

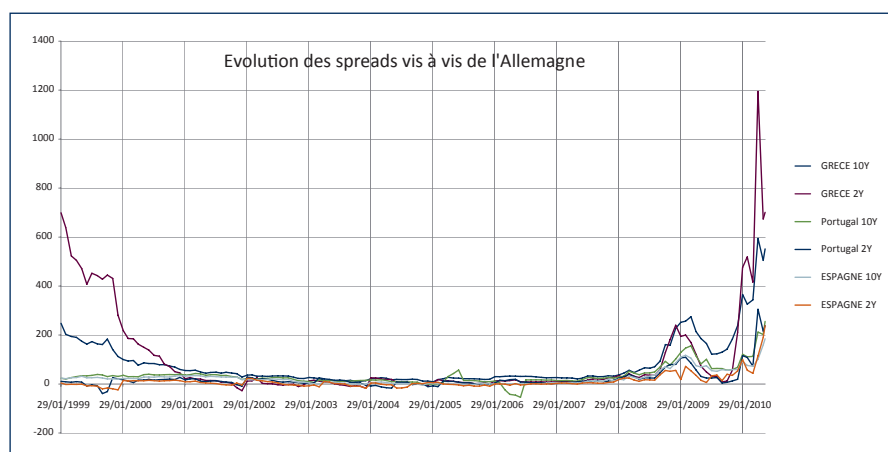
La Grèce et l'Euro : une union durable ?

Cette lettre est une synthèse de différentes contributions émanant de Xavier Lépine, Pascale Auclair, Alain Grec, Michel Didier, Gabriel François et Jacques Ninet sur la crise grecque et ses répercussions sur la zone euro.

Beaucoup de choses ont été dites et écrites sur la situation de la Grèce... l'objectif de cette lettre synthétique est de vous apporter les réponses et points de vue de UFG-LFP aux principales questions que vous vous posez.

La dette grecque : comment en sommes-nous arrivés là ?

A la base, il y a les conditions d'entrée de la Grèce dans l'Union Monétaire Européenne. La Grèce n'a rejoint la Zone Euro en 2001 qu'au prix d'un assainissement fantastique et au demeurant peu crédible de ses finances publiques. Comme dans d'autres étapes de la construction européenne, la volonté politique a en la circonstance outrepassé la rigueur formelle. Depuis plusieurs années, les services officiels européens considèrent les statistiques délivrées par le gouvernement grec comme non fiables et sujettes à caution^[1].



[1] Extrait de Décision du Conseil sur la Grèce du 3 février 2010 : "Considérant que la Grèce a manqué à son devoir de communiquer des statistiques budgétaires fiables..."

Plus fondamentalement, l'Union Monétaire révèle, à la faveur de cette crise et bien que celle-ci touche une des économies les moins importantes de la zone, les faiblesses structurelles liées à sa constitution. Ces faiblesses relèvent de l'asymétrie entre l'unicité du

taux directeur et la rigidité du change instauré par la monnaie unique, d'une part, et la non-convergence économique ou budgétaire dans la Zone et l'absence de dispositions générales pour faire

face à de graves difficultés, voire à la défaillance d'un Etat membre, au moins jusqu'au 10 mai, d'autre part.

Lorsque les investisseurs internationaux ont mesuré la réalité des déficits grecs (12 % du PIB au lieu des 7 % prétendus), ils en ont légitimement conclu que la "trappe de dette"^[2] se mettait en place. Devant cette perspective, les émissions prévues pour le renouvellement de grosses échéances (16 milliards le 19 mai) risquaient de ne

pas trouver preneurs. Le risque de défaut prenait ainsi à vitesse accélérée le caractère d'une prophétie auto-réalisatrice.

La crise a pris une dimension particulièrement dramatique parce que le risque de défaut d'un pays souverain sur sa dette émise dans une (sa) monnaie supranationale, chose a priori impensable, est apparue soudain possible, pour la Grèce et par ricochet pour d'autres pays en situation difficile.

La Grèce peut-elle atteindre ses objectifs de réduction des déficits ?

Dans le cadre de l'accord UE-FMI, la Grèce prévoit de ramener son déficit budgétaire de 13,6 % du PIB en 2009 à 8,1 % cette année, 7,6 % en 2011 et 2,6 % en 2014 ! A ce jour, il semble que les engagements de la Grèce ne sont pas définitivement entérinés et que le dispositif européen évite la mise sous tutelle (reporting déclaratif), alors même que le plan d'aide est entré en phase opérationnelle (le 19 mai les premiers tirages de prêts bilatéraux ont été versés, permettant ainsi à la Grèce d'honorer son échéance de remboursement).

