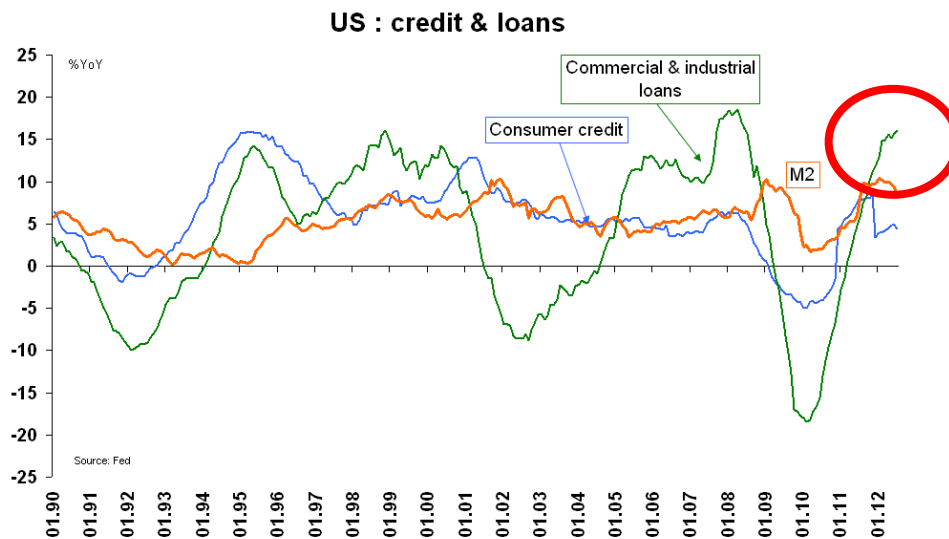
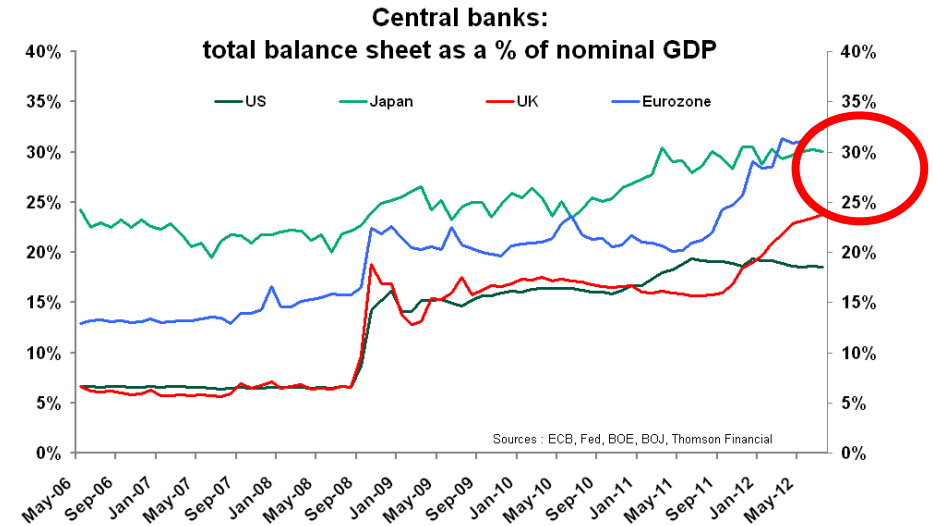


... ou le cheval à la rivière ...

