

Vers une plus grande différenciation des spreads européens ?

Marie Brière

Crédit Agricole Asset Management

Conférence Groupama – CEPII

22 October 2009



Important: this document is for internal use only. This document presents the ideas and the views of the Strategy team and does not reflect CAAM Investment Committee's decisions. This document may not be reproduced or copies circulated without authority.

 **CRÉDIT AGRICOLE**
ASSET MANAGEMENT

Vers une plus grande différenciation des spreads européens?

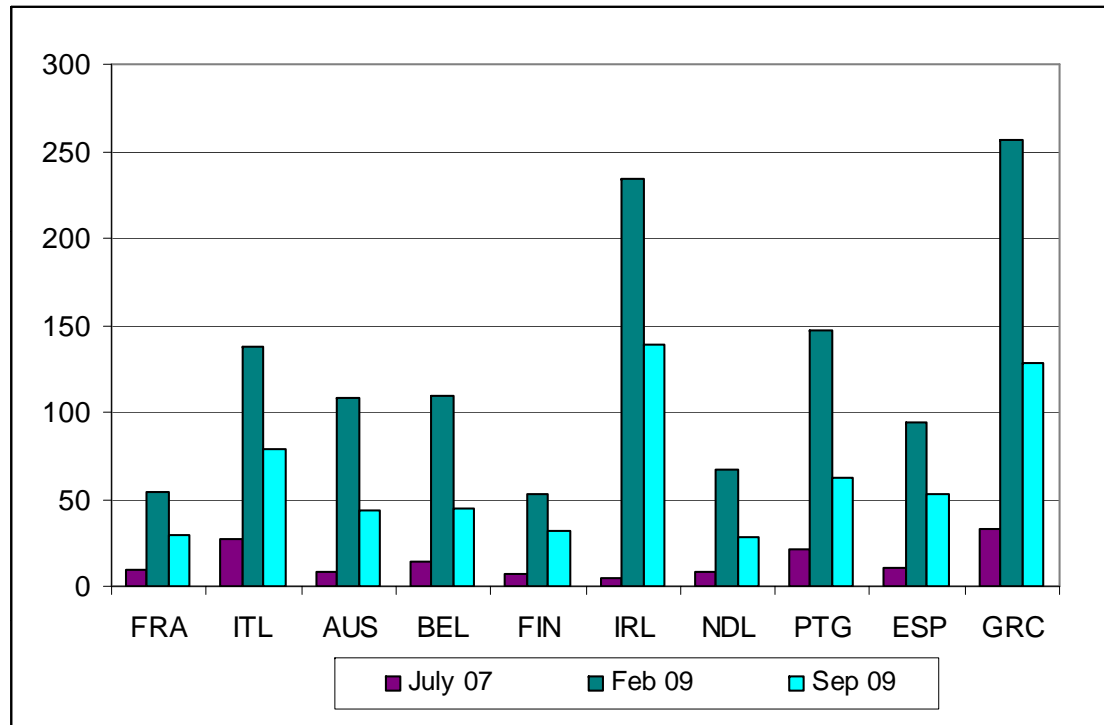
- Les spreads européens dans la crise
 - Ecartement général des spreads
 - Forte différenciation entre les spreads européens

- Les déterminants des spreads européens
 - Facteurs communs et spécifiques
 - Resensibilisation à certains facteurs spécifiques
 - Des spreads en ligne avec leur valorisation fondamentale ?

- ⑩ Et demain ?
 - Vers une baisse des spreads
 - Dans un environnement plus différencié