Pour y parvenir, les principales mesures envisagées sont :

- Blocage du salaire des fonctionnaires jusqu'en 2014.
- Suppression des 13^e et 14^e mois de salaire pour les fonctionnaires gagnant plus de 3 000 euros par mois.
- Les allocations qui représentent une part importante du revenu des fonctionnaires

sont réduites de 8 % après avoir déjà été réduites de 12 % en mars.

- Le taux principal de TVA qui avait été relevé de 19 à 21 % en mars est porté à 23 %.
- Les taxes sur les carburants, les cigarettes et l'alcool sont augmentées de 10 %. Ces mesures doivent permettre de dégager l'équivalent de 4 % du PIB d'ici à fin 2013.
- Le gouvernement espère percevoir des revenus supplémentaires grâce à une taxe unique sur les entreprises réalisant de gros profits, à l'octroi de nouvelles licences sur les paris et les jeux et à de nouvelles taxes immobilières.
- Les retraites seront gelées en 2010, 2011 et 2012. Le second plan réduit les départs anticipés et prévoit que les cotisations passent de 37 à 40 annuités d'ici à 2015. Un projet de loi sur les retraites, qui devrait être voté en juin, porte à 65 ans l'âge de la retraite pour les femmes, les plaçant à égalité avec

les hommes. A terme, l'âge de la retraite pourrait être repoussé jusqu'à 67 ans.

La question que pose ce plan est celle de son efficacité et de son absorption par le corps social. On sait très bien que réduire la dépense publique de 1 % ne réduit pas le déficit d'un montant égal, du fait de la baisse de recettes que cela engendre en retour. S'agissant ici d'un plan d'austérité parfaitement synchrone avec ceux mis en place dans d'autres pays européens et en l'absence de l'arme de la dévaluation (intra zone), il paraît fallacieux d'évoquer les succès historiques enregistrés dans des circonstances (presque) aussi dramatiques, mais isolées, dans les années 1980-90 pour arguer que l'austérité n'aura pas d'effet récessif. L'épreuve de vérité se passera dans quelques mois, selon que les mesures d'austérité auront ou n'auront pas d'effets trop lourds sur la croissance annulant une partie des résultats escomptés.

Les différents scénarios possibles ?

L'ensemble du dispositif mis en place le 10 juin, à l'instar de la réponse de la BCE à la crise de l'été 2008, frappe par son excellence technique et institutionnelle.

Sa réalisation rapide contraste cependant avec la réticence manifeste des dirigeants politiques à s'engager de manière irréversible dans la voie de la solidarité.

La réponse des autorités européennes, en liaison avec le FMI, s'en tient pour l'essentiel à une thérapie monétaire de choc, basée sur le principe "d'inondation",

[2] La trappe de dette est une situation dans laquelle, en l'absence d'excédent budgétaire "primaire", le paiement des intérêts de la dette ne peut se faire qu'en s'endettant à nouveau, ce qui augmentera les intérêts à payer l'année suivante et ainsi de suite. Le problème est aggravé lorsque la dette est détenue massivement par des non-résidents.

à l'image des plans américains (Paulson, Obama). Il s'agit de frapper les esprits (et les opérateurs) par le gigantisme des sommes "débloquées" (ici 750 Mds €). Ce déblocage désigne en fait la promesse de la création monétaire illimitée dont il sera fait usage pour éviter tout défaut de paiement. L'ajustement des conditions fondamentales est renvoyé à plus tard, avec l'espoir que le retour de la liquidité stoppera la contagion de la panique et donnera du temps pour assainir effectivement la situation.

Cette approche risque de ne convaincre les investisseurs que très temporairement, dans la mesure où les réponses structurelles envisagées se résument à une austérité budgétaire dont le volontarisme masque mal les incertitudes, à la fois sur son caractère réalisable (coût social) et sur son efficacité (risque de rechute économique).

Le facteur le plus défavorable pour les marchés est la "tiédeur coopérative", dont l'Allemagne est le tenant le plus

visible. Tant que la solidarité restera entachée par les arrière-pensées et les aigreurs du passé, il sera difficile de convaincre que la Zone sortira par le haut de cette crise. L'accord obtenu au niveau de l'Eurogroupe pour finaliser la gouvernance du mécanisme de garantie des prêts communautaires (FESF) sous pilotage BEI, afin d'assurer pour 440 Mds € de garanties solidaires mais "capées" de chaque pays, sans l'aléa d'une validation parlementaire locale, est une marque incontestable de bonne coopération. Mais la mise en place d'une gouvernance économique et budgétaire européenne reste sujette à tensions, témoin l'annonce du plan d'austérité allemand de 80 Mds €.

La réaction des marchés montre qu'ils ne sont que partiellement convaincus par un montage dans lequel le pool de garantie inclut les pays les plus en difficultés, donnant au chiffre de 440 milliards un caractère un peu factice^[3]. La baisse de l'euro (contre CHF ou Or) est la preuve la plus manifeste de cette défiance.

