

Grèce : rendez-vous manqué

Frédérique Cerisier

Un an après une crise qui aurait pu conduire le pays hors de la zone euro, la situation de l'économie grecque s'améliore lentement. Après la conclusion de la première revue du programme, l'activité devrait repartir. En outre, des améliorations sont encore possibles, notamment sur les marchés de biens et services, pour élever le potentiel de croissance. S'il est désormais acquis que la soutenabilité des finances publiques passe par un réaménagement des créances européennes, les décisions sont repoussées à 2018.

Un an après que la crise économique et politique a atteint son paroxysme («*le moment le plus aigu d'une maladie ou d'un état morbide*» selon le dictionnaire) lors d'un référendum dont chacun a craint qu'il ne conduise le pays hors de la zone euro, la Grèce va mieux. Mais *un peu* mieux seulement. La situation politique s'est normalisée, à la fois avec les créanciers et sur le plan intérieur. L'exécutif d'Alexis Tsipras est maintenant en place depuis dix-huit mois, malgré une majorité parlementaire de plus en plus fragile. Sur le plan économique, c'est la déception qui domine. La consolidation de la reprise espérée en 2014 a laissé place à une récession, certes modérée, mais qui se prolongeait encore début 2016. Avec la signature de la première revue du programme, le retour de la confiance et le meilleur fonctionnement du système bancaire qui pourrait en découler, une stabilisation propre à laisser place à un redressement plus marqué en 2017 est attendue. Plusieurs obstacles, ou risques, sont toutefois encore présents. A court et moyen terme, c'est une consolidation budgétaire excessive qui pourrait enrayer la reprise, en particulier si les objectifs assignés au pays ne sont pas allégés, comme continue toutefois de le demander le Fonds monétaire international (FMI). Au-delà, c'est la capacité de rebond de l'économie grecque qui est en question. A quel point les réformes ont-elles modifié son fonctionnement et renforcé ses perspectives de croissance ? Les réponses à ces questions ne sont pas assurées, et pourtant elles sont essentielles, à la fois pour la conduite de la politique économique, mais aussi pour évaluer les perspectives des finances publiques et en restaurer la soutenabilité. D'ailleurs, sur ce terrain également le chemin parcouru depuis un an est limité, surtout eu égard aux promesses du mois

d'août 2015. L'accord auquel sont récemment parvenus les créanciers européens et le gouvernement grec nous semble éminemment politique, mais il ne s'attaque toujours pas au problème fondamental d'une dette devenue insoutenable. «*Rendez-vous en 2018* » nous dit-on. Faute de pouvoir s'opposer à cette reculade, le FMI a pris soin de clairement marquer son désaccord.

Activité

2015, une reprise avortée

Revenons un peu en arrière, au second semestre de 2014. Après six années consécutives de récession, l'activité semblait enfin en voie de stabilisation (+0,7% en moyenne annuelle en 2014). L'Etat grec était parvenu à équilibrer sa situation budgétaire primaire (hors paiement des intérêts de la dette publique), et entamait un retour, certes timide, sur les marchés financiers pour préparer la fin du second programme européen de financement. Sur ces bases, le consensus des économistes prévoyait encore, en octobre 2014, une croissance de près de 2% en 2015. C'est à cette dynamique favorable que la crise politique de 2015 a mis un terme, étouffant de façon précoce une reprise naissante.¹

Certains comportements économiques ont commencé à se modifier très tôt. La fuite des dépôts bancaires, par exemple, a commencé dès décembre 2014. La consommation des ménages s'est repliée en outre début 2015, avant d'enregistrer un sursaut au printemps, largement lié à des achats de précaution au moment où l'incertitude était particulièrement élevée. Qu'elles



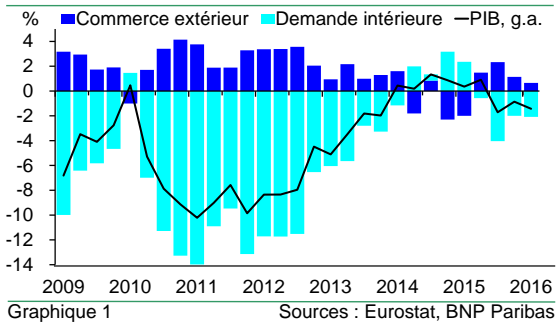
concernent le système bancaire (fermeture temporaire, résolution mettant à contribution les dépôts, ...) ou une éventuelle sortie de l'euro, ces craintes incitaient en effet les ménages à anticiper leurs achats de biens durables. Il s'agissait de réduire leurs dépôts bancaires, voire d'utiliser ces biens comme réserve de valeur en cas de « Grexit ». Après ce sursaut, les dépenses des ménages ont entamé un repli à l'été 2015, qui se poursuivait encore début 2016. L'investissement et les échanges extérieurs ont pour leur part très lourdement chuté juste avant et après la mise en place des mesures de contrôle des capitaux. Un mouvement de stabilisation des exportations et de rebond de l'investissement s'est amorcé fin 2015. Il ne s'est, malheureusement, pas confirmé début 2016.

Au final, le bilan est relativement lourd : certes, l'économie grecque ne semble pas devoir retomber dans la dépression économique, mais le timide rebond de 2014 a fait long feu. L'activité s'est finalement repliée de 0,3% en 2015. Surtout, la récession se poursuivait au début de 2016, et à un rythme encore relativement soutenu (-0,5% t/t). La consommation des ménages accentuait son repli sur un an (-1,3% en glissement annuel, g.a.), de même que les exportations (-11,7%). Les dépenses d'investissement et les importations chutaient moins rapidement, mais restaient tout de même en baisse de respectivement 2,7% et 12,8% sur un an (graphiques 1 à 3).

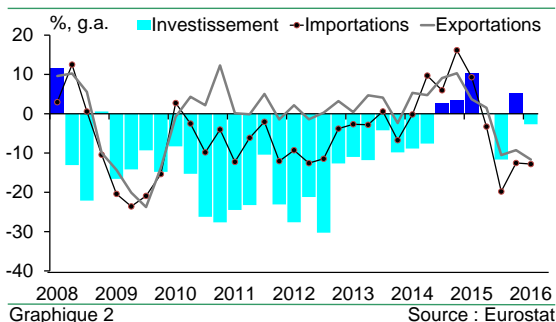
Redressement en vue

Bien qu'à ce stade les signes de stabilisation de l'activité soient encore très ténus, la plupart des observateurs tablent sur un retour de la croissance au second semestre 2016. De fait, la conclusion de la première revue du nouveau (troisième) programme de financement, quand bien même elle a été obtenue avec plus de difficultés que prévu, pourrait constituer l'élément déclencheur, en ramenant un degré de confiance suffisant pour autoriser une reprise. Une impulsion encore plus concrète est également à attendre des conséquences de la revue, dans la mesure où sa signature a permis aux principales banques commerciales de retrouver prochainement accès aux financements réguliers de la Banque centrale européenne (cf. infra « Qu'attendre de la BCE ? »).

