



## **Ce que le problème de la dette en Grèce signifie pour les investisseurs**

**Commentaire par Eric Bushell, directeur des placements**

**Avril 2010**

J'ai voyagé à Londres, Athènes et Madrid ce mois-ci afin de tester une théorie. Je croyais que la combinaison des réductions importantes des dépenses gouvernementales et du désendettement du secteur financier et des loyers pourrait plonger la zone euro dans une période prolongée de croissance inférieure.

Ce que j'ai trouvé à confirmé cette perspective. Des pressions de déflation pourraient encore se présenter dans des petits pays de la périphérie de la zone euro, provoquant des baisses du revenu et des valeurs d'actifs. Cela aurait des conséquences pernicieuses pour le secteur bancaire. Cela ne s'est-il pas déjà passé en Espagne, Irlande et au R.-U.? Oui, dans le sens où les gouvernements ont nationalisé une grande partie du secteur bancaire, mais des ajustements supplémentaires restent à venir, surtout dans le secteur public.

Voilà à quoi l'Europe fera face au cours des cinq prochaines années : un rétrécissement financier, un ralentissement de la croissance, des taux d'intérêts et un euro plus faibles, ainsi que le potentiel de bouleversements sur les plans politique et social. La reprise mondiale synchronisée qui a lieu actuellement masque ces défis à long terme.

Au centre de cette discussion se trouve la tension politique dans la zone euro liée à un programme de sauvetage pour la Grèce. Même si la Grèce ne représente que 2 % du PIB européen, ses problèmes ont des conséquences importantes pour l'Europe et l'économie mondiale. Je crois que le monde a fait l'erreur de traiter ceci comme un problème de liquidité, alors qu'il s'agit en fait d'un problème de solvabilité qui ne sera probablement pas réglé par les mesures introduites par les autorités.

## **Comment s'est-on retrouvé dans cette situation? – le problème de la Grèce**

En décembre 2009, le nouveau gouvernement grec a annoncé un déficit budgétaire représentant 12,7 % du PIB - à cause de la combinaison du déficit existant, des dépenses au cour de l'année d'élection et d'un projet de stimulation créé en réponse à la crise financière. En réponse, les obligations du gouvernement grec ont haussé de 3,5 % à 8 % en quelques mois. Même si le gouvernement grec a pris la sage décision de fiancer sa dette à long terme, il doit quand même renouveler 30 milliards de dollars US en échéances des dettes et financer un déficit de 30 milliards de dollars - un total de 60 milliards de dollars par an en financement.

Le programme de stabilité et de croissance du gouvernement grec - qui ne répondra à aucun des objectifs, selon moi - demande d'impôts plus élevés et des baisses de dépenses. Si nous testons ce programme avec une perturbation aléatoire du taux d'intérêt de 2 %, nous trouvons que les coûts plus élevés liés au taux d'intérêt contrebalanceraient un tiers des gains en revenu permanent; après trois ans, les coûts plus élevés contrebalanceraient complètement toute hausse d'impôt.

# Commentaire sur les marchés



*Signature*  
GLOBAL ADVISORS

Cela démontre deux facteurs importants à propos de la facilité de crédit fournie par l'Union Européenne et le Fonds monétaire international : le coût est essentiel, et à 45 milliards de dollars, il est à un niveau trop faible - assez pour seulement neuf mois sans financement du marché privé.

Pourquoi voyons-nous ceci comme un problème de solvabilité? Avec une devise fixe, un rapport dette-PIB de 120 %, une culture d'évitement fiscal et une faible bureaucratie, les options de la Grèce pour résoudre ses problèmes de dette sans avoir recours à une restructuration ou une défaillance sont limitées. Un programme d'austérité contrôlé par le FMI provoquera une plus faible croissance, une baisse des valeurs de propriétés, un taux de chômage plus élevé et un repli prolongé, ce qui empêchera davantage le pays de financer sa dette.

Ce qui ajoute aux problèmes du pays est le fait que la crise financière du gouvernement déstabilise le système bancaire du pays. Les banques grecques, malgré leur direction prudente, ont graduellement perdu leurs sources de financement et les dépôts commencent à s'éroder. La BCE est devenue leur prêteur de dernier recours.

## **Comment s'est-on retrouvé dans cette situation? – Les défauts de l'union monétaire européenne**

Avec leur adoption de l'euro, les pays du continent plus faibles sur le plan économique, comme la Grèce, le Portugal, l'Italie et l'Irlande ont vu leurs taux d'intérêt se combiner aux taux de l'euro zone, passant de taux à deux chiffres à des taux à un chiffre. La baisse du taux d'intérêt a provoqué un boom immobilier, ce qui a entamé une hausse de l'emploi, de la croissance, une inflation des salaires, un gouvernement plus important et des pensions et des droits aux prestations plus élevés. Cette croissance financée par la dette a reçu son financement des institutions financières des principaux pays, la France et l'Allemagne, qui ont enregistré de solides exportations.