Parmi les scénarios alternatifs, la rupture de l'UEM, que ce soit par le bas (sortie-d'un pays en difficulté) ou par le haut (sortie temporaire ? - de l'Allemagne et d'un ou deux "satellites") paraît politiquement exclue. Dans sa première version, elle serait dramatique pour le sortant, endetté dans un euro réévalué par rapport à sa devise nationale, qui serait automatiquement condamné à rééchelonner. La deuxième version ferait probablement exploser les conditions financières dans la zone "amputée", notamment parce que le tabou de l'indivisibilité serait brisé : baisse du cours de l'euro contre principales devises (USD, CHF) et contre or, relèvement des taux directeurs pour limiter les sorties de capitaux, hausse des taux de refinancement de la dette du fait du tarissement de l'essentiel des sources de financement externe. Il va sans dire que de tels événements seraient très hostiles à la tenue des bourses, en dépit de l'effet - temporairement - bénéfique de la baisse de la devise.

Ne vaut-il pas mieux restructurer la dette tout de suite ? Quel en serait l'impact ?

Pour la Grèce et le cas échéant pour tout autre pays confronté à une situation similaire, l'attitude la plus logique aurait été (serait) d'offrir aux porteurs actuels le choix entre 3 possibilités, **sur le modèle**

d'un Plan Brady à l'Européenne :

- Conserver leurs dettes dans leurs échéanciers actuels,
- Echanger leurs dettes contre des dettes de maturité plus longue et une rémunération supérieure à celle offerte par les émissions d'origine,
- Echanger leurs dettes contre des dettes de maturité plus longue avec un taux d'intérêt plus faible que l'émission d'origine et une garantie externe sur le capital (BCE).

Par rapport au Plan Brady, appliqué au Mexique en 1989 et ultérieurement à de nombreux pays, le plan "européen" comporterait plusieurs novations essentielles.

- a) Il apporterait un traitement immédiat et définitif du problème, alors que le Plan Brady n'avait pu se mettre en place que huit ans après le défaut de paiement effectif du Mexique (1982), entraînant une "décennie perdue" pour l'Amérique latine
- b) Il laisserait la possibilité de conserver la dette contractuelle actuelle, qui ne présente plus de risque de solvabilité finale puisque l'UE et le FMI se sont engagés à intervenir au fur et à mesure des tombées.

- c) Il affirmerait l'émergence d'un espace monétaire et financier européen sécurisé, notamment par les interventions de la BCE. L'effort des créanciers serait à la fois bien réel - ils accepteraient d'être remboursés plus tard - mais quasi-indolore financièrement (si il n'y a aucun abandon de dette).
- d) Ceux qui ont spéculé sur le défaut de paiement des Etats européens (via les CDS) auraient perdu leur pari.

Il est de toute façon urgent que les agences de notation sortent la Grèce de la catégorie spéculative et reconnaissent la volonté politique des Etats Européens et du FMI d'exclure tout défaut.

[3] Les participations au FSEF sont calquées sur les participations au capital de la BCE majorées de 20 %. Hors majoration la Grèce, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande totalisent 18,7 %, l'Italie 17,8 %.

Quelle est la stratégie d'investissement dans nos fonds obligataires ?

Comme nous l'avons appris pendant la crise de la dette "corporate" (2007/2008), en situation de crise, c'est l'anticipation de l'illiquidité des titres, relativement à la stabilité des passifs, qui doit primer sur toute autre logique de décision. La privation de rendement doit être négligée face aux choix dictés par les hypothèses de volatilité et leurs conséquences en chaîne sur la liquidité.

Notre comité de fin mai a, dans cette logique, amendé significativement sa stratégie d'investissement obligataire, en particulier dans sa position en arbitrage sur les dettes d'Etats "périphériques"

(15 % maximum d'Italie, 3 % de Grèce à 1 an maximum, tous les autres Etats étant interdits). **"L'objectif est d'afficher, dans ces circonstances troublées, un portefeuille simple et lisible et de protéger l'actif de nos OPCVM ouverts face à la volatilité propre aux "dettes périphériques", alors même que nos passifs peuvent être instables"**.

La conséquence en est un recentrage sur les fonds d'Etats "core Zone Euro" et les dettes corporate de bon rating.

Cette posture n'interdit pas, a contrario, de concevoir des stratégies spécialisées

de type "distressed", ne comportant aucune contrainte de passif sur les maturités concernées. Elle ne préjuge naturellement pas d'un retour ultérieur sur ces dettes "périphériques", dès lors que la visibilité reviendrait au sein de la zone euro.

Pour l'investisseur privé aussi, la priorité doit être donnée à la conservation du capital. C'est donc l'horizon de disponibilité de l'actif qui doit primer, pour se prémunir, à l'avance, de toute obligation de vente "à la casse".

Jacques Ninet - Directeur de la recherche UFG-LFP - Achevé de rédiger le 14 juin 2010

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.