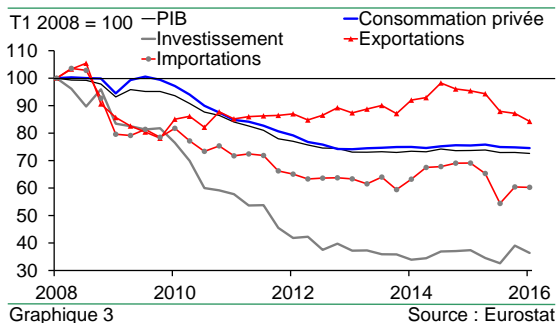
Contributions à la croissance du PIB



Investissement et commerce extérieur



Le PIB et ses principales composantes



Il semble bien, aussi, que le gouvernement grec envisage sérieusement de lever, ou d'alléger fortement, les restrictions aux mouvements de capitaux dans la foulée de cette décision.

Si ces étapes étaient effectivement franchies avant la fin de l'été, tout porte à croire qu'une reprise de l'activité, tirée par les exportations, une stabilisation de la consommation des ménages et des investissements, pourrait être effective d'ici la fin de l'année, et gagner en vigueur en 2017. A ce stade, il nous semble possible que la croissance s'établisse entre 1,5% et 2,5% l'an prochain, après, en moyenne annuelle, un repli de près de 1% en 2016.

Aléas budgétaires

Le principal risque pesant sur ce scénario favorable est celui d'une consolidation budgétaire excessive, qui freinerait trop fortement la reprise, s'accompagnerait de dérapages budgétaires et donnerait lieu, *in fine*, à un resserrement des politiques encore plus marqué. Sept ans après le début de la crise, on aurait pu penser que les concepteurs de ce troisième plan d'aide prendraient soin d'éviter cet enchaînement pernicieux. C'était malheureusement compter sans les autres objectifs et contraintes qui les animent (cf. *infra* « Finances publiques »). Toujours est-il que, et comme prévu dès le mois d'août 2015, le gouvernement d'Alexis Tsipras a fini d'adopter en mai dernier un paquet de mesures budgétaires censé produire, à l'horizon 2018, des économies de l'ordre de EUR 5,4 mds, à même d'augmenter l'excédent budgétaire primaire (hors charge d'intérêts) de trois points de PIB, soit de 0,5% (le niveau atteint en 2015, hors effets exceptionnels de la recapitalisation des banques) à 3,5% en 2018. Le FMI a jugé l'effet de ces mesures largement surévalué, et fait savoir qu'un objectif d'excédent primaire de 1,5% du PIB était à la fois plus crédible et plus raisonnable. Plutôt que de revoir leurs objectifs, les Européens ont donc demandé le vote d'un mécanisme supplémentaire. Celui-ci prévoit, en cas de dérapage avéré, la mise en place automatique de mesures d'économies supplémentaires. Un an au plus après le déclenchement du mécanisme, les mesures temporaires devront être remplacées, si cela se révélait toujours nécessaire, par des réformes structurelles validées par les créanciers, à même de renforcer la position budgétaire de manière pérenne. Au maximum, ces mesures contingentes pourront s'élever à EUR 3,6 mds, soit 2% du PIB. Dans le pire des cas, ce sont donc cinq points de PIB de consolidation budgétaire en trois ans que les créanciers

envisagent de demander à la Grèce... Ce n'est pas notre scénario principal, mais, si un tel enchaînement négatif devait se mettre en place, les perspectives de redressement à court et moyen terme du pays en seraient évidemment affectées.

Quelles capacités de rebond ?

Au-delà, et plus fondamentalement, c'est la capacité de rebond à moyen et long terme de l'économie grecque qui est en question. Depuis 2011, les réformes dites « structurelles » se sont succédé à un rythme soutenu, souvent élaborées à partir du constat, et avec l'appui d'organisations internationales notamment créées pour recenser les meilleures pratiques et promouvoir leur mise en œuvre. Malgré tous ces efforts, la croissance n'est pas à ce jour repartie et, même si de nombreuses raisons exogènes peuvent être avancées, une grande incertitude persiste sur les bénéfices à attendre de ces réformes. Le poids de la conjoncture dans cette situation est évidemment majeur, et il sera vraisemblablement presque impossible d'évaluer le potentiel de l'économie tant que la demande restera si fortement déprimée (le taux de chômage, bien qu'en baisse depuis mi-2013, dépasse 24% de la population active) et, *a fortiori*, soumise à des politiques budgétaires restrictives.

Même s'il est acquis que le PIB, qui a reculé de plus de 25% depuis 2008, ne retrouvera pas de sitôt son niveau d'avant-crise, il est essentiel d'estimer quelle part de cette chute d'activité pourrait être rapidement comblée par un processus de rattrapage. Au-delà, il s'agit de connaître le rythme de croissance tendancielle d'une économie grecque rénovée, en particulier pour achever de réformer les finances publiques, calibrer les filets de sécurités sociaux et restaurer la soutenabilité à long terme de la dette publique.

Le FMI préconise pour sa part la prudence. Dans sa dernière analyse sur la soutenabilité de la dette publique publiée fin mai², il prend acte des insuffisances dans la mise en œuvre de certaines réformes, ainsi que des difficultés que devrait rencontrer le secteur bancaire dans les années à venir (cf. « Les stigmates de la crise » page 7), qui pèseront durablement sur sa capacité à financer la reprise. Dans ce contexte, et tout en reconnaissant que



l'activité bénéficiera d'un processus de rattrapage et devrait accélérer à court terme si les efforts budgétaires s'interrompaient, les économistes du Fonds jugent préférable d'évaluer la soutenabilité des finances publiques sous l'hypothèse d'une croissance tendancielle ne dépassant pas 1,25% à moyen et long terme (le rythme moyen retenu pour la zone euro).

Des progrès sont encore possibles

A l'OCDE (Organisation pour la Coopération et le Développement Economique), on partage le constat selon lequel le renforcement du potentiel de croissance de l'économie grecque n'est pas forcément à la hauteur des efforts engagés, ou comparable aux résultats obtenus dans d'autres pays européens s'étant pliés à un programme d'ajustement. Dans leur dernière étude sur l'état de santé de l'économie grecque³, les experts de l'institution rappellent toutefois, qu'au début de la crise, les objectifs d'économies budgétaires ont pris le pas sur l'amélioration de la compétitivité. Surtout, ils regrettent que les efforts de réformes se soient jusqu'à présent concentrés sur le marché du travail, délaissant la déréglementation des marchés de biens et de services (graphiques 4 et 5). Or, les réformes sur le marché du travail, si elles ne sont pas accompagnées d'une ouverture à la concurrence suffisamment grande des marchés de biens et services, se traduisent par un ajustement des coûts salariaux bien plus marqué que celui des prix (graphique 6). Dans les secteurs encore trop abrités, elles servent alors finalement les intérêts des oligopoles en place et favorisent les rentes. A l'œuvre en Grèce ces dernières années, cet enchaînement a eu des conséquences doublement négatives, en limitant les gains de compétitivité, et en pesant fortement sur le pouvoir d'achat de ménages, pris en ciseaux par le repli des salaires et la rigidité des prix de vente.