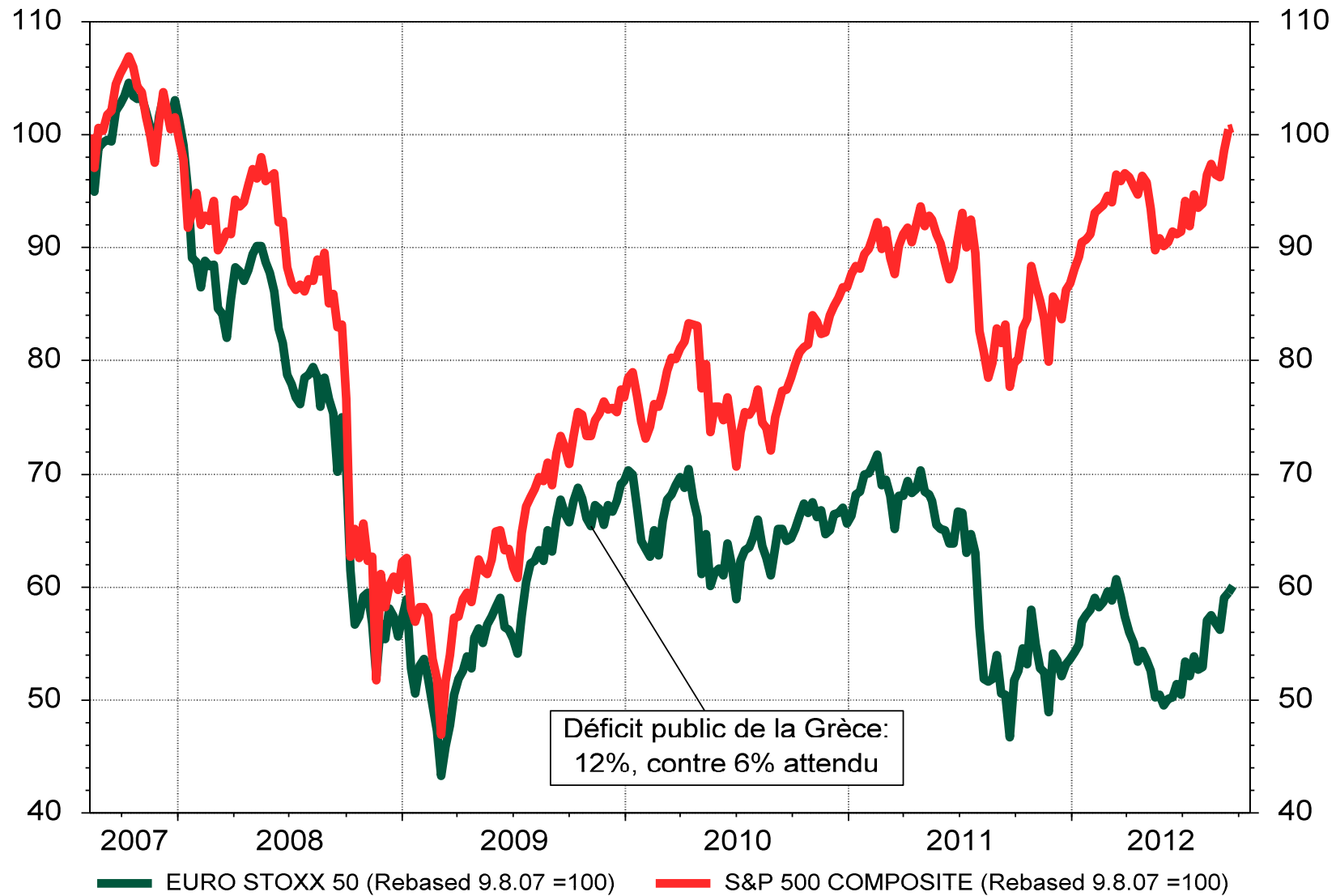


Politique des banques centrales: ça marche ?

- Les mesures d'assouplissement quantitatifs des banques centrales ont fait exploser la taille de leur bilan (en % du PIB)
- La politique de "reflation" marche assez bien aux Etats-Unis. Dans la zone euro, on est plus proche de la "trappe à liquidité" où le crédit reste atone.

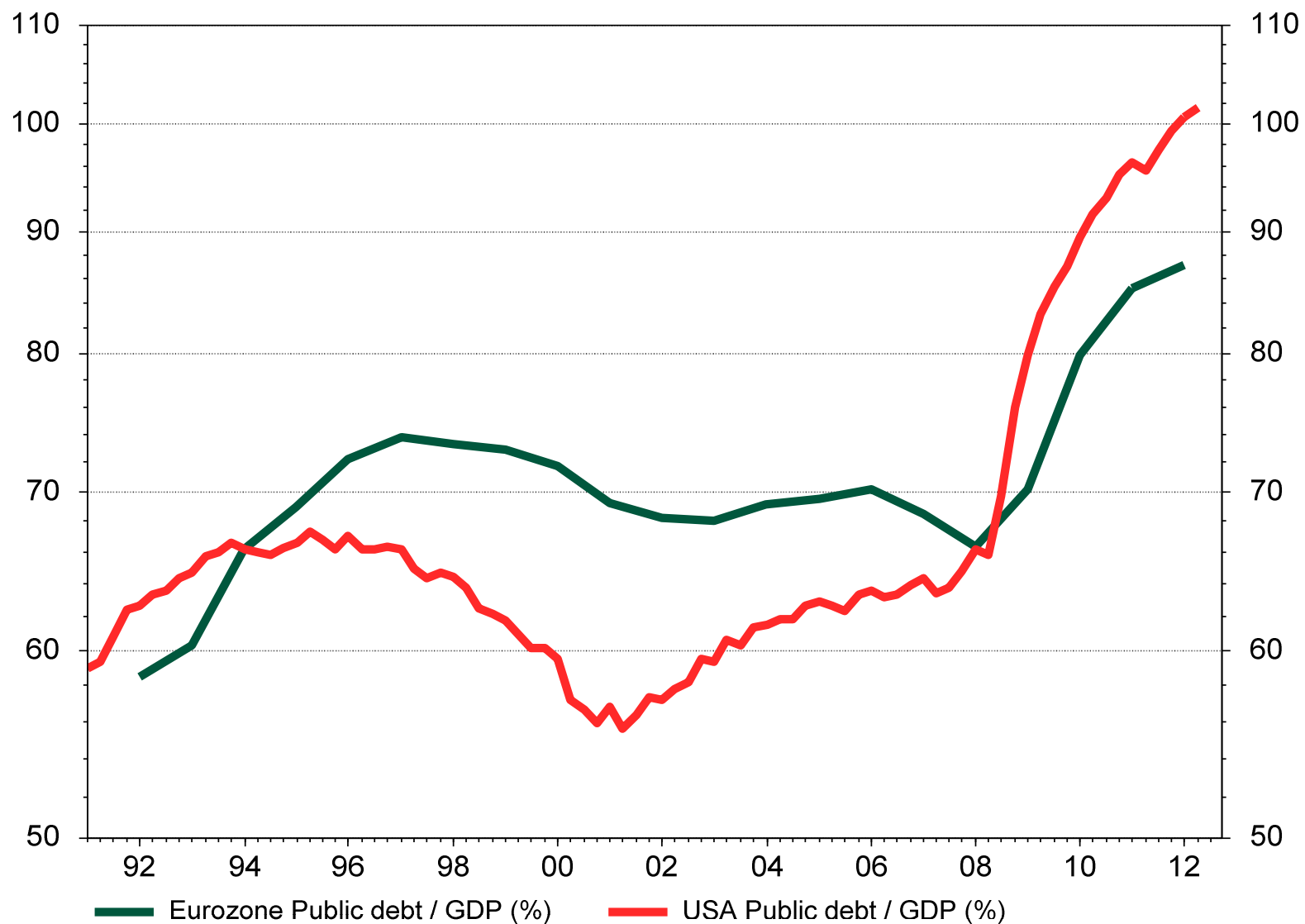


La Zone Euro paye le prix de la dette...



Source: Thomson Reuters Datastream 20.09.2012

... mais pourquoi ne parle-t-on pas de « crise de la dette aux Etats-Unis » ?



