BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

A BNP Paribas Investment Partner

février 2010

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Crise grecque : état des lieux et quelques leçons à en tirer

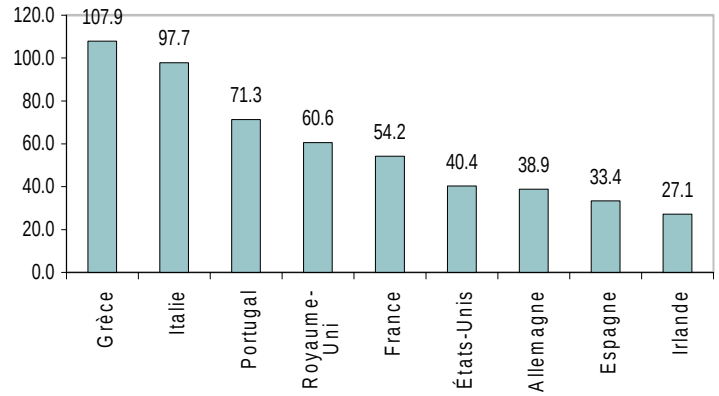
Etat des lieux et perspectives

L'éclatement d'une « crise grecque » résulte avant tout d'un problème d'équilibre budgétaire particulièrement aigu. Celui-ci a été amplifié par une crise de confiance dans la classe politique et l'outil statistique du pays (le gouvernement élu en octobre 2009 a révélé que le déficit était beaucoup plus élevé qu'attendu, à près de 13 % du PIB, et des incertitudes subsistent sur la crédibilité des statistiques publiques).

La situation n'est pas désespérée, mais très préoccupante…

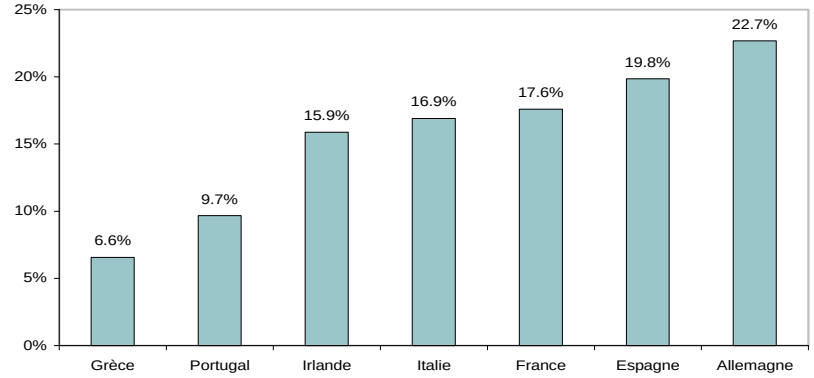
Le déficit public (12,7 % du PIB) est le plus élevé de la zone euro, et il s'accompagne d'un déficit primaire (soit avant service de la dette) de 8 %. La dette publique rapportée au PIB est également très élevée (107,9 % du PIB à fin 2008). Enfin la Grèce présente un déficit de la balance courante de l'ordre de 10 % du PIB, qui là aussi la situe dans le peloton de queue des pays européens, et un taux d'épargne particulièrement bas de 6,6 %. Ceci rend sa dépendance à l'égard du financement extérieur très forte.

Graphique 1 : niveaux de dette publique rapportée au PIB (fin 2008)



Source : OCDE

Graphique 2 : taux d'épargne (en % du Revenu Disponible Brut, moyenne depuis le T3 2008)



Source : OCDE

Un élément vient quelque peu atténuer ce tableau : l'endettement total du pays (dette privée et publique) est relativement modéré à 230 % du PIB. Ceci se compare à 274 % en Allemagne, 298 % en Italie, 308 % en France, 342 % en Espagne et 469 % au Royaume-Uni. L'Irlande était à 700 % et l'Islande à 1189 % quand les crises y ont éclaté (dans les deux cas en raison du poids des banques).