Si la critique est dure pour les concepteurs des programmes de réformes et ceux qui en assurent la mise en œuvre, elle autorise paradoxalement un certain optimisme, dans la mesure où elle implique que des progrès sont encore possibles. Les économistes de l'OCDE mettent en particulier l'accent sur le secteur des services aux entreprises (construction, communication, juridique, comptabilité, architecture, ingénierie notamment), où ils ont constaté le maintien de marges

importantes, signe d'un manque de concurrence. Ils rappellent également qu'une fois les barrières réglementaires à l'entrée levées, l'état de santé et la capacité de financement du secteur bancaire sont essentiels pour assurer l'apparition de nouveaux entrants, et rendre effectif l'accroissement de la concurrence. Ils préconisent donc de se concentrer à l'avenir sur ces secteurs, où favoriser des baisses des prix aurait des effets importants sur l'ensemble de l'économie et sur le processus de réallocation des ressources (cf. encadré 1 « Désinflation compétitive, mode d'emploi »). Ces réformes, complétées par des efforts pour l'amélioration des infrastructures de transports auraient, selon l'organisation, la capacité de renforcer encore sensiblement le potentiel de croissance de l'économie grecque.

Encadré 1

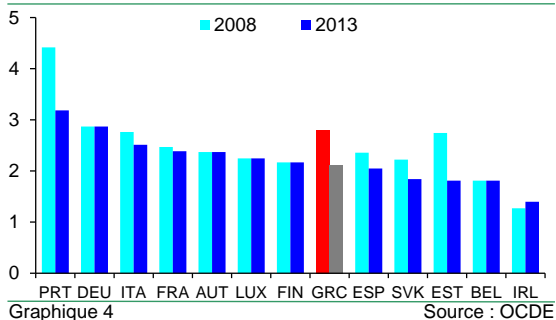
Désinflation compétitive, mode d'emploi

Même s'ils sont désormais légèrement orientés à la hausse, les coûts salariaux unitaires horaires ont baissé de près de 10% en Grèce depuis 2010, le repli le plus marqué après celui constaté en Irlande (près de 20% depuis 2008, cf. graphique 7). Pour être efficace, la baisse des coûts salariaux (absolue ou relative aux principaux concurrents) doit cependant se traduire par une baisse des prix de vente. Dans le secteur exportateur, cette baisse des prix doit être d'autant plus importante que le pays est spécialisé dans des biens à faible valeur ajoutée, pour lesquels la compétitivité-prix est déterminante. C'est justement le cas de la Grèce, qui reste une petite économie plutôt peu ouverte, dont les exportations de biens et services sont encore très concentrées sur quelques secteurs de moyenne et basse technologie (produits pétroliers raffinés, marine marchande, tourisme).

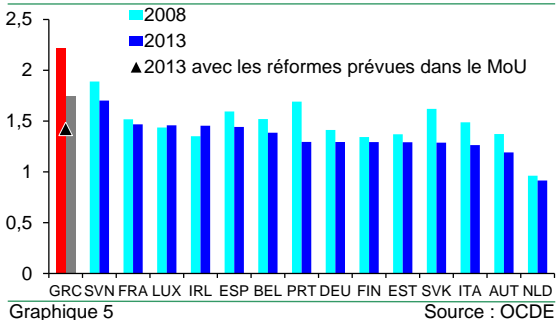
Mais il est primordial que les prix des biens et services dans les secteurs abrités s'ajustent également. D'une part, parce que cela permet de limiter les pertes de pouvoir d'achat induites par les baisses de salaires, et donc l'effet récessif à court terme de ces politiques. D'autre part, parce que la baisse du prix des consommations intermédiaires et des services aux entreprises renforce la compétitivité des secteurs exportateurs. Enfin car la rentabilité dans ces secteurs protégés ne doit surtout pas s'améliorer relativement aux secteurs exportateurs, bien au contraire. En effet, une réallocation des ressources vers ces derniers est impérative à moyen terme, pour monter en gamme, élargir la base industrielle, renforcer et consolider les gains de compétitivité induits par la dévaluation interne.



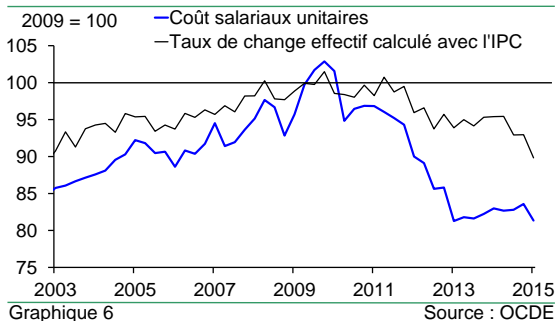
Indice de protection du marché du travail



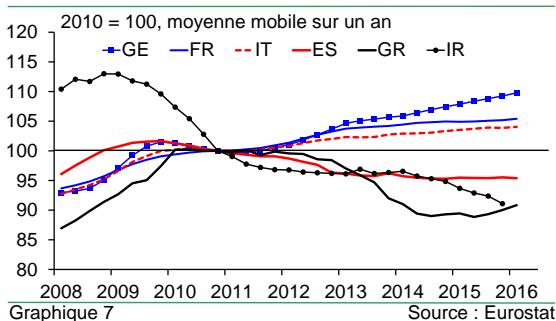
Indice de protection sur le marché des biens et services



Compétitivité prix et compétitivité coût



Coûts salariaux unitaires horaires



Système bancaire

Le renforcement du système bancaire est primordial pour redresser les perspectives d'activité. En effet, et même si à ce stade la demande solvable fait vraisemblablement largement défaut, la capacité des banques à financer la reprise de l'activité dans les mois à venir, et au-delà, la réallocation des ressources au sein de l'appareil productif seront un moteur essentiel de la croissance. Or, le secteur a été durement touché par huit années de récession, la restructuration de la dette publique de 2012, et la crise de confiance qui a alimenté plusieurs épisodes de retraits massifs des dépôts depuis le début de la crise souveraine. Dans ce contexte, si la dernière vague de recapitalisation des principaux établissements financiers du pays, menée en novembre 2015, peut être considérée comme un succès, en reposant principalement sur des capitaux privés et

un appel limité aux fonds européens d'assistance (EUR 5,4 mds contre EUR 20 mds budgétés dans le troisième plan d'aide), d'autres besoins ne sont toutefois pas exclus dans les années à venir.