Ecartement généralisé des spreads intra-européens

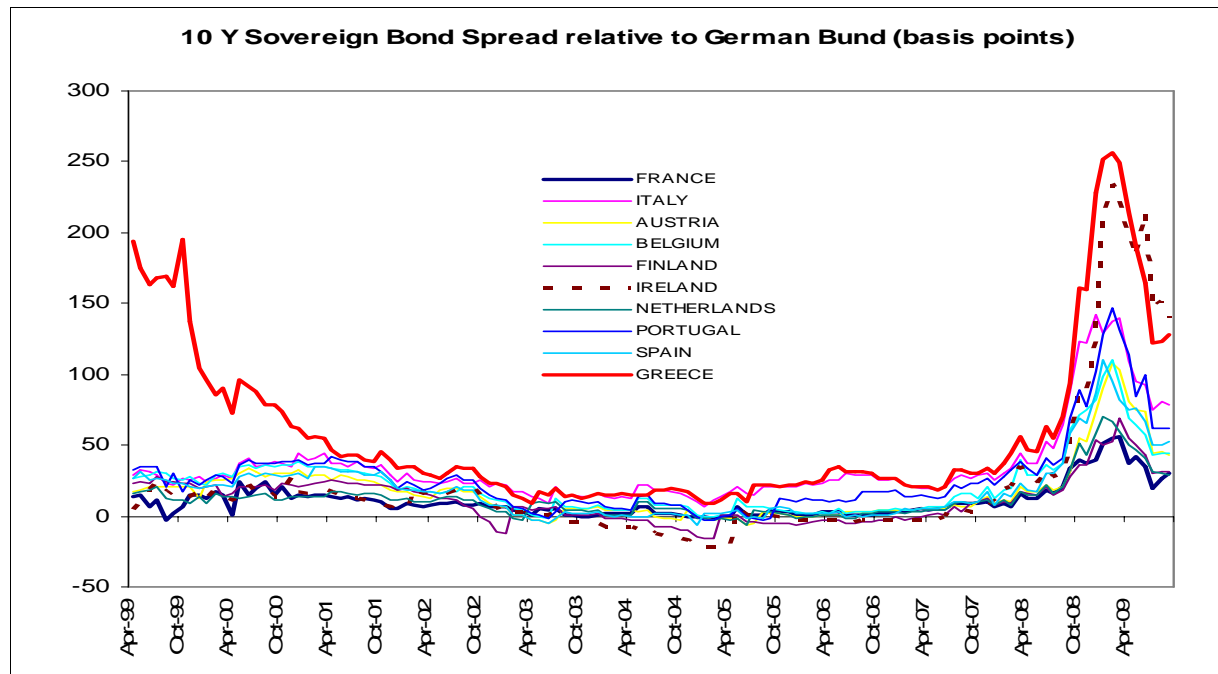
Spreads taux 10 ans européens avec l'Allemagne



Source : Datastream, CAAM Strategy

Forte différenciation des spreads européens

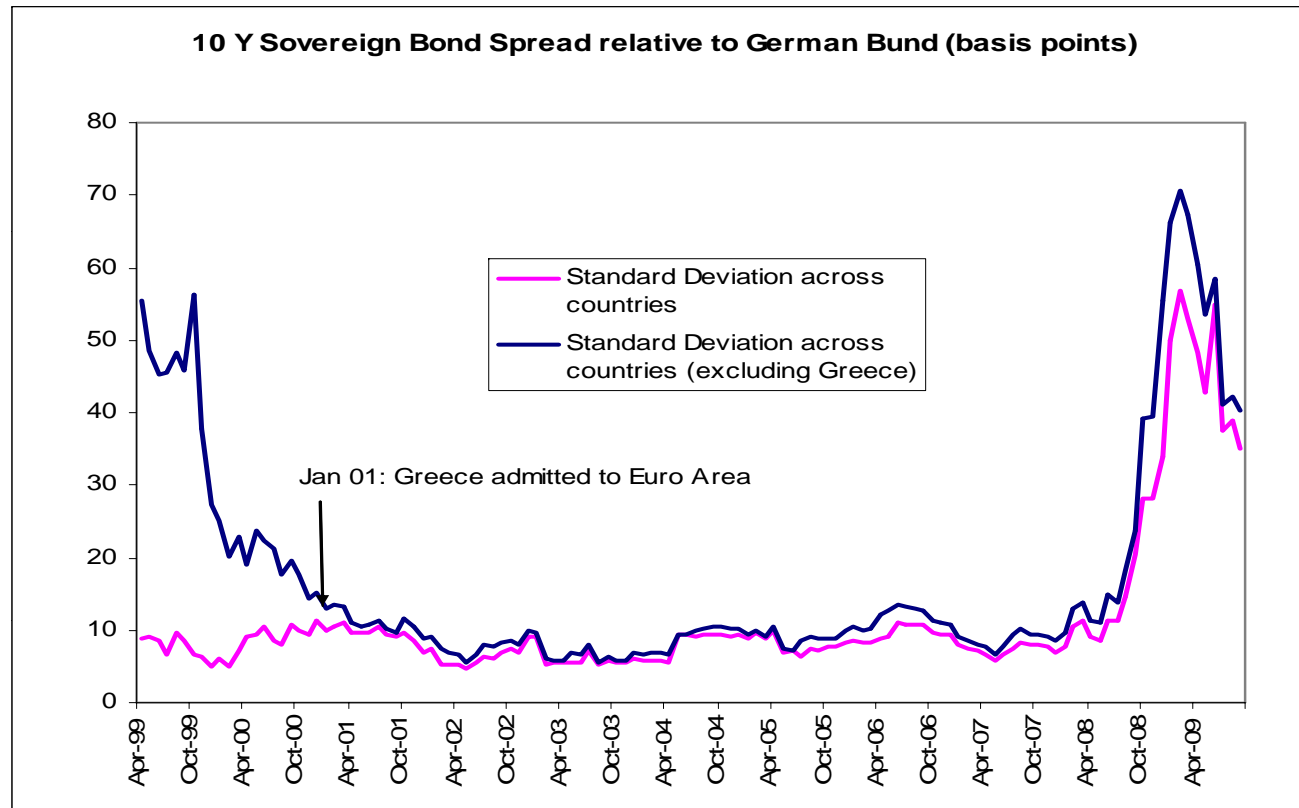
- Augmentation de la dispersion des spreads européens
- Faisant suite à une période sans différenciation soulevant des doutes sur la capacité des marchés à discriminer entre pays européens et à être un facteur de discipline fiscale