Le plan présenté par le gouvernement, très ambitieux, prévoit une réduction du déficit à 3 % du PIB dès 2012, avec un excédent primaire de 2,5 %. Bien qu'il ne soit pas totalement irréaliste, ce plan apparaît particulièrement délicat à mettre en œuvre dans la durée :

- il nécessitera un suivi sur plusieurs années, ce qui peut être difficile à défendre devant l'opinion publique dans un pays où le taux de chômage est très élevé et la situation sociale tendue (cf émeutes d'Athènes).
- le passage du déficit à l'excédent primaire implique une ponction de 10 points de PIB sur l'économie étalée sur seulement trois années, par la réduction des dépenses et la hausse de la pression fiscale.

Au total, un succès du plan impliquerait un effort de redressement sans commune mesure avec ce que la Grèce a été capable d'accomplir sur le plan budgétaire ces dernières décennies. La pression des marchés et du reste de l'Europe plaide pour que le plan soit effectivement mis en œuvre tel qu'il a été présenté. Ceci devrait permettre d'infléchir sensiblement les déficits publics, mais il est permis de douter que l'objectif de 2012 soit tenu – un objectif qui placerait d'ailleurs la Grèce parmi les pays les plus vertueux de la zone euro à l'horizon 2012. Cependant, il est probable que le plan ait été volontairement présenté avec des objectifs très ambitieux pour répondre à l'inquiétude des marchés, ce qui permettrait de rassurer même sans atteindre parfaitement les buts fixés.

Quoi qu'il en soit, les perspectives de l'économie grecque apparaissent très sombres. Les mesures de redressement fiscal, même si elles devaient s'avérer un peu moins strictes que prévu, ne pourront que handicaper la consommation privée. Le taux d'épargne privé, déjà faible, ne pourra pas servir d'amortisseur. Les estimations de croissance du PIB pour les années à venir varient de +1 % par an pour les plus optimistes, à une croissance nulle, voire une récession, sur plusieurs années. Compte tenu de ces perspectives économiques, du niveau de la dette publique rapportée au PIB, et de l'incertitude sur la mise en œuvre du plan de redressement dans la durée, il apparaît impensable qu'une normalisation rapide du *spread* souverain (entendu comme un retour aux niveaux d'avant-crise) ait lieu.

… heureusement, il est extrêmement improbable que la Grèce soit abandonnée à elle-même

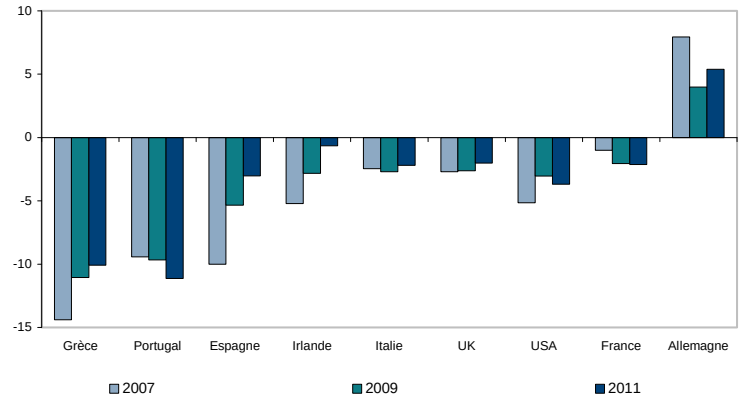
Il est exclu que les autres Etats de la zone euro, notamment la France et l'Allemagne, prennent le risque d'annoncer leur soutien à la Grèce avant que ceci ne devienne une nécessité impérieuse. En effet, ils mineraient alors le principe de discipline que chaque Etat membre de l'union monétaire doit s'imposer.

Néanmoins, une autre certitude est que le nécessaire doit être fait pour éviter que la Grèce ne soit acculée à l'impasse financière ou doive quitter la zone euro : il serait alors impossible d'éviter que les autres pays fragiles de la zone (Portugal, Irlande, Espagne) fasse à leur tour l'objet d'une crise de défiance. Ceci serait extrêmement déstabilisant pour la zone, et risquerait de faire exploser les taux d'intérêt des pays qui en sortiraient.

