

## Le CAC vu de Nouillorque,

(Sem 42, 21 oct. 11) © Hemve 31

### **L'€mène toujours la danse**

#### **Les enjeux du sommet européen à haut risque, en deux phases**

#### **La France fait tanguer l'avenir du FESF et de la zone euro**

#### **Fort désaccord entre la France et l'Allemagne, et aussi entre latins et nordiques**

La Grèce enfonce sa dette à 162% du PIB, 20 Mds de plus qu'en juillet ! En 2021 elle sera encore à 150%, sans possibilité d'emprunter sur les marchés (rapport de la troïka) Un niveau insupportable. Il n'y a plus d'autres solutions que le défaut de paiement...et que la Grèce sorte de l'euro. Ou bien va-t-on payer pendant 10 ans pour rien ?

Suivant les résultats du sommet dimanche, les marchés risquent de partir violemment à la baisse. Toujours le grand écart entre la France et l'Allemagne sur le hair-cut des dettes grecques et le rôle du FESF.

- Pour le hair cut, l'Allemagne souhaite que les banques privées prennent une part plus importante (50%) ; la France craint qu'imposer une décote l'oblige à recapitaliser ses banques et entraîne la perte de l'AAA, très mal en point.
- pour le FESF, la France veut le transformer en banque ; l'Allemagne en bonification des prêts.

Suivant la décision finale sur la capacité d'intervention du FESF au dessus ou en dessous d'un Milliard € nous aurons une forte chute des marchés (si maintien à 440Mds,) ou un mieux provisoire. Mais rien ne sera réglé pour autant. La volatilité sera de règle, plusieurs mois, tant que l'Italie n'a pas la croissance lui permettant de diminuer sa dette.

Enfin il faut signaler le désaccord du FMI, qui ne veut pas continuer à payer la Grèce, sans connaître l'issue du sommet.

Et que la croissance est revue partout en Europe à la baisse, avec une amplification par la baisse du crédit. Les banques préférant plutôt ne pas prêter qu'augmenter leur capital.

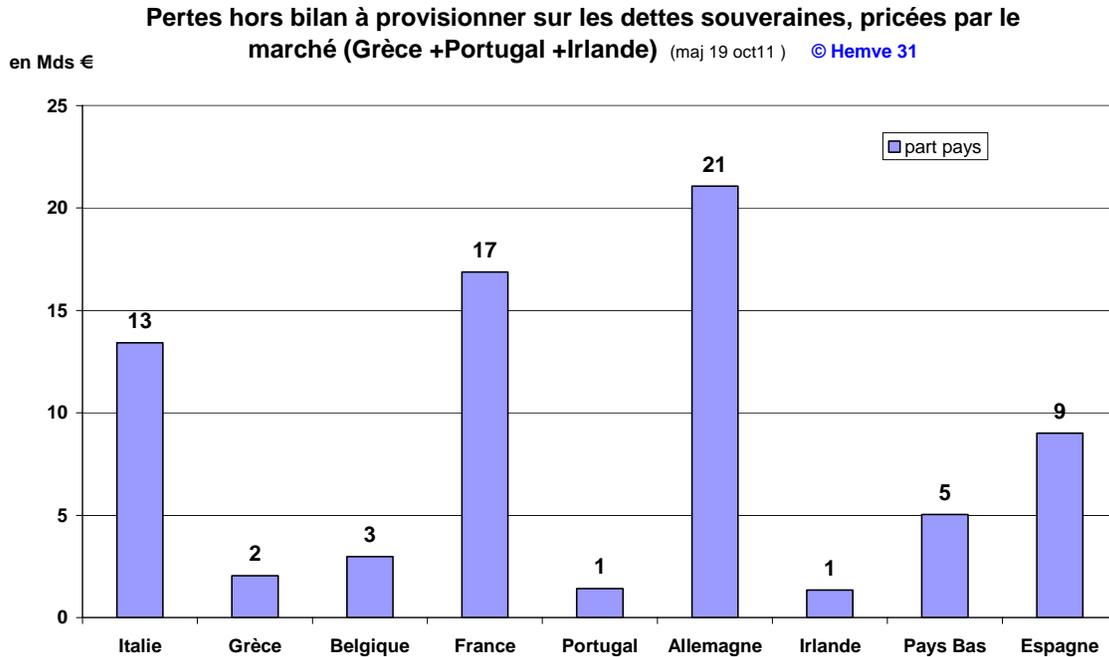
Les Etats pensent qu'ils peuvent impunément continuer à augmenter leurs dépenses et faire du hors bilan. Les marchés et les agences de notation rappellent qu'elles prennent en compte toutes les opérations hors bilan. La France en voit les conséquences sur son triple A, avec le démantèlement de Dexia. Moody a menacé lundi de la dégrader, et S&P réitère jeudi. Le plus étonnant est qu'aucun journaliste aucun politique, ne mentionne Dexia, comme l'événement déclencheur. Or c'est 40 Mds hors bilan, en plus des dettes périphériques

