

Grèce : les dés sont jetés



Philippe Waechter

Directeur recherche économique

La date limite pour les négociations entre le gouvernement grec et la troïka (FMI, Union Européenne, BCE) est passée mais aussi la Grèce n'a pas remboursé le montant de 1.6 Mds d'euros au FMI.

Pourtant, hier, un ultime volte-face, une ultime proposition de la part du gouvernement grec à la troïka a provoqué une réunion téléphonique sans succès de l'Eurogroup. Dans le même temps, l'appel du pied pour un report supplémentaire de l'échéance du FMI est resté lettre morte.

On relèvera que l'Union Européenne n'est pas restée inactive et a proposé la possibilité d'une renégociation de la dette grecque à partir d'octobre prochain (il ne s'agit pas de réduction comme souhaité par le gouvernement grec). Cette proposition, qui a provoqué celle en retour du gouvernement grec, n'était pas tenable car il n'y avait pas de réduction de la dette et obligeait Alexis Tsipras à appeler à voter "oui" au référendum de dimanche prochain contrairement à ce qu'il avait annoncé précédemment.

En outre, un émissaire grec indiquait que le référendum faisait partie de la stratégie de négociation et qu'un "non" massif obligerait la troïka à revoir sa copie si l'objectif était d'éviter la sortie de la Grèce de la zone Euro. Sur ce point, les propos ont évolué. Benoit Coeuré, de la BCE, a indiqué que cette possibilité n'était plus à exclure et Sigmar Gabriel, le vice-chancelier allemand, a indiqué lundi qu'un "non" massif ouvrait la porte à un Grexit.

L'horizon immédiat est désormais celui du référendum de dimanche prochain.

Pour l'instant nous ne disposons pas de sondages qui donneraient une première estimation du vote. Cependant, au regard de la carte politique et si celle-ci se reflétait dans l'urne dimanche prochain, la

victoire du "oui" est possible. Un autre facteur qui irait dans ce sens est l'analyse des référendums sur l'indépendance (Québec par exemple) qui montre un réflexe conservateur dans l'urne faisant échec à l'indépendance. Cela rouvrirait alors la possibilité de négociations avec la troïka mais avec les conditions définies par celle-ci. On ne pourrait pas alors imaginer d'importantes marges de manœuvre pour le gouvernement grec. Celui-ci ne serait plus mené par Alexis Tsipras puisqu'ayant appelé à voter "non" il n'aurait plus de légitimité.

Cependant ne concluons pas trop rapidement. Les grecs sont dans une situation difficile après 5 années de récession et un taux de chômage qui touche plus du quart de la population active. La mise en place des mesures préconisées par la troïka se traduiraient par une réduction de la demande adressée aux entreprises accentuant ainsi la probabilité d'une prolongation de la récession. La baisse des retraites (1 point de PIB en 2016) et la hausse de la TVA (même si l'augmentation est moins forte qu'initialement prévu dans les îles) pénaliseraient l'activité pour un bon moment. Et même si les anticipations de croissance sont plus fortes en 2015 et 2016 pour la zone Euro, l'effet de contagion ne sera pas suffisamment fort pour changer la donne, sauf à imaginer une ruée sur le tourisme grec dans les prochains mois.

Il n'y a pas de solution miracle. Un article publié ce matin dans le Guardian indique que, même avec la mise en œuvre des mesures prônées par le FMI, la dette publique ne baisserait pas rapidement. Dans le scénario de référence, le ratio dette publique sur PIB serait encore de 118% en 2030 contre 175% aujourd'hui. La réduction de la dette est nécessaire si une solution à la question grecque est souhaitée.

La situation reste donc incertaine quant au résultat du référendum.

L'autre élément clé des prochains jours sera la réaction de la BCE.

Celle-ci a prolongé les apports de liquidités au niveau de vendredi dernier durant le week-end. Quel sera son comportement dans les jours à venir ? Après la fin de l'ultimatum et le dépassement de la date limite va-t-elle réduire ses apports de liquidités ? Ou attendra-t-elle l'issue du référendum ? C'est une question majeure car son action permettra d'anticiper les conditions dans lesquelles les banques grecques pourront rouvrir.

Un comportement restrictif de la BCE, via une réduction des liquidités ou des contraintes plus fortes sur les conditions d'apport de ces liquidités (haircut plus importants), pourrait se traduire par le prolongement de la fermeture des banques car celles-ci ne disposeraient pas des liquidités suffisantes. Cette situation précipiterait alors la Grèce dans une situation plus inconfortable encore.

En d'autres termes, la BCE a un rôle important dans la gestion des affaires immédiates puisqu'un durcissement de son comportement se traduirait par un contrôle des capitaux plus restrictif alimentant ainsi le mécontentement des grecs. Elle doit dès lors au moins attendre les résultats du référendum pour changer de stratégie. Elle aura un rôle aussi même en cas de "Non" car le système bancaire grec sera spontanément en difficultés. L'aide de la BCE permettrait alors d'éviter une situation plus dramatique et des ruptures faites dans l'urgence.

Le troisième point majeur est celui de l'Europe.

La réversibilité de la construction européenne que provoquerait un Grexit doit obliger à la réflexion sur ce que l'on souhaite de cet ensemble échafaudé depuis les années 50. L'idée d'une zone d'échanges intenses en Europe avait alors été considérée comme le meilleur moyen de créer à terme une dynamique politique plus autonome à l'échelle du continent. La zone Euro va aussi dans ce sens. Sa mise en place, cerise sur le gâteau de l'édifice européen, traduisait aussi la nécessité d'une construction politique qui permette une gestion plus efficace de l'ensemble de l'union monétaire. L'idée qui a marqué tous les architectes ayant

œuvré à la mise en place de la zone était d'imaginer que la dernière brique serait politique afin d'avoir un ensemble économique totalement intégré.

La réversibilité associée à un Grexit fragilise cette idée car d'autres pays pourraient sortir de la zone. Cela implique qu'il ne peut pas exister une structure politique intégrée capable de compenser les situations d'un pays par rapport à un autre. Si un pays peut sortir alors aucun pays n'a intérêt à entrer dans un schéma intégré car sa situation pourrait être fragilisée en cas de sortie d'un pays de la zone.

Mais s'il n'y a plus cette construction ultime, cette intégration finale, alors la zone Euro n'a plus la même nature. Elle devient une simple zone de taux de change fixe. Et cela ne fait plus rêver personne.

La question du Grexit n'est pas le déséquilibre que provoquerait la sortie de la Grèce de l'ensemble de l'économie européenne mais l'impact politique que cela aurait sur la construction de l'ensemble de la zone.

Si la réversibilité est actée par la sortie de la Grèce, il faudra un message fort, cohérent et rapide visant à mettre en place des institutions politiques plus solides pour que l'esprit de la zone Euro demeure.

Par essence, toute construction européenne est politique et l'économie n'est qu'un moyen pour parvenir à cette dimension politique. C'est celle-ci qui est importante compte tenu de la mosaïque que représente l'Europe. Si elle n'était plus aussi marquée alors le grand perdant d'un Grexit serait cette Europe, sa diversité et aussi sa dynamique commune.

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. 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 : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS 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.

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. 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.

Ce document est publié par la direction de la Communication de Natixis Asset Management.