La zone euro est-elle plus hétérogène que les USA ?

Etat US	PIB/hab (1)	Base 100	Pays Zone Euro	PIB/hab (1)	Base 100
Mississippi	32'967	100	Portugal	22'413	100
Californie	51'914	157	Grèce	27'073	121
New Jersey	56'477	171	Allemagne	43'742	195
Delaware	69'667	211	Pays-Bas	50'355	225
District of Columbia	174'500	529	Luxembourg	113'533	507
USA	47'283		Zone Euro	32'772	

(1): en dollars US, source: BEA, FMI

I have a dream ...

«Un jour viendra où vous France, vous Russie, vous Italie, vous Angleterre, vous Allemagne, vous toutes, nations du continent, sans perdre vos qualités distinctes et votre glorieuse individualité, vous vous fondrez étroitement dans une unité supérieure et vous constituerez la fraternité européenne, absolument comme la Normandie, la Bretagne, la Bourgogne, la Lorraine, l'Alsace, toutes nos provinces, se sont fondues dans la France.

Un jour viendra où l'on verra les États-Unis d'Europe »

Victor Hugo, 21 août 1849

En résumé: le bonheur est sur le chemin...

... mais la route est longue

- **Favoriser la croissance, plutôt que l'austérité, voire la « Croisstérité »**
- **Réduire les déséquilibres structurels de la balance des compte courants**
- **Un peu d'inflation, mais pas trop**
- **Compléter l'Union monétaire par une Union budgétaire et bancaire pour aboutir aux "Etats-Unis d'Europe" ... au prix d'une perte de souveraineté**



3. Incidences pour la gestion obligataire

Quelles leçons tirer de la crise financière?

Contexte général

- Les récents changements structurels impliquent une approche totalement nouvelle pour la gestion obligataire notamment en termes de gestion du risque.
- La volatilité créée par la crise européenne ainsi que les faibles perspectives de croissance devraient remettre en question le rapport *rendement/risque* pour les obligations.
- Les perspectives économiques entre les pays sont nettement plus disparates qu'elles ne l'étaient avant 2007. L'approche pays est plus que jamais primordiale.
- Le choix des indices obligataires est capital.
- Apparition d'une nouvelle génération d'indices obligataires:
 - Fiscal Strength Weighted Bond Indices
 - GDP Weighted Bond Indices

Les faiblesses des indices obligataires

Indices par capitalisations

■ **Biais en faveur des pays les plus endettés:**

- Un indice par capitalisation donne plus de poids aux émetteurs les plus endettés
- Forte représentation des entités qui pourraient être amenées à émettre encore plus et ainsi détériorer leurs capacités de remboursement

■ **« Acheter haut/Vendre bas »:**

- Un indice par capitalisation augmente le poids des sous-jacents dont les prix sont montés et réduit le poids de ceux dont les prix ont baissé
- Ce mécanisme force l'investisseur à acheter l'instrument quand il est élevé et à le vendre quand il est au plus bas

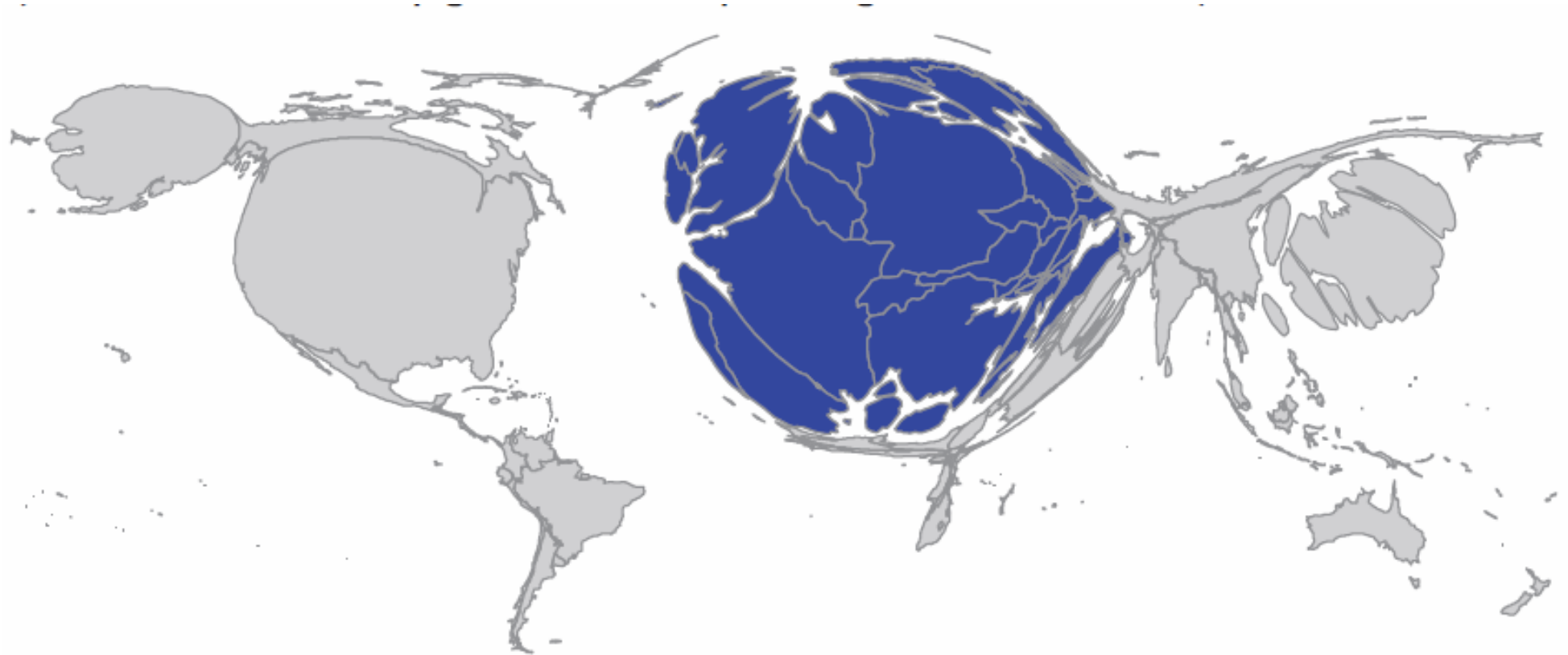
■ **Gérer en regardant dans le rétroviseur:**

