

Victoire à la Pyrrhus de Tsipras... le tribut sera très lourd

L'Europe prend acte du vote et attend les propositions grecques. La BCE renforce ses exigences de garanties. Risque accru de Grexit. Marchés financiers relativement sereins.

Points clés

- Le peuple grec vote « NON » à 61%
- Alexis Tsipras obtient une nouvelle légitimité pour négocier avec les créanciers de la Grèce
- Retour rapide à la réalité après une nuit de liesse
- La BCE maintient la pression et abaisse la valeur du collatéral en garantie, la dette de l'Etat grec pourrait ne valoir que 45 à 50% de son nominal
- Merkel et Hollande laissent la porte ouverte, respectent les résultats du vote, mais rappellent que les conditions d'un accord ne sont pas réunies
- L'Eurogroupe attend les propositions grecques
- Un réaménagement de la dette fera partie des propositions d'Alexis Tsipras
- Un Grexit impliquerait certainement un défaut grec et la perte de 320 milliards pour ses créanciers
- Un accord est donc rationnel et probable

Les grecs ont voté « non » à la question posée lors du référendum du 5 juillet 2015

Alexis Tsipras avait certainement pris de court les négociateurs européens en proposant d'organiser en quelques jours seulement un référendum sur la question du plan d'aide à la Grèce et des réformes devant accompagner ce soutien financier pourtant tant nécessaire à la survie de l'économie grecque, au moment où la Grèce devenait le premier pays de l'Union européenne à ne pas honorer le remboursement d'une dette de 1.5 milliard au FMI le 30 juin.

En clamant toujours haut et fort sa volonté de maintenir les négociations, l'homme fort du pays, élu pour redonner dignité et espoir au peuple grec, a tout d'abord réussi à bloquer les négociations et à isoler la Grèce encore un peu plus dans l'attente des résultats de ce vote.

Alexis Tsipras cherchait avant tout à renforcer sa légitimité par une action qui ne pouvait finalement que susciter un peu plus d'agacement et d'exaspération, tant auprès de la classe politique européenne que dans les opinions publiques européennes, de plus en plus sourdes aux plaintes grecques.

Il aura au moins réussi ce pari en remportant un franc succès grâce à plus de 61% de votes en faveur du « non ».

Mais les grecs ont-ils seulement été en mesure de comprendre la question posée et ont-ils pu évaluer les implications probables de leur vote ?

Au soir du 5 juillet, les scènes de liesse populaire dans les rues d'Athènes et dans certaines capitales européennes semblaient en tout cas célébrer la dignité retrouvée des grecs. Un simple vote négatif à une question aussi fermée que celle posée par le gouvernement grec à sa population, semblait donc suffire pour redonner espoir à une population abattue et désespérée par une crise qui n'en finit pas. En célébrant cet événement et en invoquant la fin du dictat européen, l'espoir d'un renouveau démocratique et d'une nouvelle forme de gouvernance du peuple, les grecs n'ont-ils pas perdu le sens des réalités ?

La première réaction d'Alexis Tsipras était de son côté plus mesurée. Nul doute que celui-ci évalue l'importance toute relative que ce vote de confiance revêt aux yeux des négociateurs européens, de la BCE et du FMI.

Au mieux, cela lui accorde un peu plus de légitimité, mais pas réellement de nouveaux moyens.

Alors, peut-être cherchait-il essentiellement par un vote négatif des grecs – lui accordant toute sa confiance dans de nouvelles négociations – à préparer un futur « oui » au prochain compromis indispensable avec les créanciers de la Grèce et qui permettrait à tous de sauver la face ?

La classe politique européenne s'accorde en tout cas à ne pas mettre de l'huile sur le feu au lendemain des élections. Elle relève en préambule qu'il faut accepter et respecter les résultats du vote comme l'expression populaire du peuple grec, mais rappelle vite que tout reste à faire et qu'un prochain accord dépendra notamment du contenu des prochaines propositions grecques. Lors de la conférence de presse du 6 juillet, Angela Merkel et François Hollande ont laissé la porte ouverte aux discussions, en relevant toutefois que les conditions d'un accord n'étaient pas réunies et que le 1^{er} ministre grec devait présenter des propositions concrètes au sommet extraordinaire de l'Eurogroupe du 7 juillet. A l'heure où nous écrivons ces lignes, le gouvernement grec n'a pas fait de proposition et les annonce pour le mercredi 8 juillet, tandis que l'Eurogroupe parle d'une date butoir définitive fixée au dimanche 12 juillet.