Source : Datastream, CAAM Strategy

Forte différenciation des spreads européens

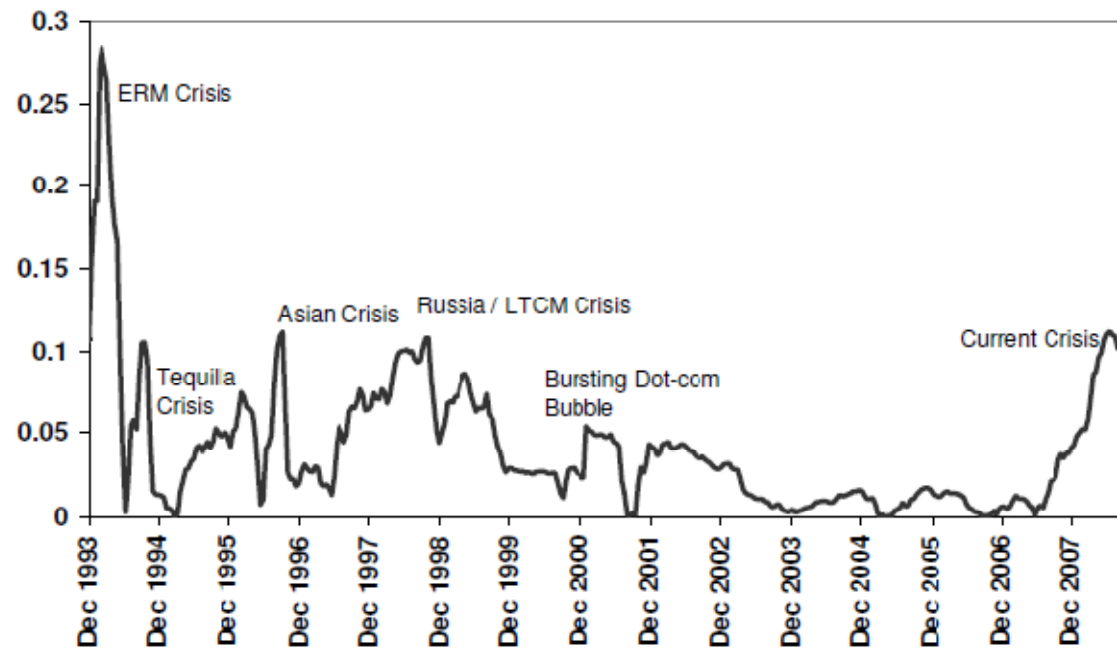
■ Augmentation de la dispersion des spreads européens



Source : Datastream, CAAM Strategy

Forte différenciation des spreads européens

- Différenciation inhérente aux crises, mais la plus forte depuis l'Euro
- Déviation absolue du beta moyen par rapport à 1 à son plus haut niveau depuis 1994



Source : Schulz and Wolff (2009)

Facteurs explicatifs des spreads

■ Facteurs communs

- Appétit au risque global (aversion au risque + niveau d'incertitude)
- Liquidité globale

■ Facteurs domestiques

- Déficit ou dette publique/PIB, service de la dette
- Déficit anticipé
- Fragilité financière, exposition du gouvernement au secteur financier
- Croissance anticipée
- Liquidité de marché
- Dépenses anticipées sur les pensions