- Un indice par capitalisation privilégie les forts émetteurs de dettes. Ces dettes émises sont des conséquences du passé
- Cette situation ne permet pas de capturer les nouveaux pays qui profitent de développement positifs et devraient profiter des investissements futurs

■ **Les agences de notation comme garde-fou :**

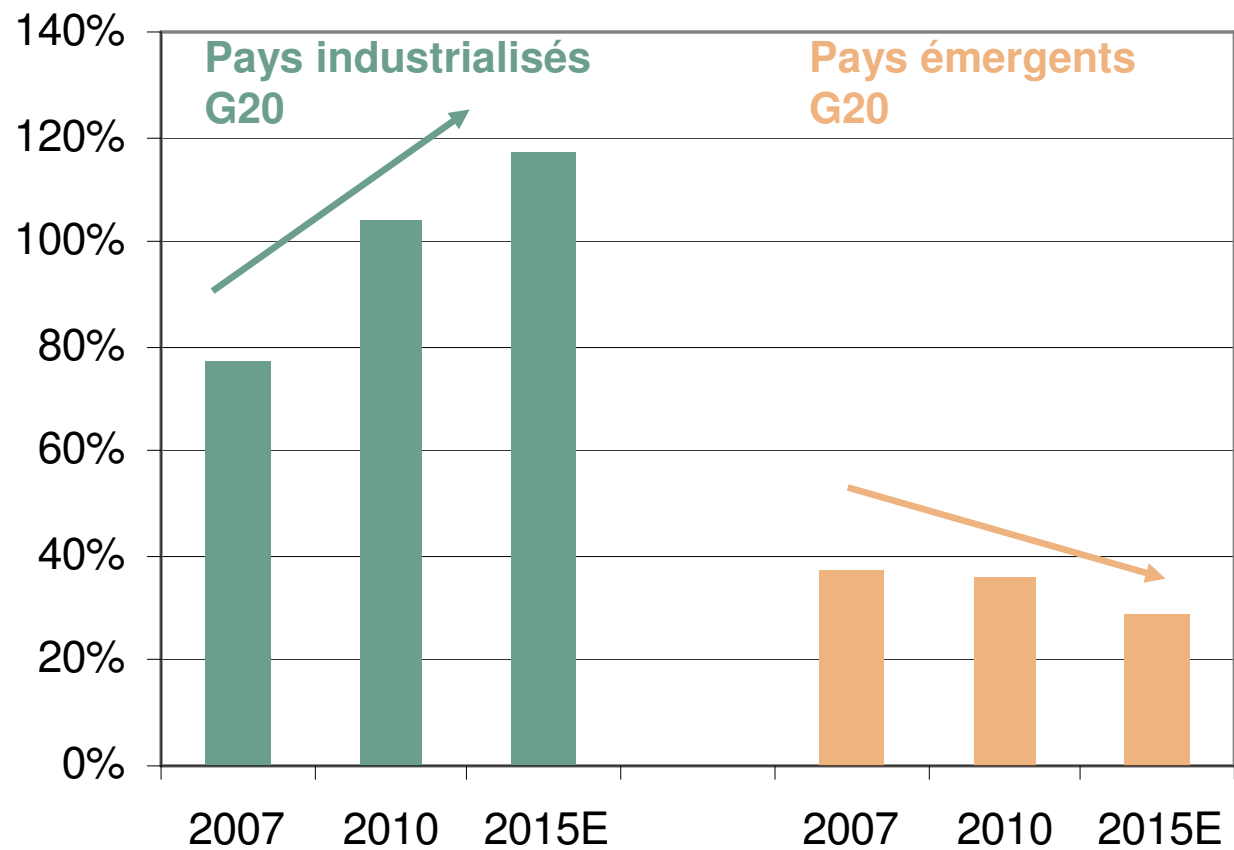
- Un indice par capitalisation fixent en général la qualité des débiteurs avec un rating BBB-/Baa3
- L'histoire a montré le manque de réactivité des agences

Le Monde redimensionné en fonctions des dépenses des gouvernements en 2009



Source: World Bank staff, based on IMF Government Financial Statistics.