#### **La France rêve de mutualiser les dettes européennes, sans pénaliser ses taux. Ce n'est pas possible**

#### **A combien se chiffrent les pertes réelles hors bilan des garanties de dettes**

**souveraines ?** On ne peut pas dire que les garanties données entraîneront 100% de

pertes. Mais les marchés nous donnent une bonne indication de la probabilité de pertes prévisibles (Grèce 80%, Portugal 45%). On peut donc évaluer facilement le cout final à provisionner



La France et l'Allemagne doivent ajouter 17 et 22 Mds € à leurs déficits et leurs dettes, en 2011 soit 1% du PIB à leurs déficits. Conséquence sur les taux d'emprunt à 10 ans, 0,7% de hausse.

### **Mutualisation des dettes espagnoles et italiennes.**

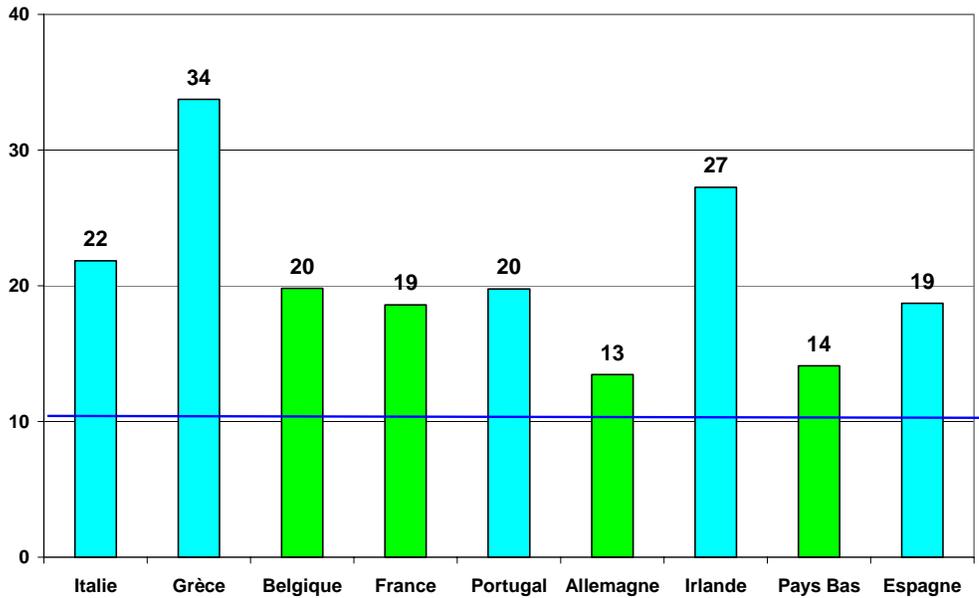
La zone euro a-t-elle encore les moyens de mutualiser ses dettes ?

Si les taux italiens, aujourd'hui à 5,9 % dépassent les 6 %, et que le FESF prend en charge les besoins annuels de financement de l'Espagne et l'Italie, il lui faut 685 Mds € annuellement. Soit beaucoup plus que les 280 Mds disponibles actuellement. L'idée est de faire appel au futur MSF (500 Mds €) qui devait se substituer au FESF en 2012. Et de maintenir les 2 organismes, pour créer une force de 500+280.Mds €

Mais là encore il y a divergence entre la France et l'Allemagne. L'Allemagne souhaite que le FESF n'intervienne que sur les nouveaux emprunts ; la France sur les dettes anciennes. Les dettes anciennes ont été émises à des taux raisonnables, achetées par des organismes bancaires adultes. Il n'y a aucune raison d'intervenir sur les obligations anciennes.

Il vaut mieux venir au secours des pays qui ne peuvent plus emprunter, pour financer les nouveaux déficits et le roulement de leurs dettes, ou ne peuvent le faire qu'à des taux au dessus de 6%.