De son côté, Alexis Tsipras a évité le bain de foule excessif auquel il aurait pu s'abandonner pour privilégier une allocution télévisée enregistrée plus humble, dans laquelle il assurait que le résultat du référendum ne marquait absolument pas une rupture avec l'Europe (ce que les grecs ne souhaitent d'ailleurs sans doute pas), mais plutôt un renforcement du pouvoir de négociation du gouvernement.

Ce résultat du vote lui donne selon lui la légitimité pour pouvoir demander qu'un rééchelonnement de la dette grecque fasse partie intégrante du « deal » et ne soit pas subordonné à un accord préliminaire sur les réformes structurelles à entreprendre. Cette position n'est pourtant de loin pas encore acceptée par les négociateurs européens.

La démission presque immédiate du ministre des finances Yanis Varoufakis participe sans doute à un changement d'orientation politique voulu par le 1^{er} ministre. Son remplacement par l'actuel meneur des négociations E. Tsakalotos, plus consensuel, devrait ainsi faciliter l'émergence d'une nouvelle phase de négociation reprenant sur des bases moins conflictuelles et plus apaisées. Mais les ressentiments subsistent et au-delà des déclarations de solidarité et de soutien renouvelées par les parties, la réalité économique et politique fera rapidement un retour en force dès lundi.

Ainsi, comme un 1^{er} épisode de ce retour à la réalité, une réaction de la BCE rappelle le 1^{er} ministre grec et les banques grecques à l'urgence de la situation.

Après avoir soutenu les banques grecques en leur fournissant les liquidités nécessaires au maintien en activité du secteur bancaire – bien qu'à un rythme ralenti – la BCE semble en effet déjà vouloir réagir en renforçant ses exigences de garanties pour octroyer les

lignes de financement aux banques grecques. La liquidité d'urgence (programme ELA) a été maintenue au niveau de 89 milliards (montant gelé le 28 juin), mais la BCE a annoncé avoir ajusté la décote appliquée aux collatéraux des banques grecques et refusé une augmentation de 3 milliards demandée par ces dernières.

Le 6 juillet au soir, la BCE a donc exigé des garanties supérieures aux banques grecques et notamment des garanties autres que celles souvent déposées sous la forme de collatéraux basés sur l'Etat grec. La décote mentionnée par la BCE pourrait être de 45-50% sur les titres de l'Etat grec, ce qui constitue d'ailleurs une indication intéressante dans l'évaluation par la BCE du risque réel de défaut.

Le « non » du référendum a donc réduit la possibilité d'un accord selon la BCE.

A moins qu'il ne s'agisse d'un avertissement supplémentaire à Alexis Tsipras, l'engageant à proposer un paquet de réformes crédibles avant que les risques de faillites des banques grecques ne se précisent.

Pour l'heure, ce durcissement n'indique pas que les banques grecques ne disposent pas des liquidités suffisantes pour assurer un fonctionnement minimum basé sur un contrôle des capitaux strict et des retraits ATM limités à 60 euros par jour. Mais le processus en cours peut conduire à une sortie de la zone euro en cas de blocage des négociations futures et d'épuisement des collatéraux.

Alexis Tsipras est certainement conscient qu'il lui sera impossible de trouver un autre créancier de remplacement capable de reconnecter le système financier grec à la zone euro. Car aujourd'hui, le système financier tourne au ralenti, limitant notamment les importations et les exportations.

L'assurance donnée aux grecs par ce dernier de limiter cette situation de crise à 48 heures semble dans ce contexte plus qu'improbable. La semaine pourrait être encore plus chaude pour les grecs qui pourraient bien voir leurs retraits aux distributeurs de billets encore réduits.

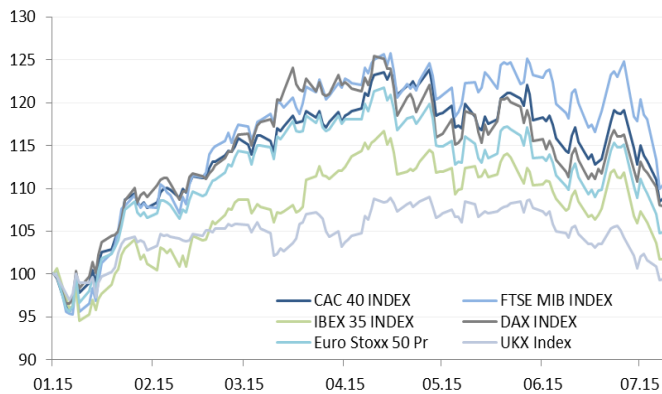
Mais la BCE a-t-elle une alternative ? Elle ne peut théoriquement pas prêter dans le cadre de l'ELA (Emergency Liquidity Assistance) des fonds à des banques insolubles.