Dettes/PIB des gouvernements



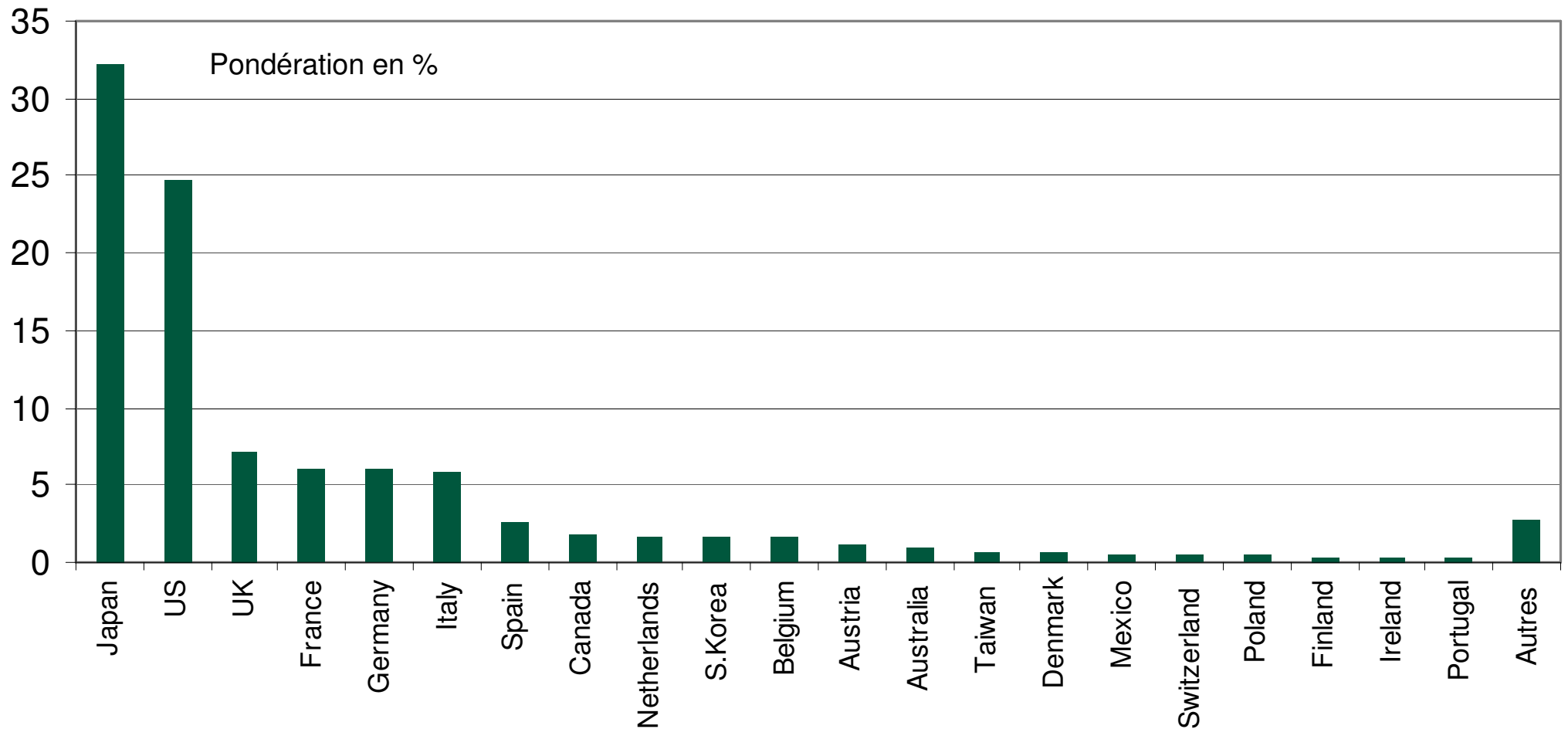
Source: FMI



UNION BANCAIRE PRIVEE, UBP SA

Indice pondéré par les capitalisations

Barclays Capital Global Treasury Bond Index



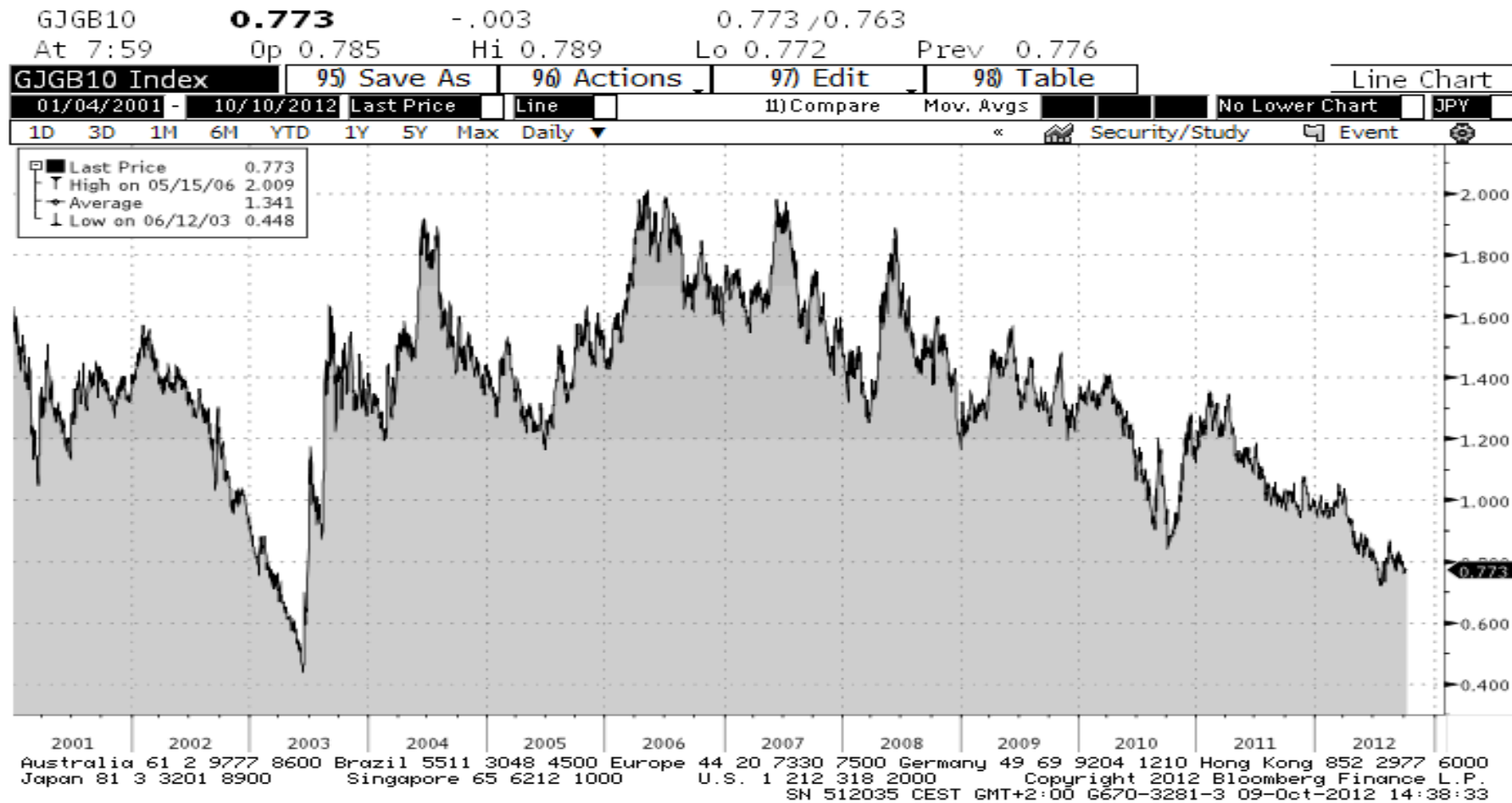
