



Grèce

A nouveau sur les rails ?

Après six mois de crise aigüe, la situation semble à nouveau sous contrôle. Alexis Tsipras dispose d'une coalition stable et d'un mandat clair pour maintenir le pays dans la zone euro et négocier la mise en œuvre du troisième programme de financement. Le reprofilage de la dette contractée auprès des Européens et la recapitalisation du secteur bancaire sont les prochaines étapes, cruciales. Elles devront être menées avec la récession en toile de fond (-1,5% en 2015). Au-delà, l'Etat Grec va devoir continuer à se réformer et renforcer ses finances publiques.

Hier partisan de la « rupture », Syriza s'est transformé, en un temps record et sous l'égide de son leader Alexis Tsipras, en parti de gouvernement. Sa victoire aux élections législatives du 20 septembre constitue donc plutôt une bonne nouvelle pour la stabilité de la Grèce. Elle est aussi une surprise car, jusqu'au dernier moment, les intentions de vote donnaient Syriza au coude-à-coude avec le parti conservateur Nouvelle Démocratie (ND) et laissaient craindre que le vainqueur du scrutin, quel qu'il soit, éprouve des difficultés à former une coalition de majorité. Bien au contraire, Syriza a récolté 35,5% des suffrages, contre 28% pour ND, et Alexis Tsipras a reconduit à l'identique la coalition inaugurée en janvier 2015 avec le parti des Grecs indépendants (ANEL). Compte tenu de la prime de cinquante députés que la loi électorale grecque accorde au vainqueur, Syriza est représenté par 145 députés dans la nouvelle chambre (contre 75 pour ND). La coalition gouvernementale disposera donc, avec ANEL, d'une majorité de 155 sièges sur 300, à peine plus étroite que sous la législature précédente (162 en janvier 2015).

■ Un horizon politique plus stable

Cette victoire dégage donc, pour les prochains mois, un horizon politique relativement stable en Grèce, alors que l'un des principaux risques était celui d'une instabilité qui aurait pu entraver la mise en œuvre du programme de financement européen, en particulier les premières étapes cruciales que seront le reprofilage de la dette publique et la recapitalisation du secteur bancaire. En fait, il semble bien que les électeurs déçus par l'absence de résultats de la stratégie d'opposition frontale suivie au premier semestre par Syriza se sont davantage réfugiés dans l'abstention que sur les listes d'Unité Populaire (LAE). Avec 2,9% des suffrages, les listes formées par les dissidents de Syriza n'auront en effet aucun élu dans la nouvelle assemblée, tandis que le taux d'abstention aux élections a, lui, littéralement bondi de plus de sept points par rapport à janvier 2015 (à 43,4%), signe d'un découragement croissant des électeurs.

Malgré tout, ces élections devraient permettre au premier ministre grec de se prévaloir d'un mandat relativement clair pour le maintien du pays dans la zone euro et la mise en œuvre du nouveau programme de financement, tout en s'efforçant de poursuivre le renouvellement du paysage et des pratiques politiques grecques. Cela ne l'empêchera certainement pas, bien au contraire, de continuer à se montrer très offensif sur la question de l'allègement de la dette publique ou la conception des mesures d'économies budgétaires mais, pour les Européens, l'essentiel réside dans la stabilité du gouvernement en place et sa détermination à avancer dans le programme

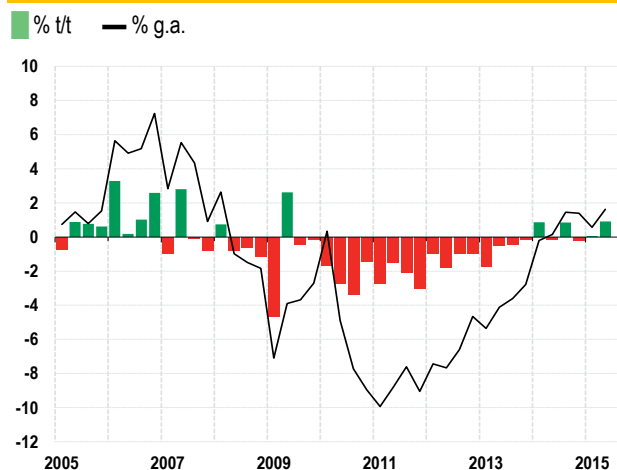
1 - Synthèse des prévisions

Variations annuelles, %	2014	2015 e	2016 e
PIB	0,7	-1,5	-1,9
Consommation privée	1,4	-0,2	-1,0
Investissement	0,3	-11,6	-14,0
Exportations	8,7	-1,4	-3,0
Indice des prix à la consommation (IPCH)	-1,4	-1,0	0,3
IPCH hors alimentation et énergie	-1,5	-0,5	-0,8
Taux de chômage (%)	26,5	25,7	26,2
Balance courante (% PIB)	0,9	-1,4	-1,6
Solde des Admin. publiques (% PIB)	-3,5	-4,9	-4,6
Dette publique (% PIB)	177,1	180,8	191,9

e: estimations et prévisions BNP Paribas Recherche Economique Groupe

2 - Retour en récession ?

Croissance du PIB



Sources : Eurostat, Commission européenne

■ Un plan de financement pour trois ans

Le 3^{ème} programme européen est conclu pour trois ans. Il prévoit de couvrir l'ensemble des besoins de financements du secteur public grec sur cette période, estimés à EUR 86 milliards. Les financements seront apportés par le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), déduction faite de l'éventuelle participation du Fonds Monétaire International qui, si elle se décidait, ne sera vraisemblablement pas connue avant plusieurs semaines. Une part importante de l'aide (EUR 25 milliards) ira au secteur bancaire, tandis que le reste des fonds alloués (jusqu'à EUR 61 Mds) servira



principalement à refinancer les dettes du secteur public arrivant à échéance. Les autorités grecques ont, en effet, accepté des cibles de réduction du déficit ambitieuses compte tenu de l'environnement économique. Dans l'immédiat, le solde budgétaire primaire ne s'établirait pas en dessous de -0,25% du PIB en 2015, avant de redevenir excédentaire dès 2016, à + 0,5%. Surtout, l'objectif affiché reste à ce stade de dégager un excédent primaire de 3,5% du PIB par an, soit plus de 6 milliards d'euros, à partir de 2018.