Resensibilisation aux facteurs spécifiques pendant la crise

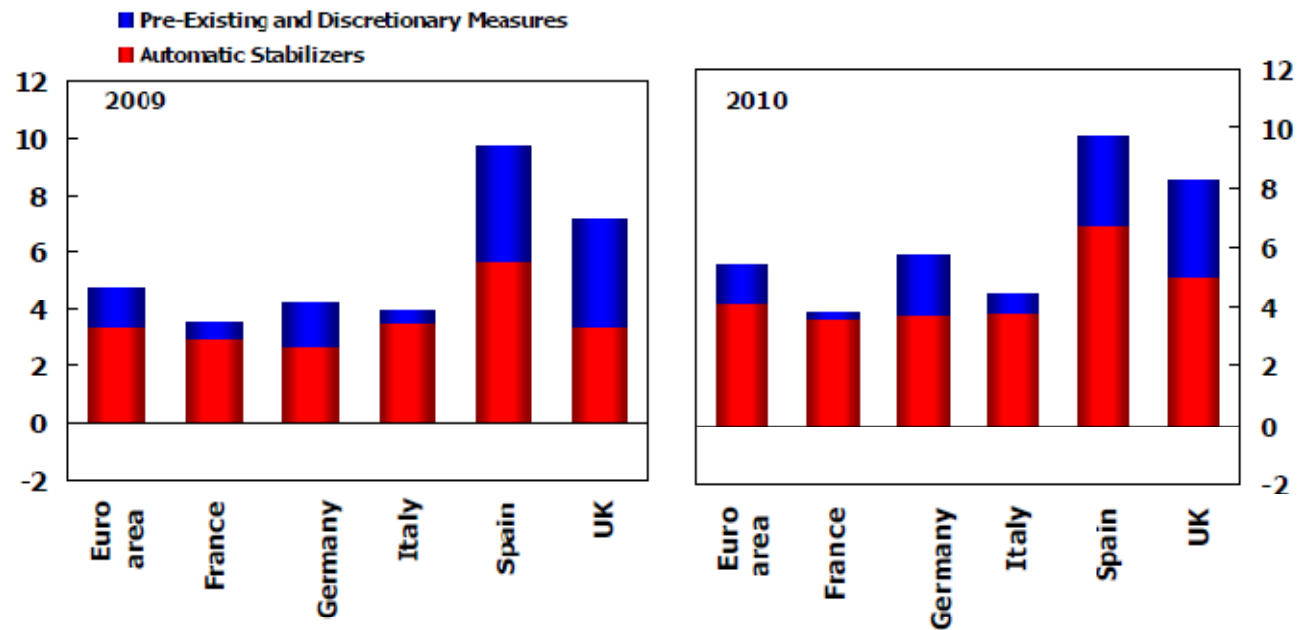
- **Juillet 2007– Mars 2008 (sauvetage Bear Stearns):**
 - Hausse des spreads sans différentiation entre pays
 - Hausse due principalement aux facteurs communs (baisse appétit au risque, hausse dette globale/PIB)

- **Avril 2008 – January 2009 (nationalisation Anglo-Irish bank):**
 - Hausse des spreads avec différentiation plus importante entre pays
 - Facteurs spécifiques (fragilité secteur financier, croissance, déficits, dette publique) jouent un rôle important

- **Après Février 2009:**
 - Baisse des spreads mais maintien forte différentiation entre pays
 - Facteurs spécifiques (fragilité secteur financier, déficits) gardent un rôle important

L'importance croissante des déficits publics

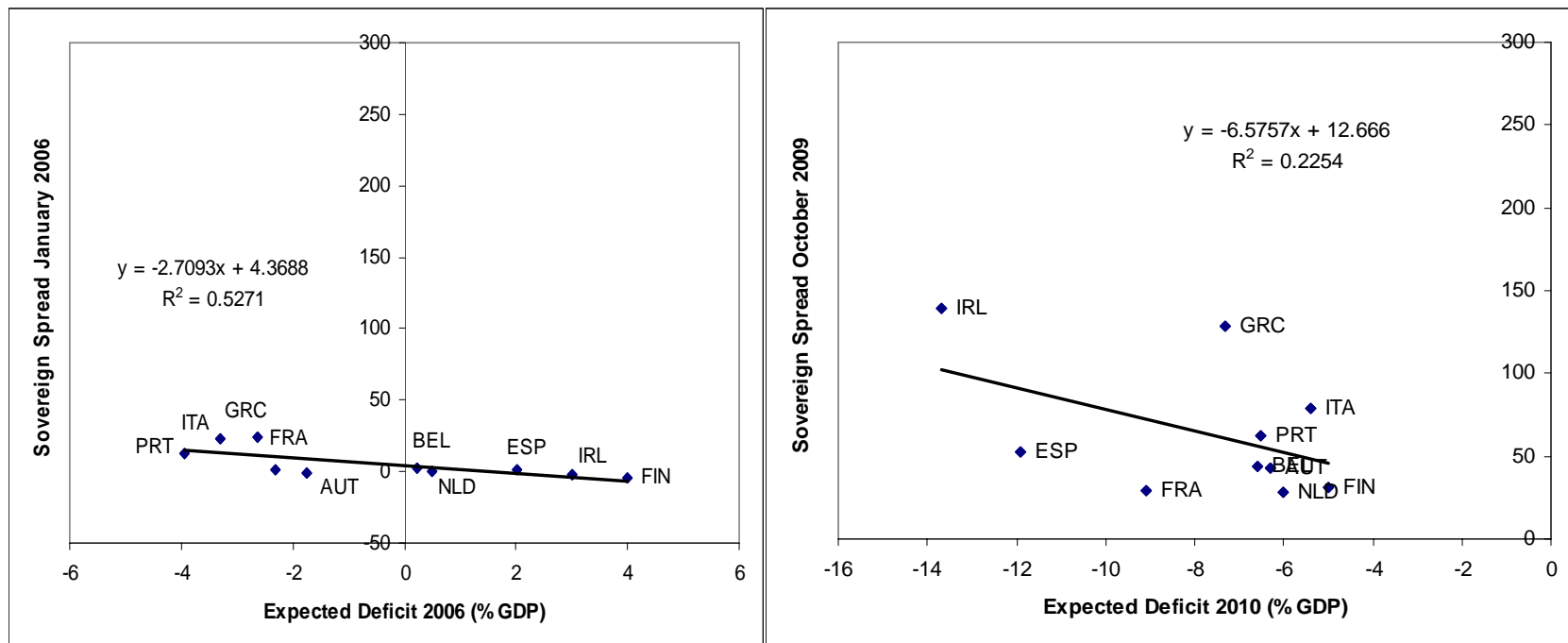
Contributions au déficit des stabilisateurs automatiques et des mesures discrétionnaires (en % du PIB, variation depuis 2007)