En augmentant ses exigences de collatéral, elle risque pourtant de provoquer indirectement une dégradation de la solvabilité des banques grecques. La BCE cherche donc certainement à pousser le gouvernement grec à chercher un accord politique avec ses créanciers avant le dimanche 12 juillet.

Réactions des marchés financiers

Les réactions des marchés financiers à la suite des résultats du référendum grec ont finalement été plutôt contenues lundi. Dans l'attente sans doute de la reprise des négociations prévue pour mardi, l'indice des actions européennes enregistrait une baisse de -2.2%, tandis qu'aux Etats-Unis, l'indice S&P500 restait relativement stable, en déclin de -0.39%.

Marchés actions

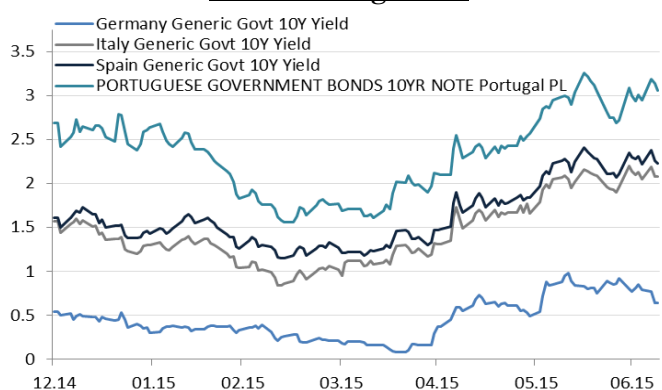


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Sur le marché des taux d'intérêt, on observait que peu de réactions sur les marchés des dettes périphériques. Les rendements gouvernementaux à 10 ans des BTP, Bonos et PGB ont « seulement » augmenté de 14 pb, 16 pb et 24 pb respectivement.

La dette gouvernementale allemande bénéficiait d'un très léger regain d'intérêt des investisseurs pour les placements à faible risque, mais le mouvement restait très limité, puisque l'on enregistrait une baisse de 3 pb.

Marchés obligataires

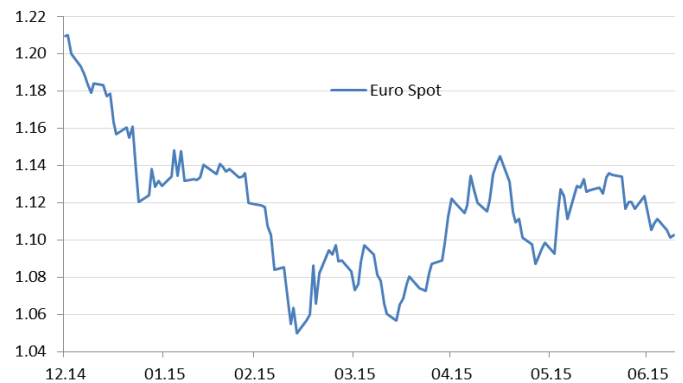


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'euro résiste plutôt bien à ce nouvel épisode du feuilleton grec, en glissant seulement d'un petit -0.53%. Du côté des changes, même la volatilité implicite des options sur devises indique une certaine sérénité de la part des investisseurs.

Les cours de l'or ne montrent pas d'inquiétude particulière non plus, progressant seulement de 1'168\$ l'once vendredi à 1170\$ lundi.

Euro/Dollar



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La réaction des marchés financiers est donc pour l'heure presque indifférente à la situation de la Grèce.

OCDE optimiste et FMI prêt à l'action

L'OCDE anticipe un accord de dernière minute entre la Grèce et ses créanciers.

Le secrétaire général de l'OCDE, Angel Gurría, reste optimiste et considère qu'un accord devrait être trouvé pour que la Grèce reste au sein de la zone euro. Le prix à payer serait selon lui trop élevé en cas d'échec définitif des négociations, rappelant que si le coût d'un accord est estimable, celui de l'absence d'un compromis ne l'est pas.

De son côté, le FMI est revenu lundi au secours de la Grèce en se déclarant prêt à l'aider si elle lui en faisait la demande par la voix de sa directrice générale Christine Lagarde. Le communiqué publié par le FMI était relativement laconique et bref, ne précisant pas les conditions de cette demande d'assistance. Toutefois, le FMI semble avoir exposé à Alexis Tsipras qu'un éventuel soutien du FMI était conditionné au paiement des arriérés de 1.5 milliard non soldé.