Si la crise ne s'arrête pas, le prochain pays sur la liste apparaît être le Portugal, qui partage deux caractéristiques avec la Grèce : épargne domestique faible et déficit extérieur. Le ratio de dette publique/PIB est cependant plus favorable, ainsi que le rating souverain (Fitch : AA pour le Portugal, BBB+ pour la Grèce). Vient ensuite l'Espagne (dette publique rapportée au PIB encore à un niveau relativement bas, mais dérive très rapide).

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

Graphique 3 : Balance courante (en % du PIB)



Source : OCDE

Si les mesures présentées par le gouvernement grec ne suffisent pas à rassurer (un scénario qui paraît largement envisageable à ce stade), il faut donc s'attendre à ce que la crise entre dans une phase plus politique, qui verrait le reste de l'Europe, avec ou sans le soutien du FMI, entrer en jeu. Il existe donc, à un horizon relativement court, un « filet de sécurité » pour la dette grecque qui devrait s'activer si les conditions de marché et de financement continuent à se détériorer. D'ici là, il devrait y avoir encore beaucoup de tensions et de volatilité, avec une alternance de phase d'espoir et de défiance. On a ainsi vu le dernier refinancement à 5 ans être sursouscrit 4 fois, mais le papier s'est ensuite vite dégradé sur le marché secondaire. La prochaine échéance d'émission à surveiller, sur 10 ans, est située en avril prochain (cf calendrier).

Une crainte spécifique des marchés vis-à-vis de la dette grecque vient de l'éligibilité de cette dette gouvernementale comme collatéral dans les opérations de la BCE. En effet jusqu'à la fin 2010, la BCE accepte à ses opérations les actifs notés BBB- et au-dessus. Au-delà, cette situation pourrait devenir problématique pour le système financier qui porte beaucoup de dette grecque. Même si l'échéance est dans plus d'un an, et qu'on peut penser que les mesures seraient étendues en cas de nécessité, l'incertitude sur ce point pèse dans la vision des marchés.

Juger de la valorisation actuelle de la dette grecque est difficile compte tenu du contexte de crise, d'autant plus que le marché est affecté de phénomènes de ventes forcées (impossibilité de conserver, pour certains fonds, des obligations dont le rating a été abaissé) qui peuvent perturber le lien entre fondamentaux et prix de marché. Une approche comparative peut être développée avec trois pays qui avaient du faire appel au FMI : Roumanie, Hongrie et Lettonie. Les spreads y avaient atteint une moyenne de 400bp par rapport au Bund au cours des six mois précédent l'intervention du FMI. Ce niveau, proche de celui observé récemment sur la dette grecque, suggère que le potentiel d'écartement est désormais limité. Si on fait le pari que la Grèce fera face à ses échéances grâce à son plan de redressement et au soutien qu'elle peut recevoir (une option qui nous paraît raisonnable), et qu'on peut supporter la volatilité future, le papier offre donc une valeur attractive aujourd'hui.

Que retenir de cette crise pour l'investisseur ?

La crise grecque est l'occasion de rappeler quelques éléments de moyen et long terme :

1. La dérive des dettes publiques dans les pays occidentaux. Les situations sont encore très hétérogènes, avec des emprunteurs tels que les Etats-Unis, l'Allemagne et la France qui ne sont pas en risque de voir rapidement une dégradation de leur notation souveraine, et des économies de taille petite et moyenne (Royaume-Uni, Italie, Espagne, Portugal, Irlande…) qui apparaissent plus fragiles. Néanmoins quels que soient le point de départ et la rapidité de la progression de la dette, les finances publiques se dégradent partout. La reprise économique étant appelée, selon nous, à rester modeste par rapport aux sorties de crises précédentes (cf scénario macroéconomique de BNPP IP), il ne semble pas envisageable de contrôler rapidement cette dérive. Il faut donc s'attendre à des alertes au cours des années à venir. Au-delà de mouvements plus courts du marché, ceci n'incite pas à aller chercher du rendement à moyen terme sur les emprunteurs en situation tangente (ceux qui, même si leur situation n'est pas aussi dégradée que la Grèce, sont dans le milieu du peloton pour ce qui est de la situation de leurs finances publiques), même si les *spreads* se sont déjà écartés. Par ailleurs, la détérioration de la qualité des emprunteurs plaide également pour une poursuite tendancielle de la pentification de la courbe des emprunts d'Etat.