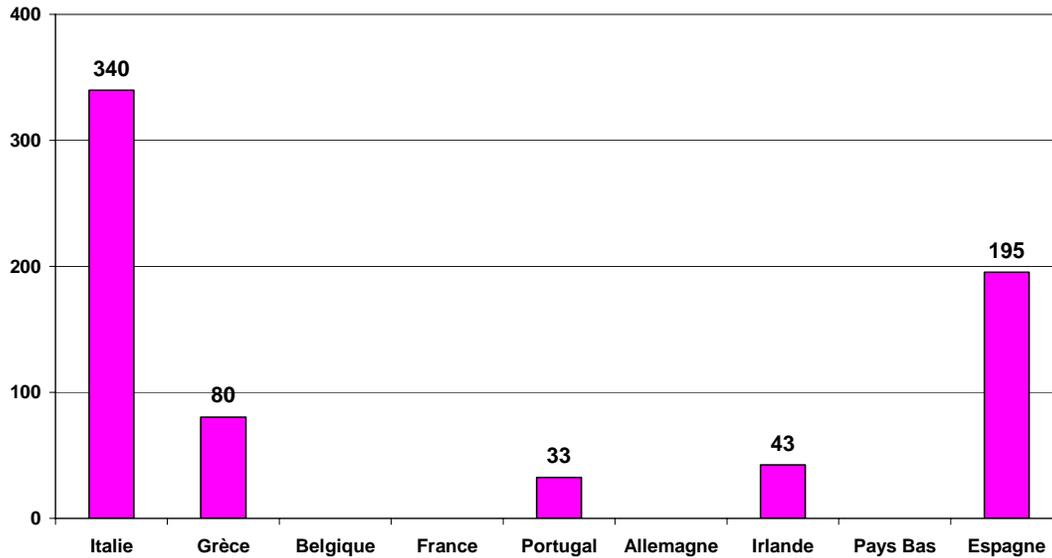
en %du PIB **Besoin annuel de financement en % du PIB** (maj 21 oct11) © Hemve 31



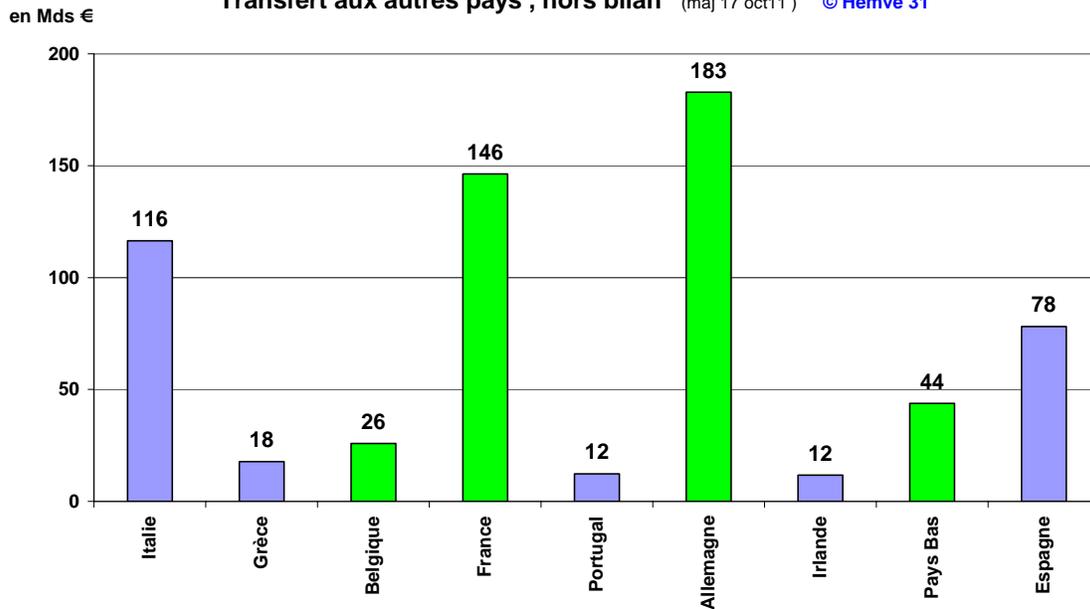
20% d'emprunts de plus que la production, chaque mois. C'est monstrueux. **La France est le seul pays de la zone euro qui ne réduit pas ses dépenses**. Elle se rapproche de plus en plus de l'Italie et de l'Espagne. Elle rend impossible les possibilités de prise en charge des périphériques, alors que la croissance s'écroule en Europe.