Les stigmates de la crise

Depuis le point haut de septembre 2009, les dépôts des agents non financiers privés (ménages et entreprises) grecs dans le système bancaire ont diminué de près de moitié, soit 120 milliards euros (ou encore plus de 30% du total du bilan des banques, et 68% du PIB). L'hémorragie a été quasi continue de 2009 à mi-2012, mais elle s'était interrompue après le *Private Sector Involvement* (PSI, restructuration de la dette souveraine détenue par les acteurs privés)⁴. Elle a repris dès décembre 2014, et est restée forte tout au long du premier semestre 2015. Elle ne s'est interrompue qu'avec la mise en place par le gouvernement d'une

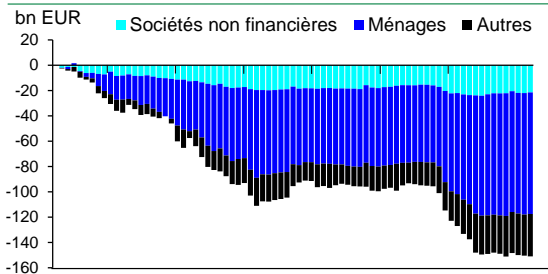


mesure de contrôle des mouvements de capitaux fin juin, rendue impérative par l'annonce du référendum du 5 juillet sur la mise en œuvre d'un nouveau plan d'aide européen (cf. graphique 8). A ce jour, la situation est bien plus apaisée. Le niveau des dépôts est stable, le contrôle des capitaux a déjà été assoupli, et d'autres mesures sont attendues dans les prochains mois. Cela dit, qu'ils aient été thésaurisés sur place ou expatriés, il est peu probable que les dépôts sortis du système bancaire y reviennent à court terme, tant que les perspectives économiques ne s'amélioreront pas de façon significative et que la situation du secteur bancaire ne sera pas totalement rassurante.

Le niveau historique du montant des prêts non-performants est le second point noir. Après huit années de récession et avec un taux de chômage qui dépasse encore 24% de la population active (contre à peine 8% début 2008), les prêts non-performants détenus par les banques représentent désormais 36% de l'ensemble des prêts, soit EUR 90 mds ou encore 23% du total des actifs du système bancaire. Or, ces montants étaient encore orientés à la hausse fin 2015 (cf. graphique 9), un phénomène accentué par le repli du crédit aux agents privés, encore en baisse, en mai 2016, de 0,5% (g.a.) pour le crédit aux entreprises non financières et de 2,9% pour le crédit aux ménages. D'après les données compilées par l'OCDE, environ 50% des prêts à la consommation seraient non-performants, presque 30% des prêts hypothécaires et un tiers des prêts commerciaux⁵. Encore récemment, avec les paquets de mesures votés en août 2015 et mai 2016, des efforts importants ont été réalisés pour essayer de renforcer la capacité des banques à gérer cette poussée, améliorer l'efficacité des procédures de faillites, augmenter les taux de recouvrement⁶, et permettre la revente de portefeuilles de prêts non-performants. Ces efforts risquent toutefois de mettre un certain temps à porter leurs fruits.

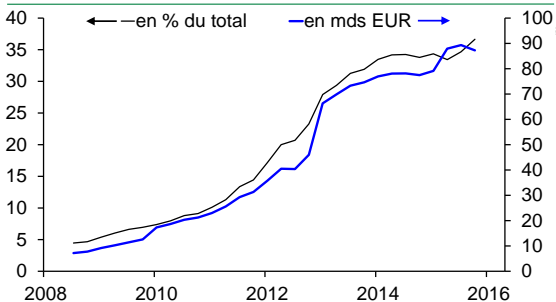
Un autre point faible du secteur est son exposition au secteur public, qui passe par deux canaux. D'une part, la comptabilisation, dans les ratios de fonds propres durs des établissements, de crédits et d'actifs d'impôts différés, à hauteur de près de EUR 20 mds et 50% du capital selon le FMI. Or, ces actifs, de piètre qualité,

Baisse des dépôts dans le système bancaire depuis septembre 2009



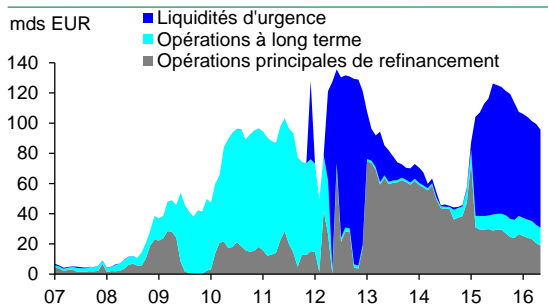
Graphique 8 Source : Banque centrale grecque

Montée des prêts non performants



Graphique 9 Source : FMI - Indicateurs de santé financière

Financement de l'eurosystème



Graphique 10 Sources : BCE, Banque centrale grecque

devront être progressivement déduits des fonds propres durs dans les années à venir. Ils pourraient être considérés comme une aide d'Etat illégale par la Commission européenne⁷. Ils s'ajoutent à l'exposition directe que constituent les prêts et titres de dettes des



administrations publiques détenus par les institutions financières (obligations et billets de trésorerie) qui, depuis le PSI de 2012, représentent environ 6% du total des actifs du secteur financier, et EUR 23 mds en mai 2016. Au-delà du risque souverain proprement dit (qui s'est matérialisé en 2012 avec la participation des établissements bancaires grecs au PSI) ces titres représentent la majeure partie des actifs mobilisables par les banques pour servir de collatéraux lors de leurs opérations de refinancement auprès de l'Eurosystème. Comme l'a très bien montré la crise de liquidités de 2015, ceci rend le refinancement du système bancaire totalement dépendant de l'appréciation faite par la BCE de la solvabilité de l'Etat grec et du bon déroulement des programmes européens.

Qu'attendre de la BCE ?

Rappelons brièvement les faits. Compte tenu de leur notation de crédit en catégorie spéculative, les titres émis par l'Etat grec ne sont théoriquement pas éligibles aux opérations classiques de refinancement de la BCE. Celle-ci, par une clause dérogatoire, rend recevables les titres trop faiblement notés d'un Etat de la zone euro aux guichets de refinancement, dès lors que cet Etat est bénéficiaire d'un programme de financement et d'ajustement européen. La Grèce a bénéficié de cette clause, créée pour elle, depuis mai 2010 (sauf, très temporairement et pour des raisons techniques, début 2012 lors du PSI).

En février 2015, le Conseil des gouverneurs de la BCE avait levé cette dérogation pour la Grèce, constatant la rupture des négociations relatives au plan de financement européen. Il ne l'a rétablie que tout récemment (le 22 juin dernier), une fois la conclusion de la première revue du troisième programme de financement définitivement acquise, et les fonds versés. Pendant près de dix-sept mois, les banques grecques ont donc dû se refinancer auprès de la banque centrale de Grèce selon le système des liquidités d'urgence (*Emergency Liquidity Assistance*, ELA), beaucoup plus coûteux que les opérations classiques (cf. graphique 10). Pour finir, et dans un contexte de plus en plus difficile de sorties de capitaux et d'accroissement des besoins de financement

alimentés notamment par cette décision de la BCE, jusqu'au point où, le Conseil de gouverneurs ne souhaitant plus relever le plafond de l'ELA dans l'attente du référendum du 5 juillet 2015, le gouvernement grec avait été contraint d'instaurer des mesures de contrôle des mouvements de capitaux.