Source: BarCap



UNION BANCAIRE PRIVEE, UBP SA

Taux Japon 10 ans

2000 à 2012



Taux Grèce 10 ans

2000 à 2012



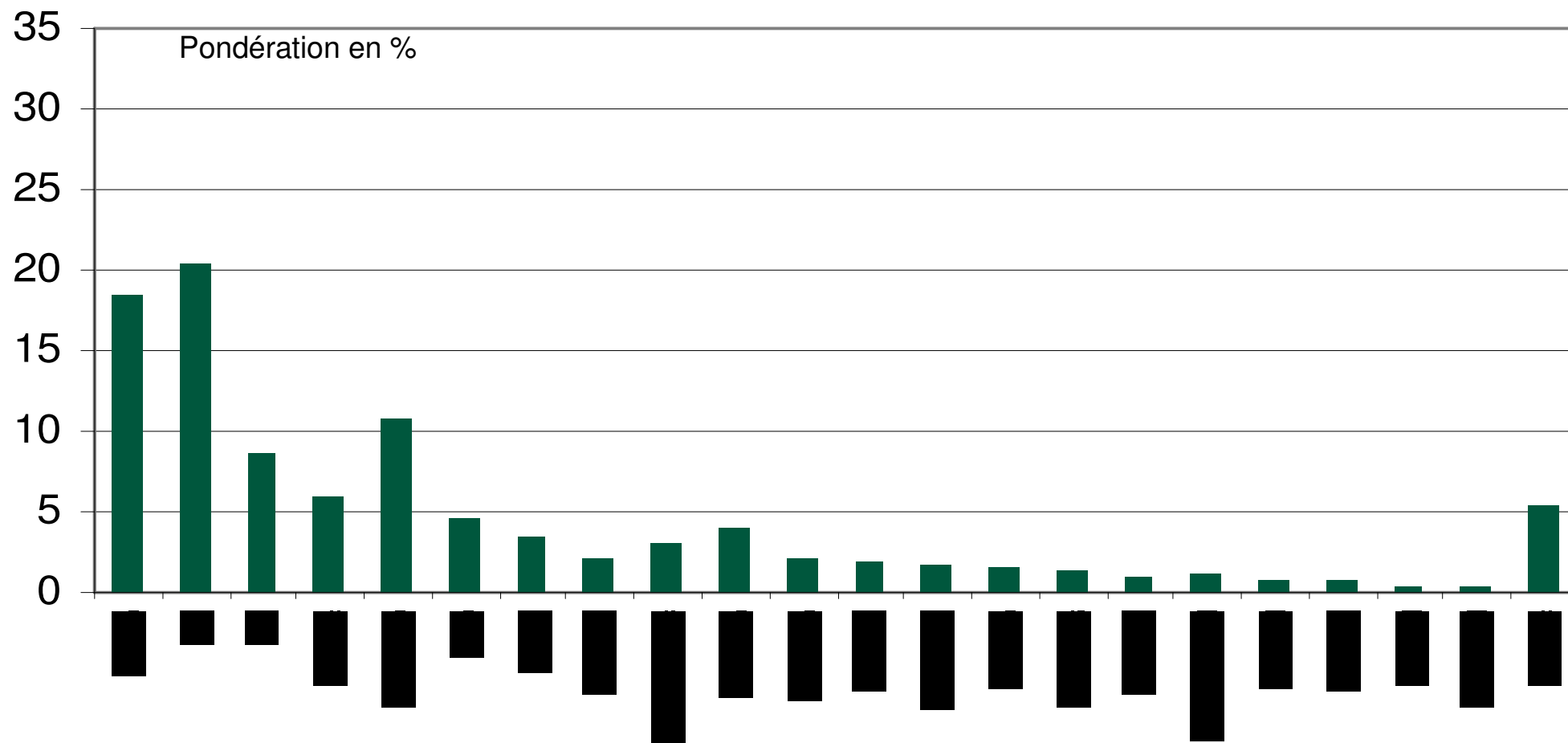
Taux Brésil 10 ans

2000 à 2012



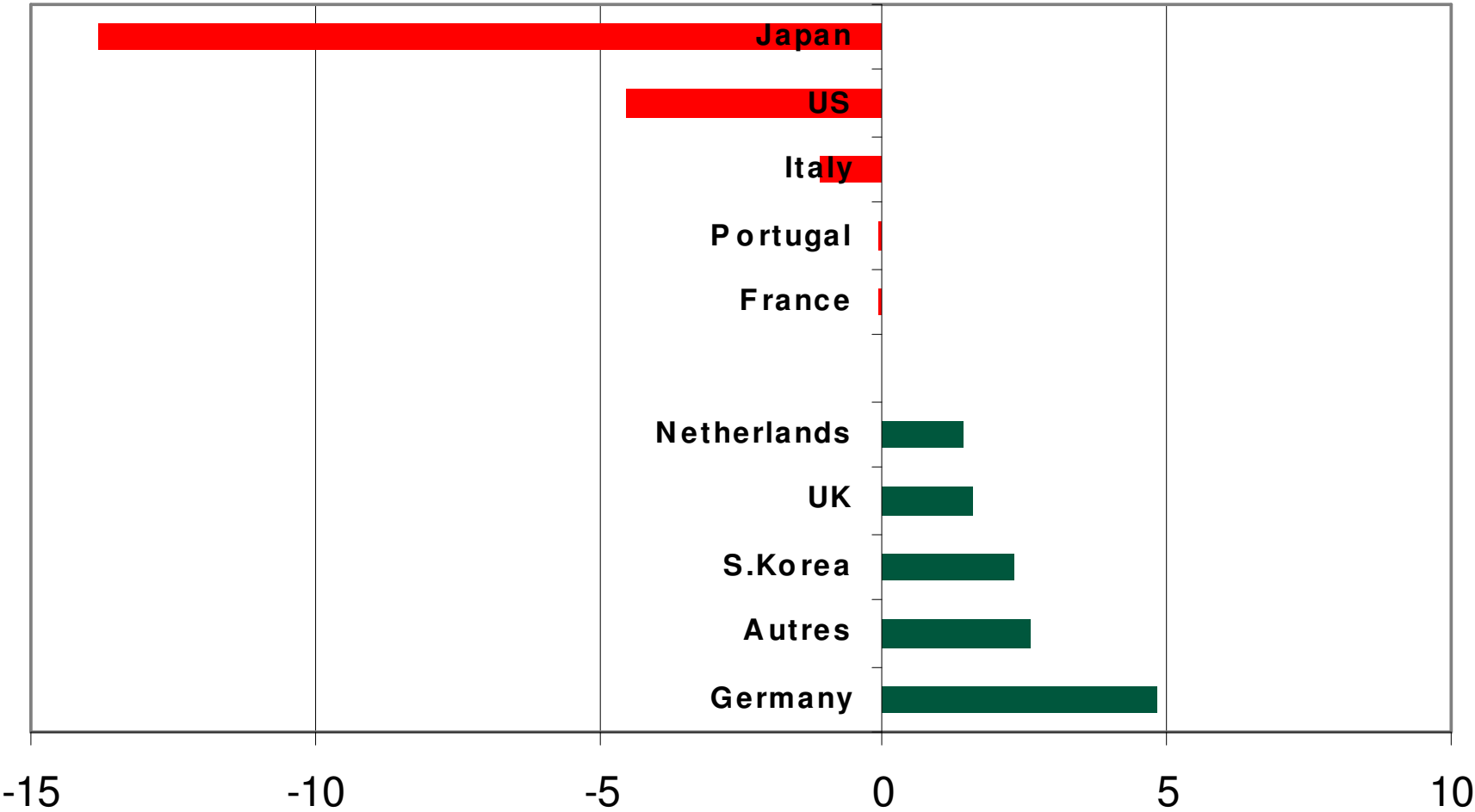