**Besoin annuel d'emprunt (roulement de la dette+ deficit)**

en Mds € (maj 21 oct11) © Hemve 31



**Mutualisation des dettes espagnoles et italiennes**  
**Transfert aux autres pays , hors bilan** (maj 17 oct11) © Hemve 31



*En vert les transfert de dettes, hors bilan  
 .En bleu le financement des périphériques via le FESF*

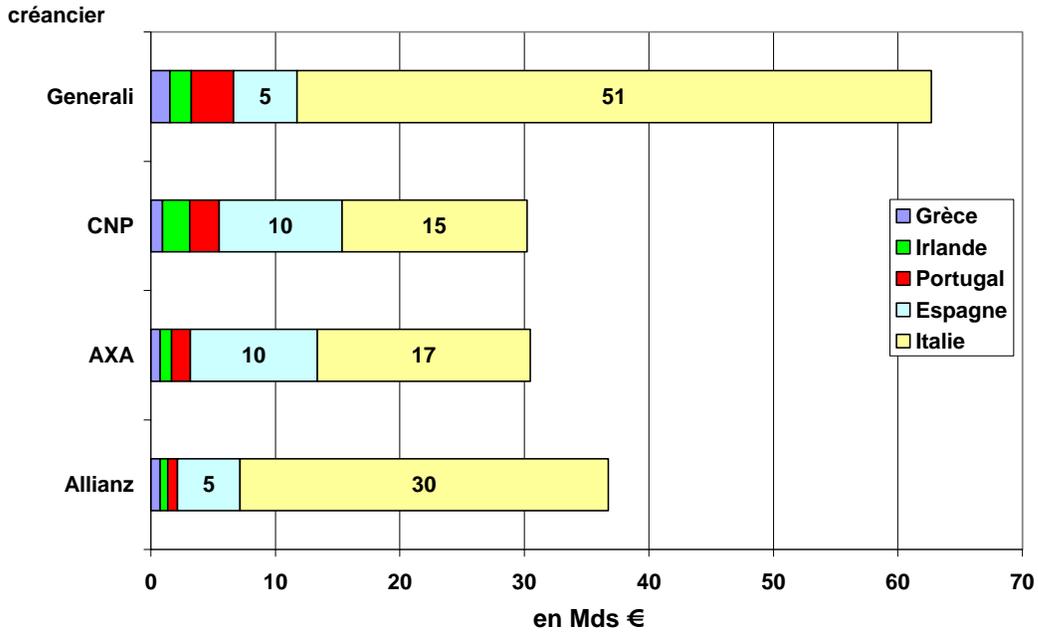
Si le sommet décide la mutualisation des dettes périphériques, la France devra garantir annuellement hors bilan 140 Mds !! C'est a minima, sans aucune défaillance, encore 1% de plus sur le taux d'emprunt français. 1% de plus coute 3Mds /an.

La proposition allemande est que le FESF ne paye que le différentiel par rapport aux 6%.  
 Ce qui permettrait de diviser ces montants d'un facteur 3 à 5 et serait atteignable avec une augmentation modérée du FESF  
 Décision mercredi.

**Nos contrats assurance vie sont- ils réellement garantis, face à un défaut italien ou grec ?**

La plupart des contrats d'assurance vie sont garantis en capital et en intérêt.  
 De combien sont ils investissent en dette souveraine étrangère ? Les compagnies d'assurance ont-elles les moyens de les garantir ?