Nous ne reviendrons pas ici sur la façon dont la BCE et les banques grecques se sont retrouvées prises entre le marteau et l'enclume au printemps 2015, ni sur les enseignements de cette période sur le fonctionnement de l'union monétaire. Il reste que le rétablissement de la dérogation va nettement améliorer les conditions de financement des banques qui, non seulement auront accès aux opérations classiques de refinancement de la BCE, mais pourront, en outre, participer aux prochaines opérations spéciales de refinancement à long terme (TLTRO-III) mises en place par la BCE⁸.

Une participation au QE est peu probable

En revanche, nous sommes beaucoup plus réservés quant à la possibilité d'une éligibilité des obligations souveraines grecques au programme d'achats de titres de dettes publiques de la BCE (*Public Sector Purchases Program*, PSPP). En fait, il ne lui sera vraisemblablement pas trop difficile de justifier un refus. En effet, des membres du Conseil des gouverneurs ont, à plusieurs reprises, précisé qu'une telle décision ne saurait être prise qu'à l'issue d'une évaluation concluante de la soutenabilité de la dette publique. Or, et dès lors que la restructuration des prêts accordés par les Européens a été repoussée à 2018, celle-ci n'est pas réellement assurée, les banquiers centraux le savent bien. Or, en ouvrant le PSPP aux titres de dette publique grecs avant cette restructuration, la BCE pourrait être accusée de soutenir les finances publiques du pays en lieu et place des autorités politiques européennes. En outre, et compte tenu des contraintes associées si cela avait été le cas (respect des limites liées aux clauses d'actions collectives, impossibilité de procéder à des achats à l'approche et pendant les périodes de revues qui, dans le cas de la Grèce, peuvent être extrêmement longues), le jeu pourrait ne pas en valoir la chandelle.



A court terme, la BCE devrait mettre en avant, à raison, l'importance de son soutien aux banques grecques via les liquidités de l'Eurosystème, et en particulier l'accès de ces établissements aux futures TLTRO-II. C'est seulement après la clôture du programme de financement européen, et une fois les modalités de la restructuration des prêts européens arrêtées, qu'une ouverture du PSPP aux titres de dette publique grecs pourrait être envisagée. Mais, même à ce stade, n'oublions pas que le programme d'achats sur le marché primaire du Mécanisme européen de stabilité a justement été conçu pour accompagner le retour d'un émetteur souverain sur les marchés, tandis que, pour la BCE, il s'agira avant tout d'éviter d'affaiblir la crédibilité de son programme d'achats d'actifs, déjà abondamment contesté dans certains Etats membres.

Finances publiques

Une amélioration réelle, qui cède sous l'appauvrissement de l'économie

Les observateurs s'accordent à dire qu'une grosse partie du travail de rééquilibrage courant des comptes publics grecs a été faite. Selon les dernières estimations de la Commission européenne⁹, le solde structurel primaire des finances publiques (le solde budgétaire hors charge des intérêts, corrigé du déficit conjoncturel lié à la faiblesse de l'activité, et des mesures temporaires, comme le coût des recapitalisations bancaires) est positif depuis 2011. Il a enregistré un pic à plus de 5,6% du PIB en 2013, et atteignait encore 4,3% en 2015. On peut décomposer ces évolutions en recettes et dépenses. Là aussi, les progrès sont indéniables. Les recettes publiques étaient particulièrement faibles au début de la crise, au regard de la moyenne européenne. Corrigées de leur composante cyclique, elles ont nettement augmenté depuis 2009, passant de 38,9% à 47,5% du PIB en 2016, et sont désormais légèrement au-dessus de la moyenne de la zone euro (46,1%). Du côté des dépenses aussi, l'ajustement a été remarquable. Hors charge d'intérêt et corrigées des variations cycliques, elles avaient dérivé avant la crise, passant de 35% du PIB en 1995 à 49,5% en 2009. Elles ont fortement

diminué au cours des trois années suivantes, tombant à 40,4% du PIB en 2012, avant de se redresser et de s'établir à 43,6% en 2016 (graphiques 11 et 12.)

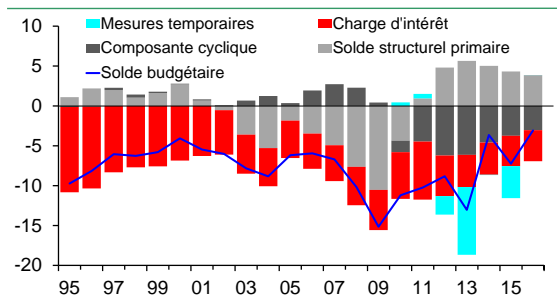
Il est essentiel d'interpréter correctement la dégradation structurelle des finances publiques que ces graphiques mettent en évidence depuis 2013. Comme le montrent cette fois-ci les graphiques 13 et 14, le redressement du solde budgétaire primaire et la maîtrise des dépenses publiques, évalués en termes nominaux c'est-à-dire sans correction cyclique, sont beaucoup plus modérés mais ne s'inversent pas sur la fin de la période. En fait, depuis 2010 environ, l'Etat grec est parvenu à redresser son solde primaire en augmentant ses recettes¹⁰ et en stabilisant, en pourcentage du PIB, ses dépenses, ce qui, compte tenu de l'effondrement de l'activité, de la hausse du chômage et de l'augmentation de la population retraitée sur cette période, a nécessité des efforts d'ajustement considérables. L'inversion des tendances sur la période récente ne traduit pas un relâchement des efforts, mais simplement la fermeture « par le bas » de l'*output gap* : les statisticiens de la Commission estiment que, si le PIB s'est plus ou moins stabilisé en termes réels depuis 2013 (graphique 15), le potentiel de production du pays continue lui de décliner, compte tenu de l'ampleur des capacités inemployées. Au fur et à mesure de ce déclin, le potentiel d'amélioration des comptes publics à attendre du retour de la croissance est réévalué à la baisse, et l'évaluation structurelle des finances publiques recommence à se détériorer. C'est ce constat qui, au fond, sous-tend la position du Fonds monétaire international : si l'Etat grec n'est plus en mesure d'améliorer en profondeur la métrique de ses finances publiques, il devient urgent de favoriser le rebond de l'activité pour enrayer la détérioration du potentiel de croissance, faute de quoi les efforts d'ajustements déjà réalisés risquent d'être dilapidés.

La nécessité d'une restructuration ne fait plus débat, son ampleur si

Au-delà de la mise en œuvre du troisième plan de financement, un des apports de l'accord est le principe d'une restructuration des prêts officiels accordés par les Européens. Cela étant, le consensus s'arrête là.