Changement de méthodologie pour les indices obligataires

Barclays Capital Fiscal Strength Weighted Bond Indices



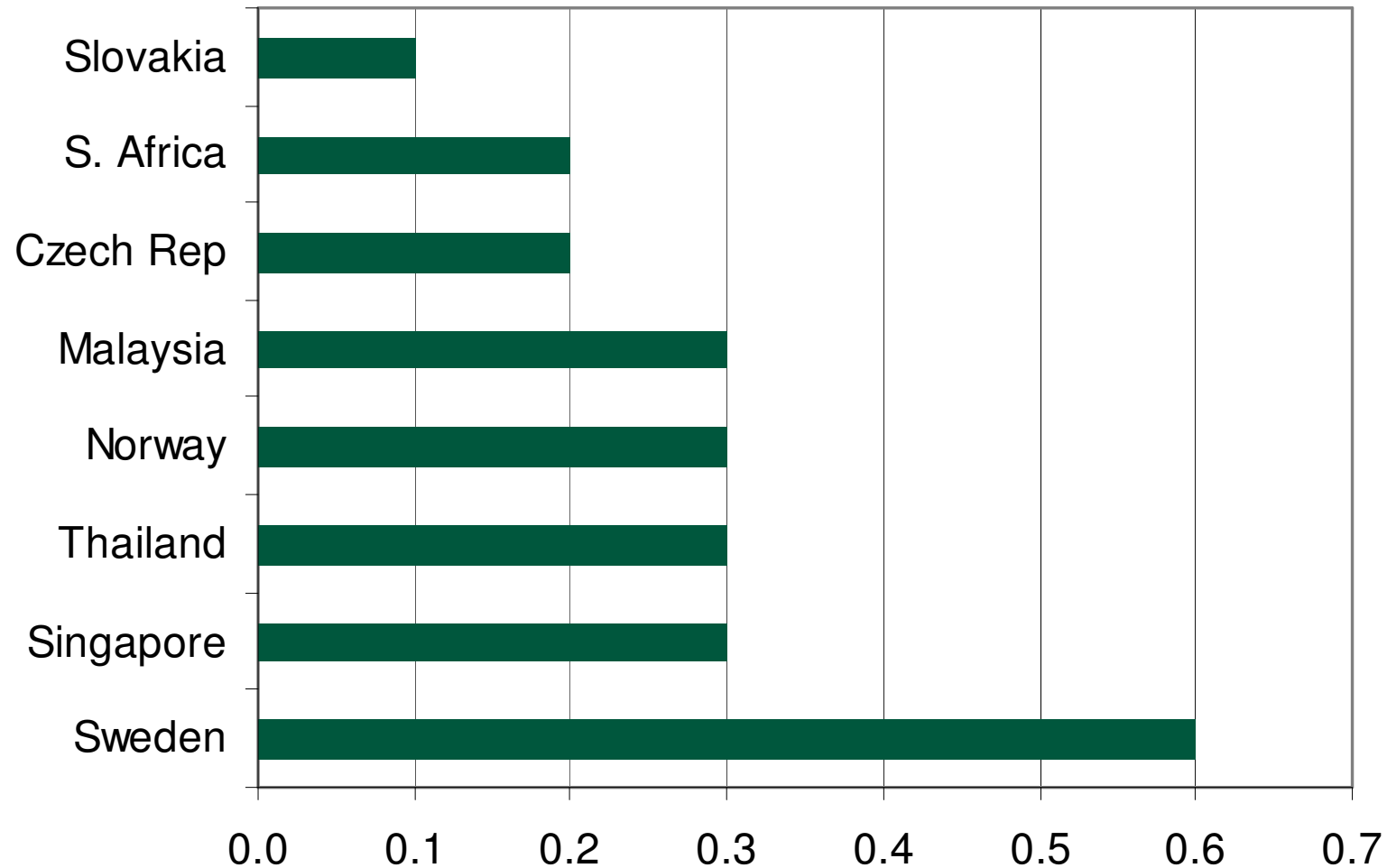
Changement de méthodologie pour les indices obligataires