**Exposition des assureurs à la dette souveraine** (maj 17 oct 11) © Hemve 31

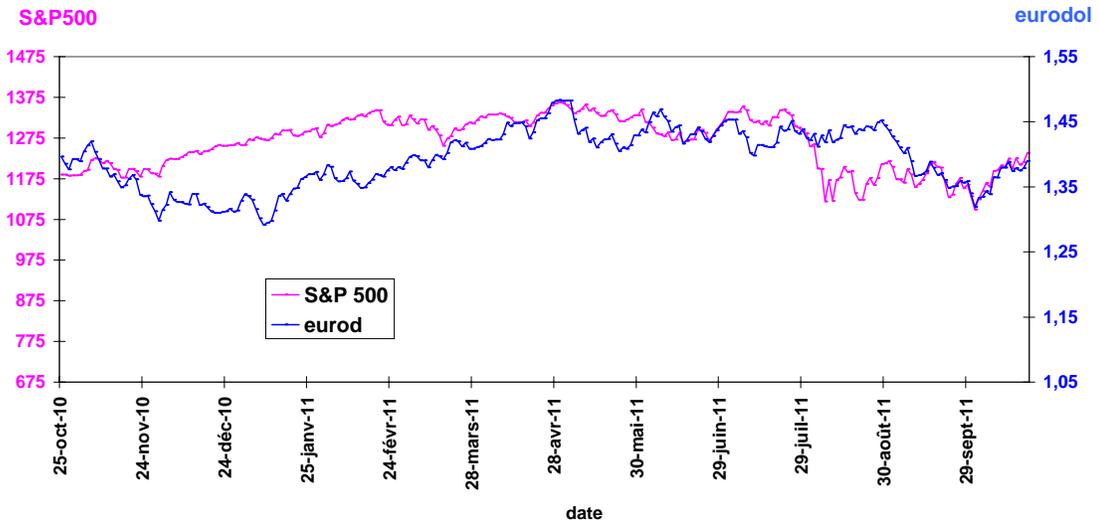


Les compagnies d'assurance peuvent absorber le défaut de la Grèce, avec leurs réserves. Elles sont incapables d'absorber l'Espagne ou le Portugal. Même l'Etat français au secours d'Axa et de CNP, ne pourrait garantir un défaut italien.

**Le S & P toujours toujours corrélé aux fluctuations de l'€**

Depuis le 14 septembre il est totalement insensible aux bons résultats des entreprises,

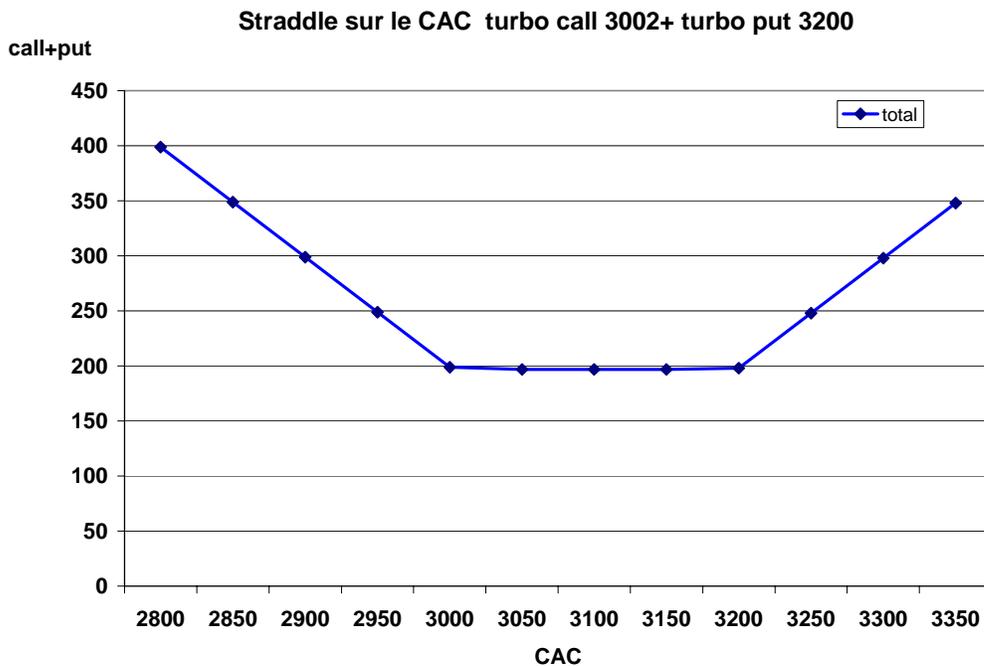
**le S&P 500 , comparé à l'€\$** (maj 21 oct 11) © Hemve 31



### Quelle stratégie jouer ?

Cette semaine le trading était facile : il suffisait de suivre les fluctuations de l'€ 20 minutes plus tard le Cac emboitait le pas.

