



La tragédie grecque prend de l'ampleur: Commentaire sur les derniers développements

Après l'interruption des négociations entre le gouvernement grec et l'Eurogroupe, la Banque centrale européenne s'est vue contrainte de suspendre les crédits d'urgence octroyés aux banques grecques. Afin d'éviter d'autres sorties de capitaux, Athènes a décidé d'introduire un contrôle du flux monétaire. Les banques et la bourse resteront fermées jusqu'au 6 juillet. Dimanche prochain, le 5 juillet, un référendum statuera sur le maintien de la Grèce dans la zone euro.

Pourquoi instaurer un contrôle des flux de capitaux?

Un contrôle du flux de capitaux comme celui instauré actuellement en Grèce entrave les mouvements monétaires à l'échelle internationale. Les versements à l'étranger et les retraits d'argent sont limités. Cette mesure a pour but d'empêcher une fuite de capitaux trop importante vers l'étranger. Les sorties massives de capitaux dues aux retraits effectués par les clients des banques mettent celles-ci sous pression. Samedi dernier, une population inquiète a pris d'assaut les distributeurs d'argent dans tout le pays, prélevant ainsi environ un milliard d'euros en espèces. Lors d'un samedi normal, les retraits se montent au maximum à 60 millions d'euros. En Grèce, les retraits en espèces sont actuellement plafonnés à 60 euros par jour. L'exemple de Chypre a démontré qu'un contrôle des mouvements de capitaux ne débouchait pas obligatoirement sur une sortie de l'union monétaire. Mais le vote des Grecs sera déterminant dans ce contexte.

Le rôle de la Banque centrale européenne

Depuis plusieurs semaines, la Banque centrale européenne (BCE) injecte des milliards dans le système bancaire grec afin de garantir son existence. Au cours de ces dernières semaines, la banque d'émission a délibéré pratiquement chaque jour sur ces crédits d'urgence (Emergency Liquidity Assistance). Les crédits ELA sont distribués par la Banque centrale grecque, mais le conseil de la BCE doit donner son aval et peut interrompre un crédit à une majorité aux deux tiers. C'est ce qui vient de se produire après l'interruption des négociations entre le gouvernement grec et ses créanciers vendredi soir et l'annonce d'un référendum. La BCE a décidé de ne pas combler les pertes de dépôts du samedi et de fixer le plafond des crédits d'urgence à 91 milliards, c'est-à-dire de le maintenir au niveau de vendredi. Il était ainsi impossible d'éviter le contrôle des flux de capitaux.

Posture des créanciers

Le remboursement d'un montant de 1,6 milliard d'euros au Fonds monétaire international (FMI) est dû au 30 juin. Selon toute probabilité, le versement n'aura pas lieu. Les quatre agences de notation les plus importantes ont d'ores et déjà annoncé qu'elles ne rétrograderaient pas la note de la Grèce au niveau « Défaut de paiement » si la tranche due n'était pas versée au FMI. Toutefois, les emprunts d'Etat grecs à hauteur de 3,5 milliards d'euros détenus par la BCE devront être remboursés au 20 juillet. Si tel n'est pas le cas, la BCE se verra contrainte de constater le défaut de paiement de l'Etat grec et de ses banques. Il est en outre impossible de connaître le montant des capitaux actuellement dans les caisses de l'Etat.

Si l'issue du référendum était négative, les crédits ELA seraient entièrement supprimés, ce qui équivaldrait dans les faits à un grexit. Le programme d'aide des bailleurs de fonds internationaux arrive à terme le 30 juin également. Lors d'une réunion de crise, les ministres des finances des autres pays de la zone euro ont rejeté la demande grecque pour l'octroi d'une prolongation supplémentaire de 30 jours. Dans un même temps, l'Eurogroupe a réaffirmé sa volonté de vouloir aider la Grèce à sortir de cette situation.