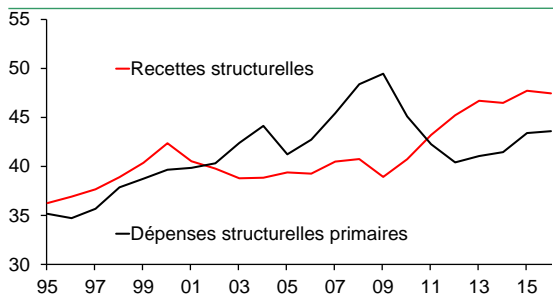
Déterminants du solde budgétaire (en % du PIB)



Graphique 11

Source : Ameco

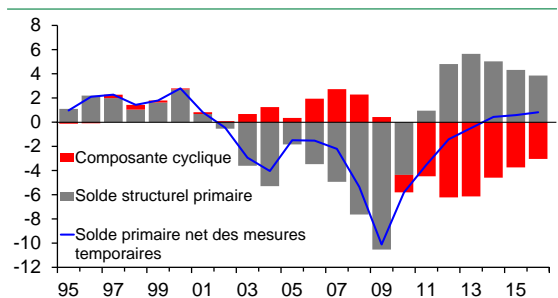
Dépenses et recettes (en % du PIB)



Graphique 12

Sources : Ameco, calculs BNP Paribas

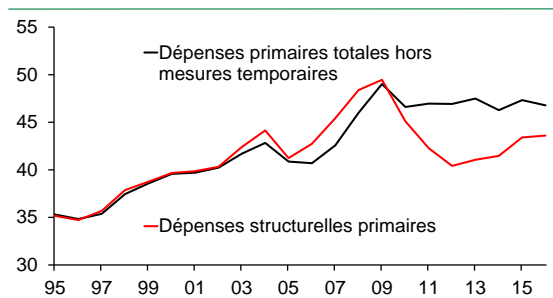
Nominal vs structurel : le déficit primaire (en % du PIB)



Graphique 13

Sources : Ameco, calculs BNP Paribas

Nominal vs structurel : les dépenses (en % du PIB)

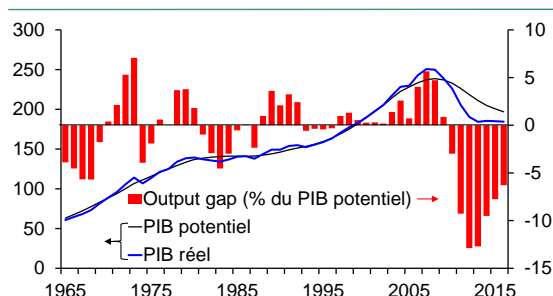


Graphique 14

Sources : Ameco, calculs BNP Paribas

Comme l'ont montré les discussions relatives à la conclusion de la première revue du plan d'aide, les désaccords sont très profonds entre le FMI d'une part, partisan d'une restructuration massive et à brève échéance des prêts européens, et les créanciers européens, Allemagne en tête, beaucoup plus réticents et désireux de i/ limiter autant que possible l'ampleur de l'abandon de créance, ii/ continuer à exercer une pression forte sur le gouvernement grec, sans laquelle ils craignent un relâchement des efforts d'ajustement. A ce stade, les Européens et le FMI se sont mis d'accord sur les points suivants :

Baisse du potentiel de croissance



Graphique 15

Sources: Ameco, calculs BNP Paribas



- Il n'y aura pas d'effacement nominal de créances. Les Européens en ont fait une question de principe, le jugeant beaucoup moins acceptable qu'un réaménagement des intérêts et des amortissements. Or, comme l'a montré le FMI dans son analyse sur la soutenabilité de la dette publiée fin mai 2016 (DSA ci-après)¹¹, il est possible, avec de tels aménagements, de procéder à une restructuration dont la valeur actuelle nette atteindrait jusqu'à 50 points (p.p.) de PIB, soit environ EUR 90 mds.

- Les discussions porteront sur les besoins de financements bruts de l'Etat grec dans les prochaines décennies, et non pas sur la valeur du ratio de dette publique. Ces besoins de financement se calculent à chaque date comme la somme des amortissements dus et des intérêts à verser, déduction faite de l'excédent budgétaire primaire, qui permet d'assurer une partie de ses paiements sans apport extérieur. Une telle métrique permet de tenir compte du fait qu'une grande partie de la dette bénéficie déjà de maturités longues et de taux très favorables¹², qui facilitent sa soutenabilité. A compter de mi-2018, les administrations publiques grecques ne recevront plus de transferts de la part de leurs créanciers et devront donc lever auprès des marchés financiers l'équivalent de ces besoins de financement.

- L'accord de restructuration ne sera conclu qu'à l'issue du troisième programme de financement, soit mi-2018. Le FMI plaiderait pour un accord immédiat, dont la mise en œuvre aurait été étalée d'ici à mi-2018, et ainsi conditionnée à la mise en œuvre du programme d'ajustement (un tiers des prêts restructurés à la fin de chacune des trois années du programme tant qu'il se déroule bien, par exemple). Mais, à l'approche d'échéances électorales majeures en France et en Allemagne notamment, l'Eurogroupe s'est contenté de renouveler un engagement déjà pris en 2012, puis en 2015. Le FMI a accepté cette idée mais n'a pas, semble-t-il, renoncé à discuter dès maintenant des modalités et de l'ampleur de la restructuration à venir.

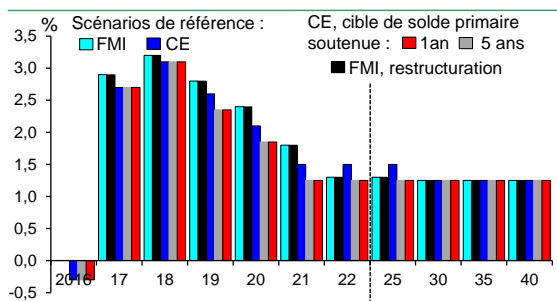
Les autres points, et ils sont nombreux, ne font pas l'objet d'un accord de points de vue, ou alors seulement partiel. Après le FMI fin mai, les services de la Commission européenne ont publié début juin leur propre analyse de la soutenabilité de la dette grecque. Les graphiques 16 à 19 présentent les principaux hypothèses et résultats de chaque analyse et permettent de comparer les points de vue¹³.

Le pessimisme du Fonds monétaire international

Les hypothèses reposent sur deux convictions principales : premièrement, l'activité pourrait rebondir fortement à court terme si la politique budgétaire lui en laisse le loisir. Au-delà, rien ne permet d'affirmer que l'économie a développé une capacité de croissance particulièrement forte. Dès 2022, la croissance pourrait avoir retrouvé un niveau proche du potentiel estimé pour l'ensemble de la zone euro, 1,25%. Deuxième conviction : il est illusoire, voire contre-productif, d'assigner aux administrations publiques des objectifs d'excédent budgétaire primaire trop élevés. Les réformes prévues lors de la mise sur pied du plan d'aide permettent, selon le FMI, de tabler sur un excédent primaire de l'ordre de 1,5 p.p. de PIB en 2018, un niveau qu'il est possible de préserver à long terme¹⁴.