Les principaux gagnants et perdants

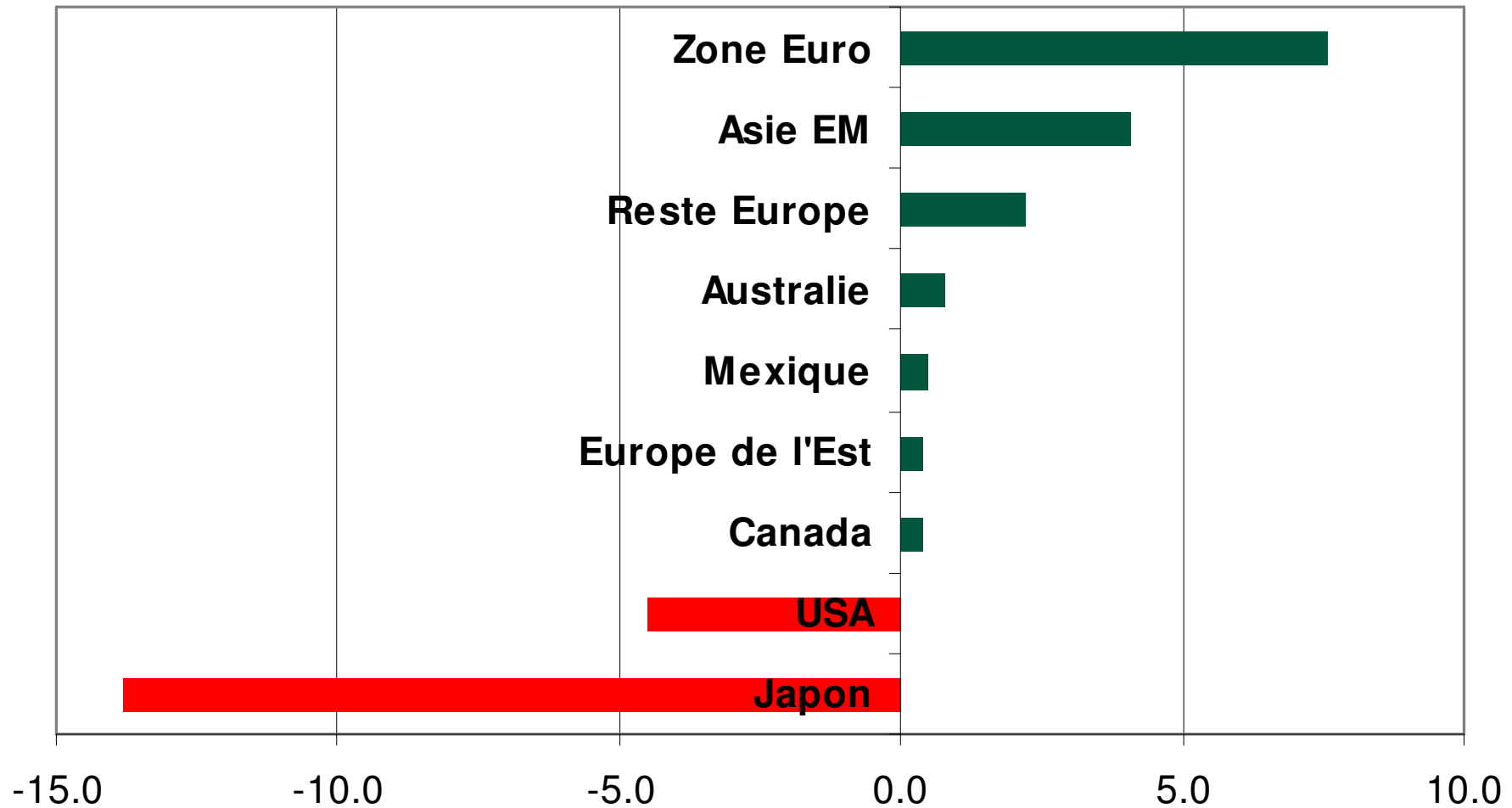


Changement de méthodologie pour les indices obligataires

Les autres gagnants



Changement de méthodologie pour les indices obligataires



Contacts

Michel Girardin

Tél. : +4158 819 2946

E-mail : mgi@ubp.ch

Jean-Pierre Buchs

Tél. : +4158 819 2975

E-mail : bjp@ubp.ch

Disclaimer

Le présent document est uniquement fourni à titre informatif. Son objectif est de donner une présentation générale, et il ne doit être considéré ni comme une offre, ni comme une recommandation, ni comme une sollicitation pour entrer en relation d'affaires avec la Banque ou une quelconque entité du Groupe UBP.

