

---

# Note sur le référendum grec du 5 juillet



Londres - le 28 juin 2015

---

## A – Chronique d'un weekend incroyable

La situation en Grèce a pris une tournure surprenante vendredi dernier lorsque le Premier ministre a annoncé lors d'une intervention télévisée **l'organisation d'un référendum le dimanche 5 juillet**.

À l'occasion du référendum, dont la question a été rendue publique le lendemain, les citoyens grecs seront invités à dire **s'ils acceptent ou rejettent les propositions formulées par les créanciers du pays (Commission européenne, BCE et FMI) lors de l'Eurogroupe du 25 juin 2015**.

En cette occasion, le Premier ministre grec s'est montré très vindicatif et indique **qu'il ferait campagne pour le « non »**.

**Les parlementaires grecs lui ont donné le feu vert dimanche matin pour organiser le référendum**. Sur les 300 députés qui composent le Parlement, 178 ont voté pour, 120 ont voté contre et 2 se sont abstenus. Au cours d'un débat houleux qui aura duré 14 heures, **les députés du parti au pouvoir, Syriza, ont réfuté l'hypothèse selon laquelle un rejet du plan d'austérité entraînerait une sortie de la Grèce de la zone euro, les responsables politiques plaidant ouvertement pour le maintien du pays dans la zone de la monnaie unique**.

Dans la mesure où le référendum aura lieu après le remboursement de 1,6 milliard d'euros de la Grèce au FMI, Alexis Tsipras a également déclaré vendredi soir qu'il demandait **une prolongation à court terme de l'accord de prêt du FESF qui expirera le 30 juin**. Le lendemain, **les ministres des Finances de 18 des 19 États membres de l'Union économique et monétaire se sont réunis et ont donné une fin de non-recevoir à la demande du Premier ministre grec**. L'Eurogroupe a également déclaré que les responsables politiques de l'Euroland étaient prêts à faire face à une possible contagion, assurant que les turbulences qui secouent la Grèce n'affecteraient pas la stabilité des autres pays, et qu'ils s'efforçaient de trouver une solution pour maintenir la Grèce dans l'union monétaire.

Dimanche après-midi, la BCE confirmait que la fourniture de liquidités d'urgence dépendait de la capacité des différentes parties à trouver un accord, perspective jugée crédible. La BCE a par conséquent annoncé **qu'elle bloque le plafond des liquidités d'urgence accordées aux banques grecques à leur niveau de vendredi**. Refuser de relever le plafond des liquidités d'urgence au-delà des niveaux de vendredi dernier revient à pousser le gouvernement à imposer un contrôle effectif des capitaux.

Des files d'attente se sont formées devant les DABs, partout en Grèce, au cours du week-end. Dimanche après-midi, le gouvernement a annoncé que **les banques grecques et la bourse d'Athènes seraient fermées lundi, et probablement les jours suivants.**

À l'heure où nous rédigeons cette note, **le FMI n'avait pas encore réagi.** Dès lors que Christine Lagarde informera le conseil d'administration du FMI de la survenance d'un événement de défaut de paiement, si tant est que la Grèce se retrouve dans une telle situation, cela entraînera un défaut croisé sur les prêts accordés par le FESF à la Grèce et le conseil d'administration du FESF (les ministres des Finances) aura la possibilité, mais pas l'obligation, d'exiger le remboursement immédiat de ces prêts.