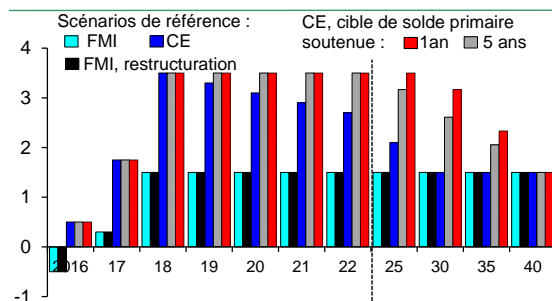
Sous ces hypothèses, les projections du FMI suggèrent que les finances publiques sont totalement insoutenables. Certes, à court terme, les dynamiques sont favorables. Le rebond de l'activité et les conditions de financement très avantageuses dont bénéficie déjà le pays permettraient une réduction des besoins de financement bruts au sortir du programme européen (jusqu'en 2022), autorisant un recul du ratio de dette publique, qui se stabiliserait autour 160% du PIB dans la prochaine décennie. Toutefois, et au fur et à mesure que l'Etat devrait refinancer sur les marchés la dette concessionnelle arrivée à échéance, ses coûts de financement augmenteraient et finiraient par laisser place à une dynamique explosive : les besoins de financement bruts du pays dépasseraient 20% du PIB dès 2030, un niveau considéré comme non soutenable par toutes les parties.

Croissance du PIB



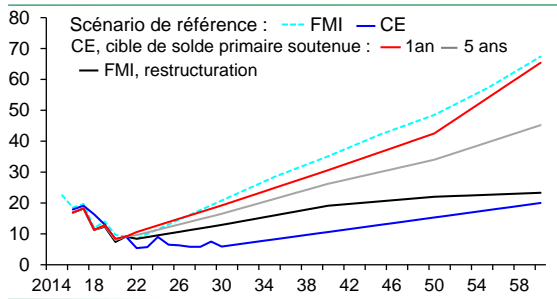
Graphique 16 Sources : FMI, CE, BNP Paribas

Soldes primaires (en % du PIB)



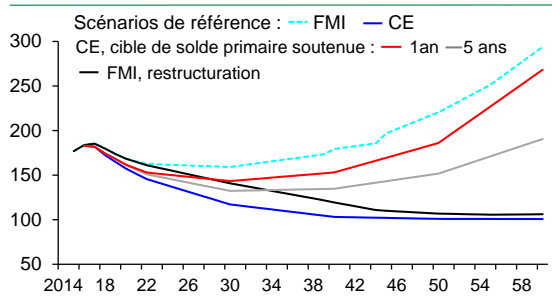
Graphique 17 Sources : FMI, CE, BNP Paribas

Besoins de financements bruts (en % du PIB)



Graphique 18 Sources : FMI, CE, BNP Paribas

Ratio de dette publique (en % du PIB)



Graphique 19 Sources : FMI, CE, BNP Paribas

De fait, l'objectif du plan de restructuration proposé par le FMI au printemps 2016 est de contenir les besoins de financements en deçà de ce niveau à très long terme : 2060 dans les projections proposées. Pour ce faire, il est nécessaire d'agir de façon décisive sur les trois leviers de restructuration disponibles : allongement des moratoires sur les amortissements et les intérêts à verser, extension des maturités et fixation des taux d'intérêt à des niveaux très faibles. Ainsi, dans l'une des propositions qu'ils ont élaborées¹⁵, les économistes du Fonds proposent de repousser au-delà de 2040 tous les paiements (amortissements et intérêts) relatifs aux prêts européens (prêts bilatéraux, FESF, MES), d'étendre leurs maturités à 2080 et de fixer le taux d'intérêt des prêts du FESF et du MES, aujourd'hui indexé sur les coûts de financement de ces institutions, à 1,5% jusqu'en 2045 au moins¹⁶. Sous ces conditions, les besoins de financement tomberaient en deçà de 10% du PIB jusqu'en 2040, 15% jusqu'en 2050, et 20% jusqu'en 2060.

Le « wait and see » des Européens

Dans ce contexte, l'objectif des dernières projections réalisées par les économistes de la Commission¹⁷ est de montrer que, si la Grèce atteint les cibles budgétaires qui lui sont assignées dans le cadre du troisième plan d'aide, le besoin d'une restructuration est beaucoup plus limité que ne l'avance le FMI. Le scénario central de la Commission repose donc essentiellement sur l'hypothèse selon laquelle l'Etat grec parviendrait à dégager un excédent budgétaire primaire de 3,5% du PIB entre 2018 et 2025, ne retombant à 1,5% qu'à l'horizon 2040. Il suppose en outre que cet effort n'aura que des effets limités sur l'activité, avec des perspectives de croissance à peine plus faibles que celles du FMI jusqu'en 2020, et même un peu supérieures dans la décennie suivante. Avec de telles conditions favorables, les besoins de financement bruts de l'Etat grec se maintiendraient en deçà de 15% jusqu'en 2035 environ, et de 20% dans la

décennie suivante. Ce n'est donc qu'à cet horizon qu'un besoin significatif de réaménagement se ferait sentir.

Ces conclusions sous-tendent « l'accord » sur la restructuration de la dette au sein de l'Eurogroupe du 25 mai 2016 : il n'y a pas urgence à envisager les modalités d'un réaménagement de la dette, la priorité restant le maintien d'une pression forte pour le redressement du solde budgétaire. La fragilité de cette trajectoire est toutefois mise en lumière par les scénarios alternatifs explorés dans cet exercice. Ces scénarios retiennent des hypothèses un peu moins

favorables en termes de croissance et de revenus des privatisations mais, surtout, ils supposent que la Grèce ne parviendrait pas à maintenir son excédent budgétaire primaire plus de cinq ans dans le premier cas, et plus d'un an dans le second. Rien que dans le premier cas, les conséquences seraient majeures : les dates auxquelles les besoins de financement dépasseraient 15 p.p. et 20 p.p. de PIB seraient avancées d'environ cinq et dix ans, respectivement. Le surcroît de besoin de financement cumulé dépasserait 20 points de PIB à horizon 2030, 75 points de PIB en 2040.

Encadré 2

Les mesures de restructuration envisagées par l'Eurogroupe

La MES (Mécanisme européen de stabilité) a précisé la nature exacte des mesures qui pourraient être envisagées. Les lignes suivantes sont très largement reprises d'une communication de cette institution¹⁸.