Comme dans les programmes précédents, les fonds européens seront versés par tranche, au fur et à mesure des besoins et des revues menées par les institutions s'assurant de la bonne mise en œuvre des réformes. Fin septembre, treize milliards d'euros avaient déjà été versés à l'Etat grec pour payer ses arriérés, rembourser le prêts d'urgence accordé par le MESF au cœur de l'été, puis le FMI et la BCE, tandis que dix milliards, non utilisés à ce jour, sont immédiatement disponibles, réservés sur un compte dédié, pour les besoins du secteur bancaire.

■ Des perspectives économiques incertaines

Il est encore difficile d'évaluer à quel point l'activité économique va être affectée par les événements récents. En fait, la croissance du PIB a surpris favorablement au premier semestre 2015, résistant mieux que prévu à la très forte incertitude qui prévalait à cette période. Dans l'immédiat, la mise en œuvre du plan de financement doit permettre d'apurer les arriérés de paiements de l'Etat (estimés à EUR 7Mds mi-2015) et d'éviter ou d'en limiter la reconstitution, ce qui devrait soulager certains pans de l'économie. En outre, l'existence du programme européen de financement et la reprise d'un programme de privatisation ambitieux sont également de nature à rassurer les investisseurs.

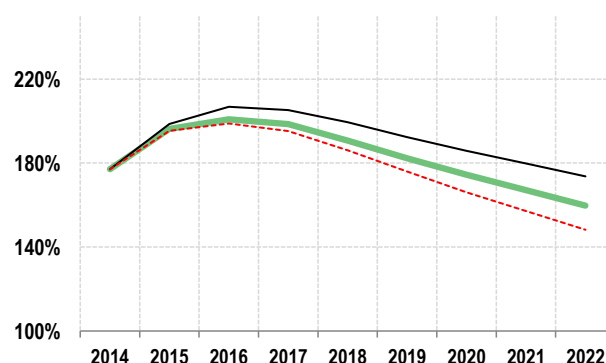
En fait, le point noir réside pour l'instant dans le contrôle des capitaux que le gouvernement a été contraint de mettre en place début juillet, au plus fort des craintes sur l'avenir du pays. Même en parti assoupli, celui-ci entrave vraisemblablement encore beaucoup d'activités, en limitant les importations de produits finis ou intermédiaires, en gênant les paiements fournisseurs, etc... Or, il paraît difficile d'envisager une levée totale de ces mesures tant que le processus de recapitalisation du secteur bancaire ne sera pas achevé. Sur ce point, les choses progressent. Après avoir diminué d'environ EUR 50 milliards en un an (à environ 130 milliards en juillet 2015), les dépôts bancaires des résidents se sont stabilisés au cours de l'été. Le secteur fait actuellement l'objet d'une revue des actifs et de stress tests qui doivent permettre d'évaluer les besoins dans les prochaines semaines. Pour limiter l'impact sur le secteur réel, la BCE a obtenu que les déposants (ménages et entreprises) ne soient aucunement mis à contribution lors du *bail-in*, tandis qu'une enveloppe confortable est prévue dans le programme européen pour apporter les fonds nécessaires (EUR 25 mds). Mise en œuvre d'ici la fin de l'année, la recapitalisation du secteur redonnerait aux établissements bancaires les moyens de soutenir le redressement de l'activité espéré au cours de 2016.

Dans l'ensemble, le PIB pourrait baisser de 1,5% en 2015 et, compte tenu d'effets d'acquis très négatifs, encore de 1,9% l'an prochain, même si nous comptons sur un retour de la croissance au cours du premier semestre. A l'horizon du plan de financement, les

3 - Projections pour la dette publique

En % du PIB

■ Scénario central ---- Scénario défavorable - - - - Scénario favorable



Source : Commission européenne

perspectives de croissance restent médiocres, compte tenu de l'ampleur des mesures d'économies programmées dans le plan d'ajustement, et des objectifs affichés de redressement des comptes.

■ La soutenabilité de la dette publique en chantier

En fait, il est clair que la question de la soutenabilité de la dette publique grecque reste posée à l'issue de ce plan de financement. Selon le scénario central retenu par les services de la Commission européenne, le ratio de dette publique grecque pourrait connaître un pic, à plus de 200% de PIB en 2016, avant d'entamer une décroissance, vers 190% en 2018 et, au-delà, 160% en 2022 et encore 122% en 2030. Les Européens se sont engagés à discuter d'une restructuration de leurs créances si la première mission d'évaluation du programme est concluante, mais en excluant d'emblée tout effacement nominal des prêts.

Alors que la dette publique grecque bénéficie déjà de conditions très favorables en termes de taux et de profil de remboursement, toute la question est de savoir s'il est possible de parvenir à un allègement conséquent des besoins de financement futurs de l'Etat grec uniquement par une combinaison d'extensions de maturités et de périodes de grâce. Principal acquis d'Alexis Tsipras, cet engagement des Européens est aussi une victoire du FMI, qui a clairement montré qu'il refusera d'apporter sa contribution à ce 3^{ème} plan de financement tant que la solvabilité du pays ne sera pas, à ses yeux, restaurée.

Frédérique Cerisier

frederique.cerisier@bnpparibas.com