

FLASH MARCHÉS

Document destiné aux clients professionnels

Accord entre la Grèce et la zone Euro : toujours de nombreuses questions en suspens.



Philippe Waechter
Directeur recherche économique

La première est celle de la croissance : A quel moment dans le futur peut-on imaginer un retour de la croissance en Grèce ? **Ce ne sont pas les quelques mesures** sur l'ouverture des magasins le dimanche, la libéralisation des pharmacies, des boulangeries et la réduction des professions protégées **qui vont relancer la croissance.**

Les objectifs qui ont été dévoilés par Tsipras, jeudi dernier, doivent conduire à une convergence du solde budgétaire primaire vers le niveau de 3.5% du PIB en 2018. Cette mesure n'est pas remise en cause mais sera certainement au cœur des discussions lorsque commenceront les négociations pour le 3ème plan de sauvetage. En 2014, le relâchement de l'austérité avait permis de retrouver une allure plus robuste sur la croissance et l'emploi. L'incertitude qui a prévalu depuis l'arrivée de Syriza a infléchi cette tendance. Mais les effets de la hausse de la TVA et de la baisse des retraites remettent l'austérité au goût du jour et vont pénaliser la croissance.

A moyen terme, la réforme des retraites ira aussi certainement dans ce sens. Il faudra caler le profil des retraites sur la capacité de l'économie à générer des revenus. Or au regard du profil du PIB (baisse de 26% depuis 2009) ces revenus et les pensions qui y sont attachés seront plus réduits.

On a vu, depuis 2013, en Espagne et au Royaume Uni que le relâchement de l'austérité menait à la croissance, on l'a vu aussi en Grèce en 2014. C'est comme cela qu'il faut interpréter le retour de la croissance en Espagne et au Royaume Uni, la Grèce après l'accord n'en prend pas le chemin. Il est probable que le profil de la croissance sera médiocre jusqu'en 2018.

Le retour de l'austérité va se traduire par une performance économique désastreuse et le maintien d'un taux de chômage très élevé alors que fin 2014 il y avait un changement. Alexis Tsipras parle d'un plan de relance susceptible de contrecarrer les mesures d'austérité. On attendra qu'il le présente pour le valider.

FLASH MARCHÉS

La deuxième question est celle de la disparition de l'aléa moral. Les mesures prises à l'encontre de la Grèce écartent tout risque d'aléa moral au sein de la zone Euro. Aucun pays ne souhaitera prendre une autre route que celle qui vient d'être tracée sauf à subir une salve de contraintes similaire à celle subie par la Grèce.

Cela pose une autre question : dans la construction de la zone Euro, il est nécessaire d'avoir une dimension politique à côté de la banque centrale. C'est l'une des composantes d'une Zone Monétaire Optimale. Aux USA ou en Allemagne le budget fédéral permet de redistribuer et d'assouplir les contraintes qui pèsent sur les Etats locaux et sur les Länder. Le système n'est viable que parce que le budget fédéral redistribue des ressources entre les riches et les pauvres. Si la rigueur budgétaire s'applique à chaque pays de la zone Euro, qu'est ce qui permettra la redistribution ? Comment seront amortis les chocs asymétriques, ceux qui ne concernent qu'un seul pays ?

La rigueur budgétaire, qui sous-tend les mesures, obligerait tous les pays de la zone Euro à aller au même rythme. Comme il n'y aura qu'une seule politique monétaire, il ne pourra pas franchement y avoir d'ajustement. C'était déjà le cas mais les mesures prises ici traduisent bien la volonté allemande de mettre tous les budgets d'équerre pour espérer échapper à un transfert de souveraineté budgétaire. Il n'y aura pas de dynamique budgétaire centralisée, c'est cela le message et donc pas d'Eurobonds.

On voit bien que la zone Euro même dans un système plus souple mais peu redistributif n'a pas bien fonctionné. C'est aussi une des raisons de la crise en zone Euro. Que se passera-t-il si les contraintes sont plus rigoureuses ? Exclure à moyen terme ceux qui ne tiennent pas la distance ? On ne voudrait pas le penser.

La dernière réflexion est celle qui s'est traduite par la référence qui a été faite à plusieurs reprises pendant les négociations et portant sur l'opinion publique nationale.

Les engagements vis à vis de la Grèce ont semblé avoir, pour plusieurs délégations, plus d'importance pour l'équilibre local d'un gouvernement vis à vis de ses électeurs que pour l'équilibre global de l'ensemble de la zone ? Est-ce tenable à moyen terme ? On peut en douter. Cette hiérarchie a toujours plus ou moins existé mais là le sentiment est que l'équilibre global n'est pas évoqué.

Je n'ai pas entendu de discours sur l'Europe comme construction politique nécessaire durant toutes ces négociations ou même après le référendum grec. On aurait pu imaginer Angela Merkel, François Hollande ou Donald Tusk inscrire la négociation actuelle dans un cadre plus large. Cela n'a pas été le cas.

L'Europe est-elle trop évidente pour qu'on la mentionne ? Cela va peut-être de soi finalement que de ne pas la mentionner mais l'on a perçu des forces centrifuges qui fragilisent l'ensemble de la construction. Ces forces provenaient de certains négociateurs et cela n'est pas de bon aloi.

Rédigé le 13 juillet 2015.

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.