Enfin, **les sondages d'opinion** sur le référendum montrent qu'**environ 70 % des personnes interrogées, lorsqu'on leur pose une question fermée, sont en faveur du maintien de leur pays dans la zone euro.** Toutefois, **dès lors que le maintien est conditionné à l'adoption de nouvelles mesures d'austérité, le pourcentage tombe à 55 %-65 %,** en fonction de la formulation de la question. Par conséquent, le positionnement d'Alexis Tsipras et l'énoncé de la question devraient jouer en faveur du « non ». C'est d'autant plus vrai que les membres du gouvernement grec ont bien insisté sur le fait que le référendum ne portait pas sur le maintien du pays dans la zone euro, mais bel et bien sur l'accord. La question de savoir dans quelle mesure **les pressions de plus en plus fortes exercées par l'Europe pour faire du référendum une question portant sur le maintien de la Grèce dans la zone euro et l'état du système bancaire joueront en faveur du « oui » reste entière.**

*Une tentative de dernière minute visant à sauver les négociations lundi 29 juin n'est pas à exclure, mais la probabilité d'une avancée est très faible*

## **B – Analyse et gestion de la crise**

Au cours du week-end, alors que les événements se précipitaient, nous avons participé à de nombreuses conférences téléphoniques organisées par les banques et leurs analystes, et avons évoqué la situation de manière approfondie.

Nous pensons que, suite aux décisions intervenues ces deux derniers jours, dont la plus importante est la décision de la BCE de geler le versement des liquidités d'urgence et la mise en place imminente d'un contrôle des capitaux, **les citoyens grecs vont désormais avoir un avant-goût des répercussions qu'aurait une sortie totale du pays de la zone euro sur leur quotidien. Les banques grecques vont sûrement fermer,** probablement jusqu'au référendum, ce qui concourra à créer de fortes tensions sociales.

**Plusieurs économies émergentes ont imposé un contrôle des capitaux par le passé et l'expérience nous montre que cela déclenche généralement des troubles sociaux, une chute de la cote de confiance du gouvernement, son remplacement et, dans la foulée, une politique de sortie.** Le président de gauche Alexis Tsipras a été élu pour obtenir des conditions de remboursement du service de la dette bien plus favorables de la part des créanciers que ne l'avait fait son prédécesseur de centre droit, et non pas pour provoquer un effondrement du système bancaire, une nouvelle récession économique et, potentiellement, une sortie de la zone euro. D'aucuns soupçonnent le Premier ministre grec d'avoir fait cette déclaration de dernière minute

pour forcer les institutions créditrices à accepter une restructuration de la dette grecque. Leur refus immédiat a surpris Alexis Tsipras.

Les électeurs grecs réaliseront rapidement qu'une victoire du « non » donnerait à leur Premier ministre un mandat solide pour renégocier le cadre proposé à l'heure actuelle, mais ce dernier devrait composer avec un système bancaire non opérationnel et avec des créanciers fermés à toutes nouvelles discussions et concessions. Par ailleurs, pendant la semaine qui vient, **l'Europe et les partis d'opposition grecs (Nouvelle Démocratie, le Pasok, etc.) s'échineront à prétendre qu'une victoire du « non » vis-à-vis de l'accord proposé équivaldrait à un rejet de l'Union économique et monétaire.**

**Nous pensons qu'un vote en faveur du « oui » sera un choix plus raisonnable de la part des citoyens grecs.** Une victoire du « oui » permettrait d'éviter la sortie de la Grèce de la zone euro et donnerait à toutes les parties un certain recul pour revoir leurs positions. Il est évident qu'un gouvernement militant en faveur du « non » et qui devrait composer avec une victoire du « oui » freinerait des quatre fers pour mettre en œuvre les mesures qu'il a fermement combattues, ce qui concourrait à créer une situation tout aussi instable. **Un changement de gouvernement (suite à la démission d'un Premier ministre désavoué) via la constitution d'un gouvernement d'unité nationale ou via la nomination d'un technocrate comme Mario Monti serait alors l'issue la plus probable.** Il faudrait alors rapidement sceller un accord avec les créanciers sur la base de leurs dernières propositions, compte tenu du ralentissement de plus en plus marqué de l'économie. Entre-temps, la BCE serait obligée de continuer à financer les banques grecques.