Options politiques

Il existe encore des possibilités permettant d'éviter le défaut de paiement. Un « oui » massif le 5 juillet pourrait amorcer un revirement. La patronne du FMI Christine Lagarde a laissé entendre qu'elle serait dans ce cas prête à poursuivre les négociations. Les chefs d'Etat et de gouvernement européens pourraient en outre jouer un rôle décisif cette semaine pour inciter les Grecs à un vote positif. Les sondages actuels menés par Alco et Kapa Research indiquent une acceptation très nette des réformes prévues. Toutefois, au cours des jours à venir, les choses peuvent changer dans l'opinion. Cette année, les sondages n'ont souvent pas été très fiables. Si la population grecque ac-

cepte le programme d'austérité et le maintien du pays dans la zone euro, la situation sera quasiment impossible à gérer pour le gouvernement de M. Tsipras. La mise en place d'un nouveau gouvernement serait alors inévitable. Ce gouvernement reprendrait très probablement les négociations avec les créanciers pour obtenir de nouveaux crédits. D'autres séances de crise s'ensuivraient, et les incertitudes demeuraient. Nous restons cependant optimistes et pensons qu'un grexit peut être évité. Sans oublier qu'un crédit alloué en dernière minute par la Russie peut encore créer la surprise. Actuellement, même si la Russie connaît également des problèmes budgétaires, elle pourrait bien venir en aide à la Grèce dans le but de démontrer sa force face à l'Europe.

Réactions sur les marchés

Les réactions sur les marchés sont restées dans un cadre prévisible jusqu'à ce jour. Des corrections importantes ont eu lieu lundi sur les marchés des actions, notamment en Europe. Sur des volumes restreints, l'on a constaté le creusement des spreads pour les emprunts obligataires de membres périphériques de la zone euro comme l'Italie, l'Espagne et le Portugal. L'euro a baissé par rapport à toutes les autres monnaies de référence. Le cours EUR/CHF est remonté à 1,04 environ vers midi après une ouverture à 1,015. La Banque nationale suisse se réserve un droit d'intervention permanent sur le marché des devises. La BCE a elle aussi des outils en main pour contrer d'éventuelles ventes massives d'emprunts des pays participants mentionnés. Les dispositifs de résistance tiennent le choc. La situation actuelle ne peut pas être comparée à

la chute de la banque Lehman Brothers en 2008. Les acteurs du marché ont eu le temps de se préparer au pire. En outre, ce temps a été mis à profit à l'échelle européenne pour empêcher toute « contamination » du reste des pays de la zone euro.

Conséquences sur la politique des placements

Notre positionnement tactique dans les mandats mixtes prévoit une légère surpondération des actions. Nous avons dernièrement maintenu nos placements à revenus fixes en duration neutre. Nous conservons cette stratégie, également après les récents développements. Selon nos analyses actuelles, le fonctionnement des marchés financiers et la reprise conjoncturelle de l'économie mondiale ne sont pas remis en question. Nous nous attendons toutefois à une volatilité élevée sur les marchés au cours des prochaines semaines, mais aussi à des réactions marquées s'agissant du changement des conditions cadres au niveau politique. Pour ce qui est des actions, les actifs gérés par Swiss Life Asset Managers ne sont investis en Grèce que pour une part marginale, et uniquement dans le cas d'une combinaison avec des fonds en actions internationaux passifs. Nous maintenons uniquement un faible engagement en emprunts obligataires de trois entreprises grecques dans notre high-yield fund et des mandats apparentés en France. Il n'existe aucun engagement envers l'Etat grec ou des entreprises grecques s'agissant du domaine Investment grade et de la totalité des mandats gérés pour compte de notre clientèle suisse.

Clôture de la rédaction: le 29 juin 2015 à midi.

Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management AG, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible de suivre ou d'exploiter les recommandations issues de la recherche avant leur publication. Bien que le contenu du présent document se fonde sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document est susceptible de contenir des prévisions fondées sur nos opinions, prévisions et projections actuelles. Nous ne nous engageons pas à les actualiser ou à les réviser. Les résultats réels peuvent différer de manière significative des résultats anticipés par nos prévisions. **Pour toute question supplémentaire ou pour commander nos rapports, veuillez envoyer un e-mail à info@swisslife-am.com. Pour de plus amples informations, veuillez consulter notre site Internet à l'adresse suivante : www.swisslife-am.com**