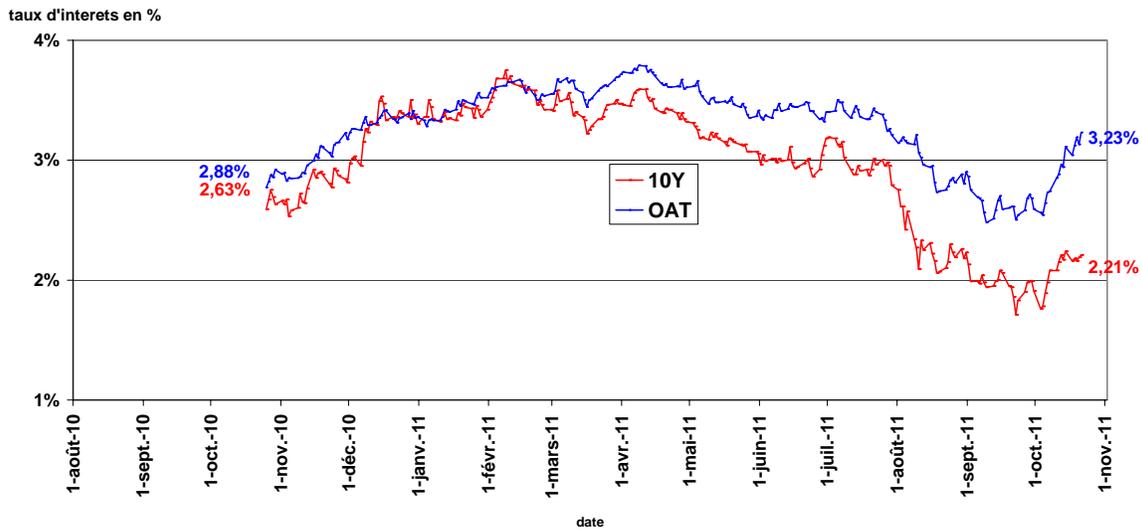
Face aux incertitudes des politiques sur l'issue des sommets, une des stratégies peut être de jouer une sortie brutale par le haut ou par le bas .Ce que les spécialistes appellent un « straddle », le même nombre de call et de puts sur le même support à deux barrières différentes. Il faut surveiller le franchissement des barrières qu'il n'y ait pas un aller retour intempestif, mais un franchissement net.



**Les marchés sanctionnent la France ; les taux se stabilisent aux US**

## Evolution des taux d'interets en Europe & aux US

maj 21 oct 11 ©Hemve 31



L'OAT français continue de remonter fortement, par rapport aux autres pays 3,23%, compte tenu de Dexia et du soutien aux périphériques qui s'alourdit chaque jour (Le Royaume uni et les Pays bas sont à 2,5%, l'Allemagne à 2,1%). Sans une baisse massive des dépenses publiques italiennes et françaises, toute la zone euro va dévisser. La tendance pour la semaine prochaine est une hausse à 3,35%. Ce qui soutient l'euro! La France est le plus gros emprunteur de la zone euro. Pour l'instant, elle ne menace pas d'un défaut de paiement. Et les prêteurs après avoir privatisé les profits, pourront demander la socialisation des pertes ultérieures, comme pour la Grèce.

Un tour de vis supplémentaires sur les dépenses publiques du budget 2012, en cours de vote est inévitable. Le FESF est assis sur le AAA de la France .et de l'Allemagne .Si la France perd le AAA le FESF s'écroule .Les agences de notation sont particulièrement bienveillantes, avec nous.

**La zone euro ne s'en sortira que si elle réduit ses dépenses publiques et augmente ses dépenses privées. Il n'y a pas d'autres solutions.** L'Allemagne l'a compris et baisse ses impôts en 2013. Il faut malheureusement admettre que nos politiques n'ont pas le courage de réduire leurs dépenses. La réduction des niches fiscales est une plaisanterie . Les pertes de TVA immédiates seront bien supérieures et rapides que le montant des niches étalées sur plusieurs années

### Quelle tendance la semaine prochaine ?

#### **Au rythme des communiqués du sommet européen en 2 phases.**

Attention que la volatilité s'est réduite fortement. Ce qui signifie généralement un changement brutal de tendance. Donc probablement vers le bas.

Les bandes de volatilité en attente des 2 sommets européens devraient être :

|         |              |
|---------|--------------|
| S&P     | 1201- 1247   |
| Eurodol | 1,372- 1,396 |
| Cac     | 3010- 3246   |

|                                  |         |       |              |      |       |      |     |        |
|----------------------------------|---------|-------|--------------|------|-------|------|-----|--------|
| 21 oct11                         | Eurodol | 1,389 | S&P<br>500 : | 1238 | Cac : | 3217 | 10Y | 2,21%  |
| Tendance<br>Semaine<br>Prochaine | →       | 1,392 | →            | 1247 | ↘     | 3061 | ↘   | 2,14 % |

La volatilité devrait être encore très forte. On ne quitte toujours pas des yeux l'eurodol de toute la semaine

Bon week end, et ouvrez l'œil. **Soyez très prudents**

Hemve 31