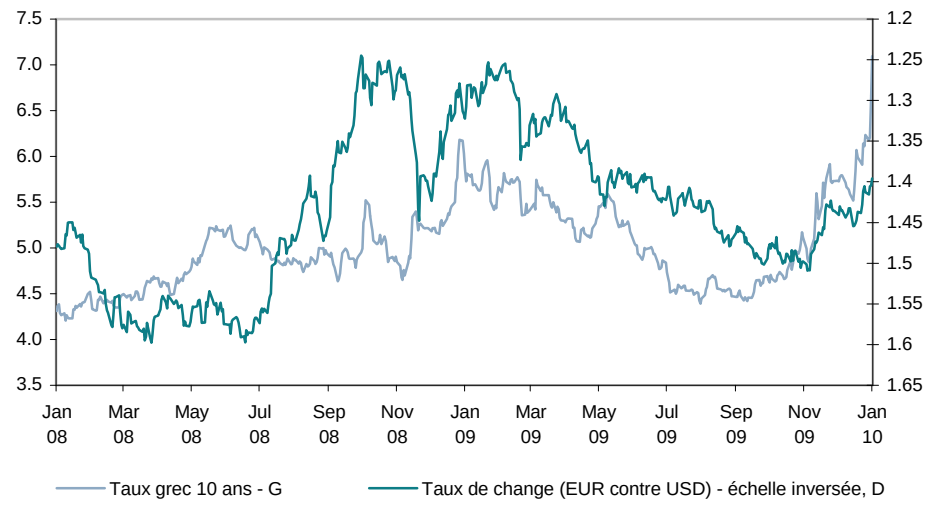
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

Nous sommes peu inquiets d'un problème de manque de financement à un horizon de 2 ou 3 ans, compte tenu de notre scénario d'ensemble. L'abondance d'épargne privée, avec la montée en puissance des émergents et la remontée des taux d'épargne des pays développés, permet de faire face à une croissance de la dette publique qui se substitue, depuis la crise, à celle de la dette privée. De plus, une large part des émissions de dette publique est monétisée soit directement (achat par la Banque centrale aux Etats-Unis jusqu'à présent, même si ces mesures vont disparaître), soit indirectement (utilisation de la dette publique par les banques comme collatéral pour obtenir du financement à la Banque centrale, sur le modèle européen). Toutefois, ces mécanismes ne peuvent fonctionner que tant que le crédit au secteur privé reste atone et que les pressions inflationnistes sont modérées. Au-delà de la reprise molle et sans inflation que nous attendons pour les 2 à 3 prochaines années, le passage à un environnement de croissance plus forte et/ou d'inflation plus marquée, avec une reprise de la demande de crédit par le secteur privé, serait à haut risque pour les taux longs.

2. La zone euro reste frappée de déséquilibres économiques qui fragilisent sa monnaie. L'euro a souvent été perçu comme une devise « forte » au cours des dernières années (en raison de la politique « orthodoxe » de la BCE sur l'inflation, et de la place de l'euro comme variable d'ajustement des politiques d'affaiblissement du change menées ailleurs dans le monde). Sa principale faiblesse réside cependant sans doute dans l'écartement des performances des économies de la zone, avec des stratégies de « passager clandestin » (pays bénéficiant de taux bas et d'un change stable malgré des déficits extérieurs élevés), et des écarts de gains de productivité difficilement supportables à long terme quand les dévaluations sont impossibles. Le coût que devront payer certaines économies pour converger (et, si elles ne le payent pas, l'aggravation des déséquilibres) sont autant de facteurs d'affaiblissement pour l'euro. Ceci n'est pas le seul moteur qui déterminera la valeur de l'euro, mais doit inciter à remettre en cause les stratégies fondées sur son appréciation à moyen et long terme.

A plus court terme, un effet paradoxal de cette crise pourrait être de légèrement accélérer les exportations européennes grâce à une devise plus faible (qui a déjà sensiblement souffert avec une baisse de 5 % en deux mois en termes effectifs). Il serait évidemment difficile de considérer la crise grecque comme une bonne nouvelle pour le reste de la zone euro, surtout parce qu'elle n'est pas jugulée à ce stade, mais cet effet collatéral sur le change pourrait accentuer quelque peu la vigueur de la reprise, sans en modifier la (faible) dynamique sous-jacente.