Source: IMF, *World Economic Outlook*.

L'importance croissante des déficits publics

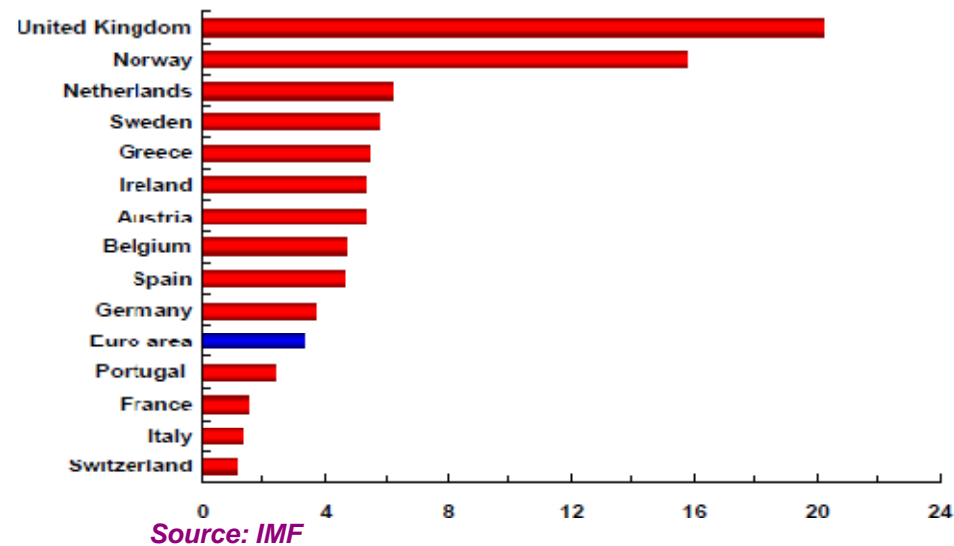
Augmentation de la sensibilité des spreads aux déficits publics entre 2006 et 2009



Source : Datastream, CAAM Strategy

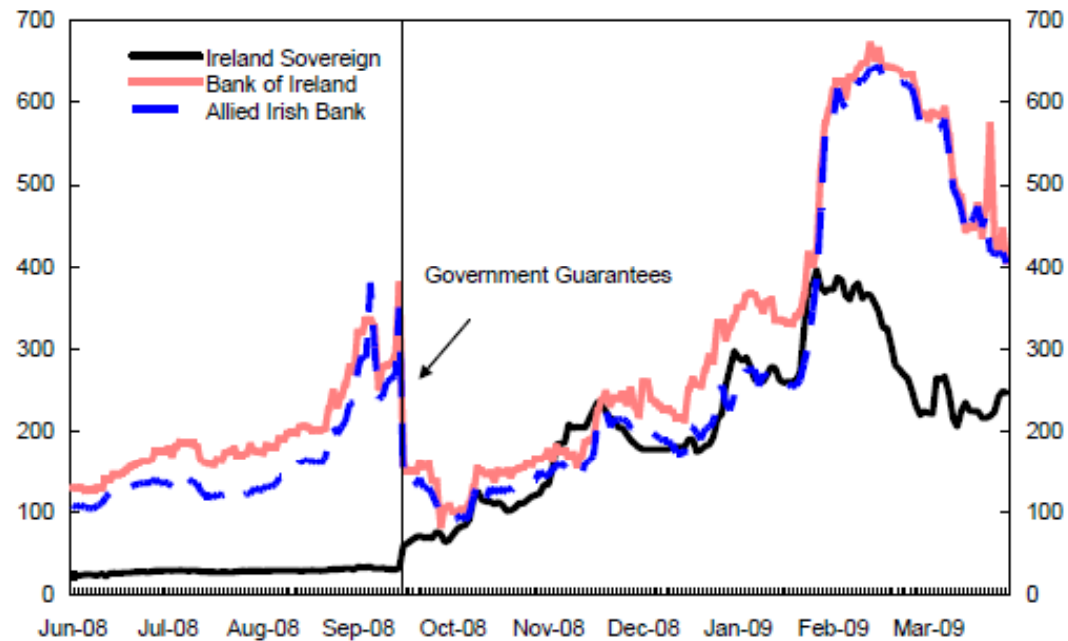
Du risque souverain au risque financier

- Les gouvernements européens ont consacré de larges ressources
 - à la garantie, recapitalisation des institutions financières
 - Au soutien des marchés d'actifs (rachats d'actifs illiquides, etc.)
 - En moyenne: 3.5% du PIB zone euro



Du risque souverain au risque financier

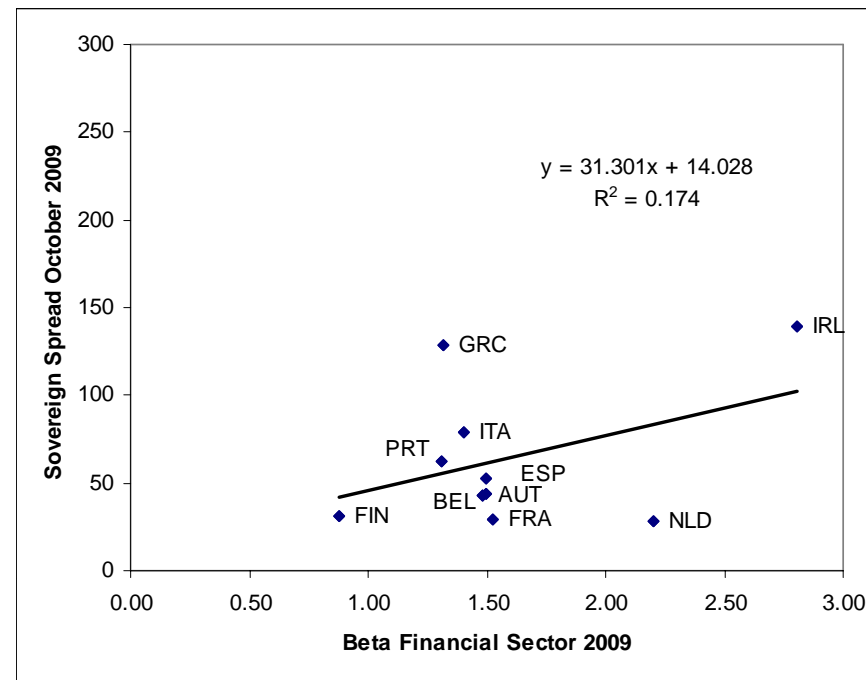
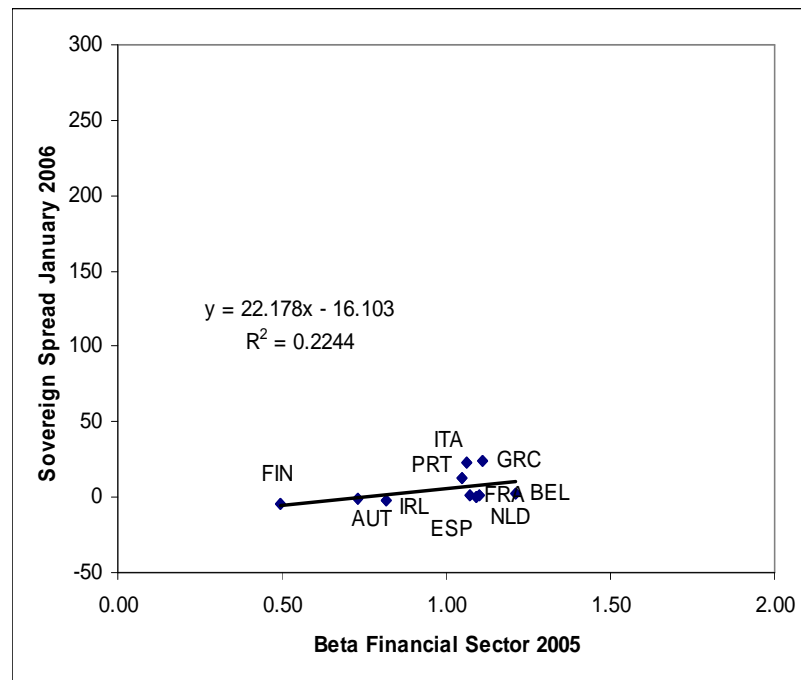
- Après la garantie du gouvernement irlandais, les spreads CDS souverains fluctuent avec le spread de crédit du secteur financier



Source: IMF

Du risque souverain au risque financier

Augmentation de la sensibilité au secteur financier entre 2006 et 2009



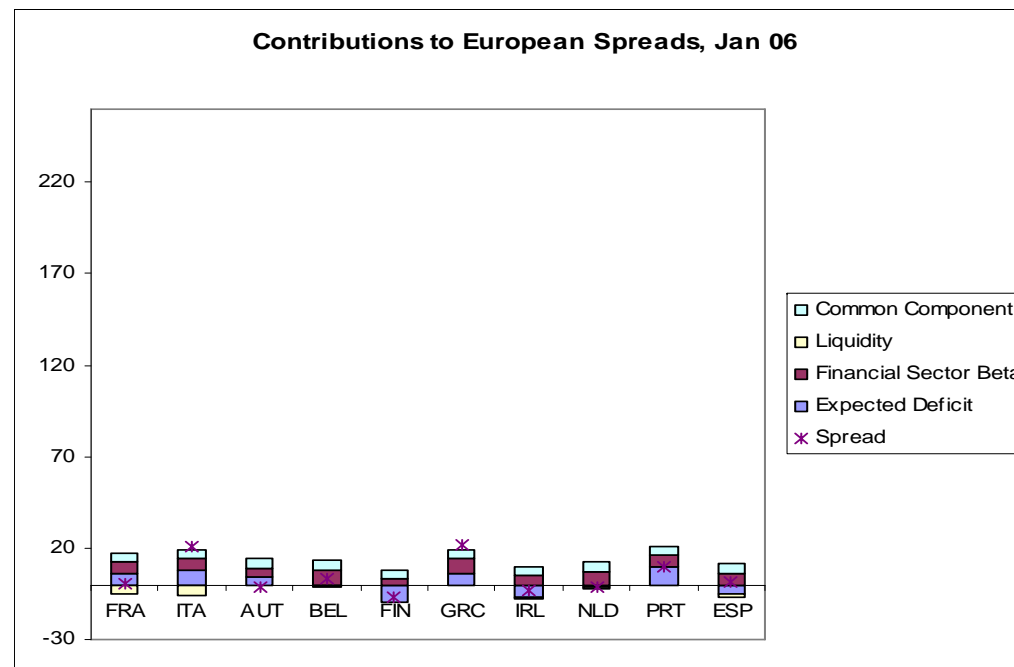
Source : Datastream, CAAM Strategy

Des spreads en ligne avec leur valorisation fondamentale?

- **Modélisation en données de panel des spreads européens**
- **Spread gouvernemental 10 ans pays européens vs Allemagne**
- **4 facteurs explicatifs**
 - **Facteur commun: appétit pour le risque (spread corporate)**
 - **3 facteurs spécifiques: liquidité, exposition au secteur financier, déficit anticipé**
- **Estimation sur la période 1999-2006 puis période étendue à jan 2009 puis oct 2009**

Des spreads en ligne avec leur valorisation fondamentale?

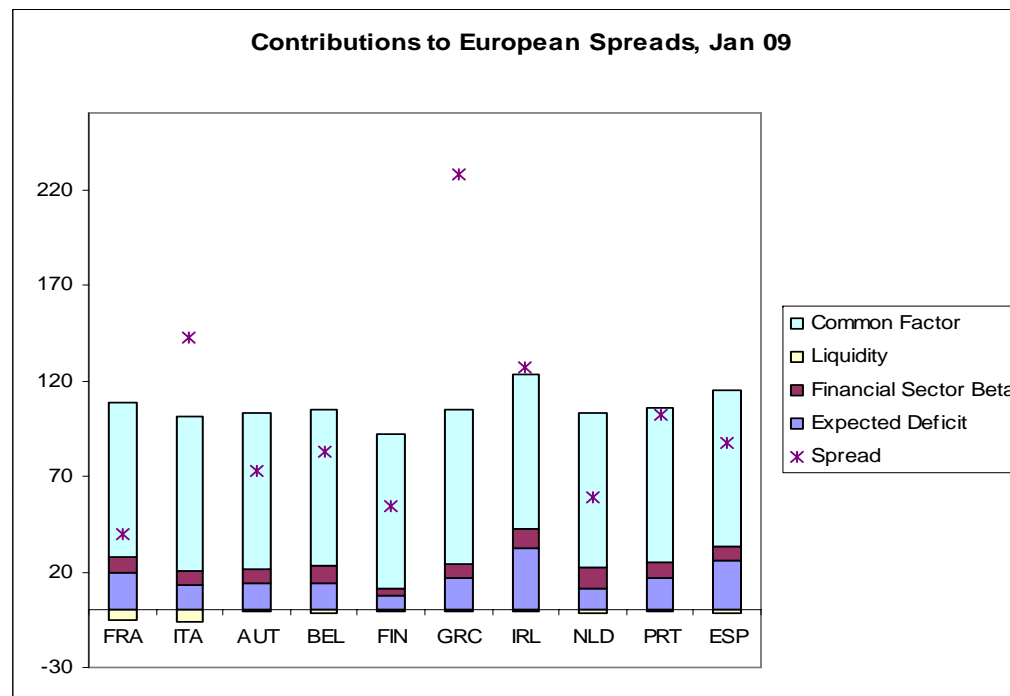
- Avant la crise (janvier 2006), spreads en ligne avec leur valorisation fondamentale
 - Faible contribution de la composante commune
 - Contribution faible mais significative du déficit anticipé
 - Contribution peu significative de la composante financière