Avec un lien semblable à celui qui existe entre les É.-U. et la Chine, l'Allemagne et la France ont affiché des excédents courants alors que les pays de la périphérie enregistraient des déficits importants. Les pays ayant des excédents ont financé les booms de propriétés dans la périphérie. Ces déséquilibres ont été masqués par la devise unique car, dans l'ensemble, la zone euro affichait des excédents courants. Maintenant, l'accès aux fonds des emprunteurs prodiges est éliminé. La périphérie doit rétablir son niveau de concurrence par rapport à l'Allemagne, mais l'option de dévaluer sa devise lui échappe. Par conséquent, les salaires et les valeurs d'actifs dans ces pays doivent diminuer, et cela sera accompagné de compressions gouvernementales et d'une croissance plus faible.

Ce lien représente un défi pour la Banque centrale européenne. Alors que l'économie allemande se reprend, le bien-fondé de l'argument en faveur des taux d'intérêt plus élevés afin d'assurer la stabilité des prix est établi. Mais les pays du sud de la zone euro, avec leur gouvernement et les finances des foyers fragiles, souhaitent conserver de faibles taux d'intérêt. Notre perspective est que si les taux peuvent rester faibles pendant une période plus longue, un désendettement graduel des consommateurs pourrait avoir lieu, ce qui mettrait ces économies sur une base plus solide.

# Commentaire sur les marchés



*Signature*  
GLOBAL ADVISORS

## Quel est le plan?

La réponse spasmodique de l'UE à la crise en Grèce a nui à la confiance dans l'idée de l'Europe à titre d'union politique et fiscale et remet en question la viabilité de l'euro. Nous croyons que l'avenir de l'union est incertain; soit elle sortira de la crise plus solide, soit elle se désintégrera.

L'UE se bouscule parce qu'elle n'a pas les outils pour faire face à cette crise. Nous nous attendons à ce que les pays européens essaient de fournir un financement provisoire à la Grèce, alors qu'ils développent, au cours des deux prochaines années, des mécanismes qui leur permettraient d'appliquer des règles fiscales. Cela pourrait comprendre le Fonds monétaire européen ou un protocole visant à expulser ceux qui ne respectent pas les règles. (Au cours des 18 dernières années, la Grèce a affiché un déficit inférieur à 3 % du PIB seulement une fois, l'exigence apparente de l'union monétaire.)

Toutefois, les investisseurs ne devraient pas considérer le plan de sauvetage comme un fait accompli. Il y a des barrières légales et politiques à considérer. Plusieurs personnes font référence avec confiance aux obligations du gouvernement grec au montant de 250 milliards de dollars détenues par des institutions financières européennes. Le risque - trop grand pour ne pas réussir - systémique pourrait contraindre les Européens, mais au fil du temps, ils trouveront une autorité de résolution pour administrer une défaillance ordonnée.

## Répercussions mondiales

La crise en Grèce souligne plusieurs tendances mondiales importantes. Premièrement, les investisseurs sont maintenant plus sensibles au risque de crédit souverain, surtout pour les pays ayant des régimes d'aide sociale plus généreux. La crise financière a provoqué un double impact sur les finances du gouvernement par l'entremise de plus faibles revenus et de projets de stimulation coûteux, ayant pour résultat une hausse de 20 % du rapport dette-PIB.

De la même façon, les différentiels dans le risque de crédit entre les pays sont plus évidents. Par exemple, on considère que le Canada a conservé l'ordre dans sa situation fiscale, donc les rendements des obligations du gouvernement canadien sont à 30 points de base inférieurs aux obligations américaines. Ces fluctuations se poursuivront.

La reprise a une faiblesse structurelle qui présente un risque potentiel pour les investisseurs. Les autorités gouvernementales ont utilisé des moyens fiscaux et monétaires pour essayer de résoudre la crise financière. Elles semblent avoir réussi, mais ont utilisé tous les moyens disponibles.

## Répercussions sur les investissements

- La reprise au R.-U. et en Europe sera plus lente qu'aux É.-U. dont les institutions nationales sont mieux équipées pour résoudre les problèmes. L'Asie, qui n'a pas ces problèmes de dettes et de déficits, est sur la route vers la reprise.
- Les titres de Signature, avec un accent sur les régions autres que l'Europe, reflètent cette perspective. Cela s'applique aux actions et aux obligations.

# Commentaire sur les marchés



*Signature*  
GLOBAL ADVISORS

- Nous protégeons notre exposition à l'euro.
- Nous évitons les institutions financières européennes. En plus des problèmes économiques de la région, ces institutions seront plus touchées par la « ré-régulation » financière et les nouvelles exigences de capital que leurs homologues mondiaux.
- Nous trouvons que le risque d'une « contagion » répandue n'est pas élevé. Bien que le Portugal soit vulnérable, les problèmes en Espagne et en Irlande semblent gérables.

*Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. Ce commentaire est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel de placement ou une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat de titres.*