Tandis que le volet européen du plan d'aide à la Grèce a expiré la semaine dernière, la Grèce aurait théoriquement encore droit à 16 milliards d'euros de prêts du FMI, pour autant que l'arriéré de 1.5 milliards soit soldé.

Le FMI avait auparavant suggéré qu'une aide de l'Europe soit accordée à la Grèce et qu'un allègement de la dette de 30% soit proposé, à la surprise des négociateurs européens. Aujourd'hui, le FMI sera absent des négociations et ne pourra pas débloquent l'aide de 16 milliards théoriquement disponible, à moins que l'Europe

ne décide de rembourser le FMI au nom de la Grèce ou de lui accorder un crédit spécifique pour que celle-ci régularise sa situation auprès du FMI. Rappelons par ailleurs que la Grèce avait déposé une demande de délai de paiement qui doit encore être examinée par le FMI. Même si ce dernier ne semblait pas particulièrement favorable à cette requête, il nous semble tout à fait envisageable qu'un accord intervienne sur ce sujet, permettant au FMI d'influer favorablement sur le maintien de la Grèce dans la zone euro.

Rééchelonnement de la dette grecque ?

La dette publique grecque représente plus de 320 milliards d'euros, soit environ 175% de son PIB.

Depuis 2010, l'essentiel de la dette grecque n'est plus détenue par des investisseurs privés, mais par des institutions publiques et supranationales. Le FMI détient 32 milliards de créances, le FESF 142 milliards et les prêts bilatéraux des Etats membres (Greek Loan Facility) se montent à environ 53 milliards. Le secteur privé avait déjà de son côté accepté en 2012 une décote dans le cadre du PSI (Private Sector Involvement). La Grèce voulant certainement conserver son accès au marché des capitaux, il est peu probable qu'elle souhaite restructurer cette partie de son endettement. Elle se concentrera donc certainement sur des négociations avec ses créanciers (les Etats membres, le FESF et le FMI).

Le point de blocage actuel réside en partie dans le fait que le gouvernement Tsipras souhaite intégrer la question du réajustement de la dette dans les négociations sur les réformes structurelles à entreprendre, ce qui n'est à ce jour pas envisageable notamment du point de vue allemand.

Une sortie de crise possible passerait certainement par l'intégration de cette question dans les négociations à reprendre dans les prochains jours. Les propositions du gouvernement Tsipras, attendues par l'Eurogroupe, devraient aller dans ce sens. Un aménagement du financement de la Grèce et un réajustement de la dette pourraient ainsi prendre plusieurs formes. Il ne serait bien entendu pas nécessaire de procéder à un

effacement total de la dette, ce qui semble évidemment être un accord impossible aujourd'hui. Un objectif de réduction de la dette par rapport au PIB de 175% à 135% par exemple serait déjà suffisant en comparaison européenne (ratio de l'Italie), la dette publique européenne représentant globalement 97.5% du PIB au 1^{er} trimestre 2015.

Le gouvernement Tsipras devrait revenir avec des mesures concrètes crédibles concernant les retraites, la fonction publique et la défense en proposant en contrepartie un rééchelonnement de la dette auprès du FMI et du FESF et/ou un effacement partiel des dettes grecques ou d'un report du remboursement des prêts aux autres Etats membres.

Les négociations devraient donc reprendre mercredi et dans l'attente de nouvelles propositions d'Alexis Tsipras, les marchés financiers ont adopté une attitude attentiste.

La menace du Grexit s'intensifie à mesure que le bras de fer se durcit. Mais si tous les acteurs en place suivaient des logiques rationnelles, le Grexit ne serait pas une option cohérente. C'est en effet la voie directe au défaut grec et à la perte certaine des 320 milliards de créance. La voie de la raison devrait s'imposer et autoriser un ajustement de la dette moins douloureux dans tous les cas pour les créanciers actuels de la Grèce. Sans oublier que le Grexit, c'est aussi l'ouverture de la boîte de Pandore et l'émergence de risques dont la zone euro n'a pas besoin. Mais la politique n'est pas toujours raisonnable.

Conclusion

Après le vote grec, la réaction des marchés financiers reste relativement contenue et ne présente pas de signes avant-coureurs d'une prochaine crise. Les risques de sortie de la Grèce de la zone euro paraissent plus importants après le vote de dimanche, mais les marchés financiers ne semblent pas voir de risque systémique dans un éventuel Grexit et s'inquiètent sans doute davantage de la chute du marché actions chinois.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
 Rue Sigismund Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch