LOMBARD ODIER
INVESTMENT MANAGERS

PERSPECTIVE OBLIGATAIRE
LE RETOUR DE L'INCERTITUDE

Salman Ahmed
Stratégiste global et Gérant de portefeuille

Les événements de ce week-end replongent l'avenir de la Grèce (politique, financier et social) et la zone Euro (crédibilité politique) dans l'incertitude.

Après l'annonce par le premier ministre grec Alexis Tsipras (vendredi 26 juin) concernant la tenue d'un référendum sur la proposition des créanciers pour le 5 juillet (ultérieurement approuvée par le parlement), l'Eurogroupe a refusé de renouveler son plan d'aide à la Grèce (qui expire le 30 juin). Après l'annonce de la fin du plan, nous avons également appris que la BCE va interrompre son programme de liquidités d'urgence (ELA, emergency liquidity assistance) qui maintient le secteur bancaire grec à flot depuis plusieurs mois. Cela veut dire qu'au-delà du 30 juin, la Grèce se dirige tout droit vers un défaut de paiement envers le FMI.

Concrètement, le gel des aides de la BCE signifie que le secteur bancaire grec ne sera plus en mesure de fonctionner. Dans un tel contexte, il n'est pas étonnant d'apprendre que les banques resteront fermées au moins jusqu'au référendum.

Ce bref article aborde les conséquences pour les marchés des actifs risqués (notamment les obligations) de ce soudain revirement de situation qui a semé l'incertitude.

Nous ne sommes pas en 2011/2012

Lorsqu'on analyse la situation actuelle, nous devons commencer par rappeler que le contexte est différent de 2011/2012. Tout d'abord, la zone Euro a beaucoup évolué depuis le dernier épisode grave de la crise de la dette, notamment avec la mise en place de toute une batterie de mesures. Ensuite, cette fois-ci, les liens financiers directs de la Grèce sont beaucoup plus concentrés. Ainsi, près de 80 % de la dette grecque est désormais détenue par les institutions publiques, ce qui limite l'impact direct sur le système financier mondial. En substance, ce qui semble préoccuper dans la situation actuelle, c'est davantage la crédibilité politique de la zone Euro que les conséquences financières directes d'un défaut de la Grèce. Enfin, la BCE a déjà engagé un programme d'assouplissement quantitatif et dispose de l'outil OMT (récemment approuvé par la Cour de justice de l'Union européenne) spécialement conçu pour ce genre de situations.

La BCE, un acteur clé

Il est important de rappeler que le programme d'assouplissement quantitatif n'est pas seulement un outil de politique macro. En effet, étant donné son impact sur les bilans de la région, c'est également un mécanisme de consolidation de la zone Euro.

À l'avenir, il est évident que le crédit des pays de la périphérie (souverain et des entreprises) subira automatiquement les retombées (que l'on observe déjà dans les prix du marché) des récents événements. Toutefois, le programme actuel d'assouplissement quantitatif limite les écarts de taux que nous pourrions observer. Par ailleurs, la BCE devrait se montrer, si besoin, assez agressive en termes de communication et d'action afin d'éviter toute contagion à d'autres pays. Au vu des mesures adoptées depuis 2011/2012, la banque centrale devrait cette fois-ci pouvoir réagir de manière plus rapide et résolue pour préserver la reprise très fragile de la zone Euro.

Un vote favorable pourrait encore sauver la situation

Pour en revenir à la Grèce, il semblerait que lors du référendum sur les propositions faites par les créanciers le 25 juin, le choix présenté aux électeurs soit Oui/Approuvé ou Non/Refusé. L'Eurogroupe a indiqué que toute proposition mise sur la table expirera après l'échéance du 30 juin. Théoriquement, cela veut dire que les grecs pourraient faire un choix qui n'est plus d'actualité. Cela dit, la question qui semble se dégager des débats sur le référendum porte davantage sur la perspective d'un « Grexit » que sur l'issue de l'accord en soi. A cet égard, un vote favorable, pouvant entraîner une reconfiguration politique dans le pays, pourrait apporter une solution plus durable au problème. Toutefois, trop de « si » et de « mais » subsistent encore et on ne peut ignorer les récents sondages qui indiquent que les deux tiers des grecs souhaitent rester dans la zone Euro.

Nous nous attendons à un mouvement « risk-off », mais la BCE a mis en place un filet de sécurité

En ce qui concerne les conséquences sur les marchés, nous nous attendons à une baisse généralisée des prises de risque (« risk off ») sur les actifs risqués, avec une pression sur le crédit des pays de la périphérie et High Yield associée à un repli sur les valeurs refuge profitant au Bund et aux Treasuries. À moyen terme, les conséquences pour le crédit (dette souveraine et des entreprises des pays de la périphérie) semblent compliquées car selon la réaction des marchés, il est probable que la BCE doive réagir. Sur les marchés des actions, nous nous attendons à une très forte corrélation avec l'évolution des prix des pays de la périphérie. Nous pensons toutefois que l'impact à long terme sur les actions européennes sera limité malgré une forte augmentation de la volatilité sur le court terme (une fois de plus grâce aux mesures de la BCE).

Sur le marché des devises, l'Euro, utilisé comme instrument de couverture, devrait se retrouver sous pression (comme en 2011/2012), ce à quoi s'ajoute l'impact négatif des attentes concernant d'éventuelles mesures de la BCE (reformulation de l'assouplissement quantitatif ou programme OMT).

En conclusion, comme nous l'avons écrit le 22 juin dans l'article « Entering a period of deep confusion », les primes de risque dépendent des fondamentaux et la Grèce nous rappelle que nous avons tout intérêt à prendre en compte sur les fondamentaux pour construire nos portefeuilles obligataires.

Cordialement,

L'équipe Fundamental fixed income

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS.

CE DOCUMENT NE CONSTITUE NI UNE OFFRE NI UNE SOLLICITATION DANS LES JURIDICTIONS NON AUTORISEES OU AUPRES DES PERSONNES POUR LESQUELLES CELA SERAIT ILLEGAL.

Les investisseurs potentiels devraient s'informer sur les exigences légales applicables et sur les règlementation fiscales et de contrôle des changes applicables dans leur pays de citoyenneté, de résidence ou de domicile. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou en totalité), modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Les informations et analyses contenues dans ce document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Cependant, LOIM ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, pas plus qu'il n'assume de responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de l'utilisation de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées peuvent changer sans préavis. Ce document a été préparé par Lombard Odier Funds (Europe) S.A. et est publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, une société à responsabilité limitée constituée en Angleterre et au Pays de Galles, enregistrée sous le numéro 07099556, ayant son siège social Queensberry House, 3 Old Burlington Street, London, Royaume-Uni, W1S 3AB, autorisée et supervisée par l'autorité de surveillance des services financiers (Financial Conduct Authority ou FCA) et enregistrée sous le numéro 515393 dans le registre de la FCA.

© 2015 Lombard Odier Investment Managers – tous droits réservés.