Source : Datastream, CAAM Strategy

Des spreads en ligne avec leur valorisation fondamentale?

- Au plus fort de l'écartement des spreads (jan 2009)
 - Très forte augmentation de la composante commune
 - Augmentation modérée de la composante liée au déficit anticipé
 - La liquidité joue positivement pour la France et l'Italie



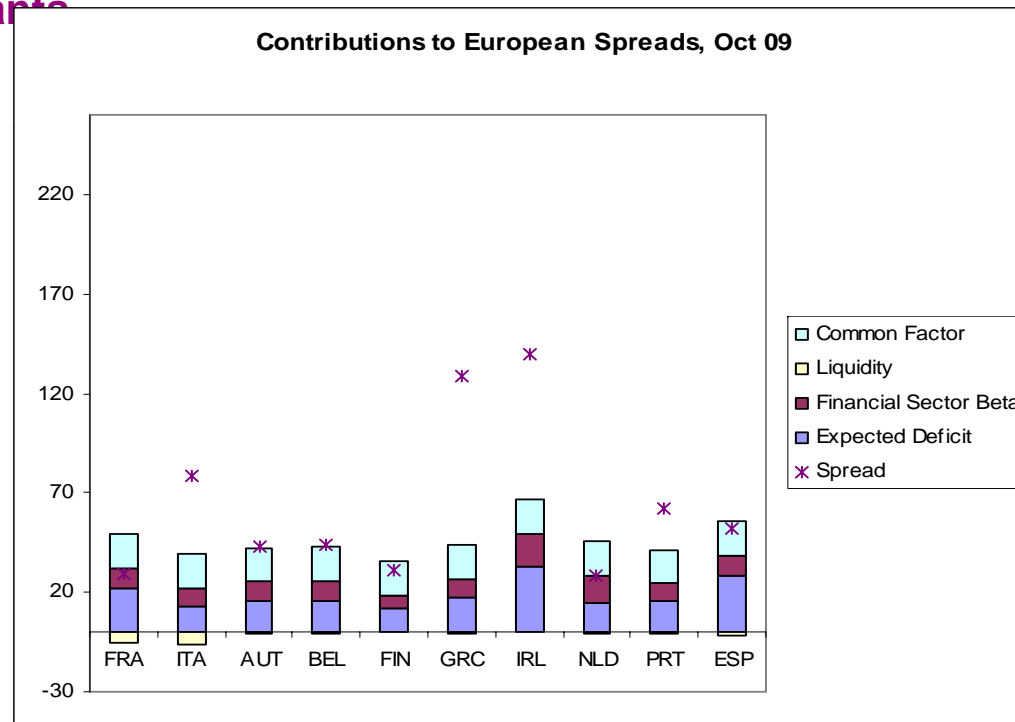
Source : CAAM Strategy

Des spreads en ligne avec leur valorisation fondamentale?

Aujourd'hui (oct 2009)

- Baisse de l'aversion au risque et normalisation des spreads

- Mais hausse de la contribution des facteurs spécifiques (risque financier, déficit anticipé) qui apparaissent relativement plus importants



Source : CAAM Strategy

Des spreads en ligne avec leur valorisation fondamentale?

- L'appétit au risque des investisseurs joue un rôle beaucoup plus faible
- Les composantes spécifiques pays jouent un rôle crucial aujourd'hui
 - Le risque financier est important dans la plupart des pays, mais spécialement Irlande et Hollande
 - Les craintes quant aux déficits publics à venir sont importantes en Irlande, Espagne et France
 - La liquidité du marché diminue le coût de financement de l'Italie et de la France
- Une part significative des spreads reste inexplicquée en Irlande, Grèce, Italie et Portugal: un signal d'achat ?

Et demain?

- **La réduction générale des spreads pourrait continuer**
 - **Avec la diminution de l'aversion au risque globale**

- **Mais la différenciation au sein des pays peut rester importante**
 - **La dispersion des spreads peut ne pas revenir immédiatement à son niveau d'avant la crise**
 - **Les facteurs de discrimination entre pays devraient rester un facteur important d'explication des spreads intra-européens**