Graphique 4 : taux souverains (éch. de gauche) et parité EUR/USD (droite)



Source : Datastream

3. Il faut surveiller l'exposition du secteur bancaire au risque souverain. On constate en effet un appétit important des banques commerciales pour la dette souveraine (confrontées à une demande de crédit faible, et à un coût de financement encore très modeste, elles profitent de la pente), et les banques grecques n'avaient pas manqué d'y participer.

Notre scénario ne nous amène pas à craindre une alerte rapide sur ces expositions aux obligations gouvernementales, mais il faut garder en tête qu'une crise de la dette souveraine dans les années à venir pourrait également se transformer en crise bancaire si les banques continuent à faire des emprunts d'Etat un actif de prédilection.

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

Calendrier

10 février : grève nationale. L'ampleur du mouvement donnera une première indication sur la capacité de l'opinion publique et du gouvernement à supporter le plan de rigueur.

11 février : Conseil Européen extraordinaire à Bruxelles.

16 février : Présentation de l'avis officiel du Conseil Européen au budget 2010 de la Grèce.

Mars : vote au parlement grec des premières réformes fiscales et précisions sur le programme de réduction des dépenses publiques

Avril-juin : Déclaration de l'UE sur la mise en œuvre du plan de rigueur grec. C'est le moment où pourraient être prises des « recommandations » (pas encore des « sanctions ») dans le cadre de la Procédure pour Déficit Excessif. Un suivi de la situation seraient alors mis en place par l'UE tous les 3 à 6 mois. En parallèle, le Trésor grec pourrait anticiper les principales émissions souveraines (qui devraient atteindre leur pic en avril et mai).

Mars 2011 : la BCE doit retourner à son ancienne procédure d'admissions de collatéral pour ses opérations de refinancement. Dans ce cadre, la Grèce devrait être notée au minimum A-, par au moins deux agences pour continuer de voir ses obligations souveraines admises. Moody's est encore deux notes au-dessus du seuil critique, mais place toujours la Grèce sous « surveillance négative »

Source : Exane BNP Paribas

Avertissement

Le présent document est émis par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**, à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'achat, et ne doit pas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit, ni être considéré comme un conseil d'investissement.
L'information et les opinions contenues dans ce document sont basées, entre autres, sur des sources publiques sur lesquelles BNPP AM pense de bonne foi pouvoir se fonder, étant toutefois précisé que BNPP AM ne peut garantir l'exactitude et le caractère exhaustif de cette information. Les opinions exprimées dans ce document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles ne doivent pas être considérées comme faisant autorité ni se substituer au jugement personnel du destinataire, et ne sauraient constituer la seule base d'évaluation des stratégies ou des instruments évoqués dans ce document. Les performances passées ne constituent pas un engagement sur les performances futures. Nulle société du groupe BNP Paribas ne saurait être tenue responsable pour toute perte, directe ou indirecte résultant de l'utilisation de tout ou partie de l'information contenue dans le document. Toute société du groupe BNP Paribas peut, dans les limites légales, avoir agi soit sur la base ou utilisé les informations contenues dans le présent document, soit dans les recherches ou analyses sur lesquelles le document est basé avant sa publication. Ce document est réservé à l'usage de ses destinataires et ne peut être transmis ou utilisé par un tiers sans l'accord écrit de BNPP AM. De plus toute traduction, adaptation, reproduction partielle ou totale de ce document, par quelque procédé et quelque pays que ce soit, est interdite sans l'accord écrit de BNPP AM.
* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions/parts simplifiée, au capital de 62 845 552 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.
** « BNP Paribas Investment Partners » est la marque globale des services de gestion d'actifs du groupe BNP Paribas. Les entités de gestion d'actifs faisant partie de BNP Paribas Investment Partners et éventuellement citées dans le présent document le sont uniquement à titre d'information, et n'exercent pas nécessairement d'activités dans votre pays. Pour tout complément d'information, veuillez contacter l'entité Partenaire locale.