En attendant que le référendum de dimanche permette à la raison de reprendre le pas sur les égos et la surenchère, et ainsi d'y voir plus clair quant à l'issue éventuelle à la crise, il est probable que **nous soyons dans un premier temps confrontés à une forte volatilité sur les marchés financiers, qui devrait ensuite laisser le champ à une certaine normalisation, principalement en raison de l'intervention de la BCE.**

Nos portefeuilles seront dans un premier temps pénalisés par leur exposition aux obligations souveraines des GIPS, en premier lieu les emprunts d'État grecs, et également du creusement naissant des écarts de crédit italiens et portugais. Bien entendu, **leur positionnement sur l'extrémité longue de la courbe des taux américains leur offrira un certain degré de protection,** notamment face à l'euro, aux devises émergentes et les devises liées aux matières premières. **D'autres cours croisés sur le marché des changes contribueront à soutenir la performance, à l'instar de la position courte EUR/GBP.** Mis à part notre tendance à exploiter de manière dynamique les écarts de prix susceptibles d'être induits par le regain probable d'aversion au risque et la ruée excessive vers les actifs refuges, **nous n'envisageons pas de modifier la construction stratégique de nos portefeuilles** au cours des prochains jours, car **nous pensons que les cours rebondiront rapidement.**

La raison pour laquelle nous pensons ainsi est que nous sommes convaincus que **nous avons affaire à une crise localisée qui ne devrait pas se propager. La Grèce est totalement isolée** (et les Grecs s'en rendront compte rapidement cette semaine), car **la BCE dispose d'une force de frappe suffisante pour empêcher toute forme de contagion.** Une fois que les vagues de ventes seront passées, la BCE interviendra pour montrer au monde la solidité des institutions et des mécanismes monétaires européens, et les écarts de crédit se resserreront dans la foulée. **Il n'y a**

**aucun risque de voir la crise de 2011 se répéter. La situation actuelle est fondamentalement différente de celle qui prévalait à l'époque de la faillite de Lehman.**

**La situation devrait se normaliser rapidement et une victoire du « oui » dimanche prochain contribuera à accélérer le rebond du marché.** Malgré la décision prise par Alexis Tsipras d'organiser un référendum de dernière minute, **la fin de la crise grecque approche.**

Il va de soi que cette sera volatile. Toutefois, cette volatilité devrait contribuer à créer de nombreuses opportunités pour les sociétés de gestion à taille humaine et hyperactive comme H2O.

La trajectoire de performance de nos portefeuilles reste intacte ; elle est malheureusement bien plus volatile que nous ne l'avions anticipé.

*Rédigé à Londres par l'équipe H2O le dimanche 28 juin 2015.*

## Mentions légales

Le présent document a été rédigé par H2O Asset Management LLP. Les analyses, les opinions et certains des thèmes et processus d'investissement mentionnés dans les présents représentent le point de vue du (des) gestionnaire(s) de portefeuille à la date indiquée. Ils sont susceptibles de changer, de même que les titres et les caractéristiques du portefeuille indiqués dans les présentes. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Ce document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**Dans l'U.E. francophone** Le présent document est fourni par NGAM S.A. ou sa filiale NGAM Distribution. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : Le présent document est fourni par NGAM Distribution (immatriculée sous le numéro 509 471 173 au RCS de Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

**En Suisse** : Le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl. Registered office: Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse. Certains fonds de H2O AM LLP ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Pour les

fonds enregistrés en Suisse, le prospectus de vente détaillé, des documents intitulés «Informations clés pour l'investisseur», les statuts, les rapports annuels et semestriels sont disponibles sans frais auprès du Représentant et Service de Paiement pour la Suisse, RBC Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, Case Postale 101, CH-8066 Zurich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Global Asset Management mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

H2O ASSET MANAGEMENT LLP : 10 Old Burlington Street, London W1S 3AG, United Kingdom, Management Company n°529105 FCA.

[www.h2o-am.com](http://www.h2o-am.com)

NATIXIS GLOBAL ASSET MANAGEMENT S.A. : RCS Paris n° 453 952 681, 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris, Société anonyme au capital de 156 344 050 euros.

[www.ngam.natixis.com](http://www.ngam.natixis.com)