Mesures à court terme (devant être mises en œuvre entre l'achèvement de la première évaluation et la fin du programme en 2018) :

- Lissage du profil de remboursement du FESF (Fonds européen de stabilité financière) : extension des maturités dans les limites de la maturité moyenne pondérée maximale convenue de 32,5 ans.
- Utilisation de la stratégie de financement diversifié du FESF/MES pour réduire le risque de taux d'intérêt (cette mesure vise à permettre au FESF/MES d'abaisser ce risque pour la Grèce sans accroître les coûts pour les autres Etats membres bénéficiaires).
- Abandon de la marge d'intérêt à taux progressif liée au prêt destiné au rachat de la dette (200 points de base, décaissés par le FESF en 2012). Le Conseil d'administration et les garants du FESF pourraient autoriser l'abandon de cette marge au titre de l'exercice 2017.

Mesures à moyen terme (pouvant être adoptées en 2018, lorsque le programme MES aura été mené à bien) :

- Affectation des ressources inutilisées du programme MES à un remboursement anticipé partiel des prêts officiels : sur EUR 25 mds réservés à la recapitalisation bancaire, seuls EUR 5,4 mds ont été utilisés. Le solde, soit EUR 19,6 mds, pourrait servir à des remboursements anticipés partiels de prêts officiels (ex : prêts bilatéraux des pays de la zone euro au titre de la « facilité de crédit accordée à la Grèce » ou des prêts du FMI). Cette mesure serait bénéfique à la Grèce dans le sens où les prêts du MES sont bien meilleur marché que ceux du FMI et assortis d'une maturité plus longue.
- Versement des bénéfices du programme SMP (Securities Markets Programme) et de l'accord ANFA (Agreement on Net Financial Assets) à la Grèce : le MES détient actuellement EUR 1,8 md de bénéfices SMP se rapportant à 2014 sur un compte séparé. Ce montant ainsi que les bénéfices restants du programme SMP et de l'accord ANFA à compter de l'exercice budgétaire 2017 seront détenus par le MES à titre de réserve pour réduire les besoins futurs de financement brut de la Grèce. Les banques centrales de la zone euro (en dehors de la Banque de Grèce) vont réaliser environ EUR 3,5 mds de bénéfices sur les obligations grecques détenues entre 2017 et 2026.
- Réaménagement plus significatif de la dette au titre des prêts FESF : si nécessaire, de nouvelles mesures ciblées de réaménagement de la dette seraient envisagées, y compris une extension de la maturité moyenne pondérée maximale des prêts, le réaménagement du programme de remboursement du FESF, le plafonnement et le report des paiements d'intérêts.
- Suppression définitive de la marge d'intérêt à taux progressif liée au prêt destiné au rachat de la dette à compter de 2018.

Mesures à long terme

- Mécanisme contingent : ce mécanisme serait activé, si nécessaire, à l'issue du programme MES en août 2018 pour assurer la soutenabilité de la dette sur le long terme si un scénario plus défavorable venait à se réaliser ; un tel mécanisme pourrait entraîner des mesures supplémentaires telles qu'un nouveau réaménagement des prêts du FESF, le plafonnement et le report des versements d'intérêts.

Source : Mécanisme européen de stabilité



La stratégie des créanciers européens est finalement très claire : gagner du temps, repousser au-delà des prochaines échéances électorales, en Allemagne et en France notamment, les décisions relatives à un allègement de dette qui n'a pas la faveur des opinions publiques, et maintenir une pression très forte sur l'Etat grec pour limiter au maximum l'ampleur de la restructuration qui devra être accordée d'ici deux ans. Dans « l'accord » du 25 mai, qui signe la conclusion de la première revue du programme, les membres de l'Eurogroupe se reconnaissent donc prêts à envisager une gamme de mesures de restructuration relativement large (cf. Encadré 2), mais sans les chiffrer. Surtout, l'engagement des Européens reste conditionné à la mise en œuvre réussie du programme, c'est-à-dire à la réalisation d'objectifs d'excédents primaires vraisemblablement trop ambitieux. Que se passera-t-il, justement, s'ils se révèlent impossibles à atteindre ou à soutenir dans la durée ? Rien ne permet de le dire à ce stade. Cet accord sur la restructuration de la dette reste finalement entièrement à construire.

rattrapage. Sur ce point, le FMI recommande la prudence tandis que l'OCDE juge que des progrès sont encore possibles en mettant dorénavant l'accent sur les réformes du marché des biens et services. Il est aujourd'hui acquis que les finances publiques ne retrouveront pas leur caractère soutenable sans réaménagement des créances détenues par les Etats membres de la zone euro et leurs institutions (FESF, MES). Ceux-ci ont, malgré tout, encore une fois décidé de repousser cette décision, non seulement pour des motifs politiques, mais également pour maintenir une pression forte sur un pays qu'ils jugent peu capable de se réformer et, enfin, dans l'espoir que, d'ici à quelques années, l'ampleur du problème se révélera un peu plus limitée qu'elle n'apparaît aujourd'hui. Un pari sans doute risqué.

Achévé de rédiger le 28 juin 2016
frederique.cerisier@bnpparibas.com



La Grèce est-elle enfin sur la voie du redressement ? Alors que la première revue du troisième plan européen de financement vient enfin de se conclure, les plus optimistes le pensent. L'essentiel des mesures prévues par le programme a été voté et, même si leurs effets ne se feront que progressivement sentir, l'activité pourrait repartir de façon assez vigoureuse dans les trimestres à venir, pourvu que les conditions favorables (retour de la confiance, politique budgétaire moins restrictive, environnement mondial plus porteur, système bancaire en mesure de bénéficier pleinement de la politique monétaire expansionniste de la BCE) soient suffisamment nombreuses et durables. Il serait toutefois trompeur d'évaluer la soutenabilité des finances publiques en supposant pérenne cette dynamique de



Notes

¹ Rappelons que le gouvernement grec, tentant d'assouplir les conditions attachées à un nouveau plan d'aide international, avait annoncé un référendum au début de l'été 2015. Les négociations entre Athènes et ses créanciers avaient alors été rompues et, face à une accentuation de la fuite des dépôts bancaires, un contrôle des capitaux avait été mis en place.

² FMI (2016a), *GREECE, Preliminary debt sustainability analysis – Updated estimates and further considerations*, IMF Country Report N°16/130, May 2016.

³ OCDE (2016), *OECD Economic Surveys: GREECE 2016*, OECD Publishing, Paris.

⁴ Voir Conjoncture, BNP Paribas, novembre 2011, « Compassio : souffrance partagée » de Alexandra Estiot, Thibault Mercier et Jean-Luc Proutat.

⁵ Statistiques établies à partir de données de la Banque centrale grecque, à fin 2014.

⁶ En 2015, en effet, la durée moyenne d'une telle procédure était l'une des plus élevées de l'OCDE (3,5 années), et le taux de recouvrement (moins de 35%) l'un des plus faibles.

⁷ Voir par exemple « Deferred tax credits may soon become deferred troubles for some European banks », S. Merler, Bruegel Blog, avril 2015.

⁸ La première a eu lieu le 22 juin 2016, juste au moment où les banques grecques sont devenues éligibles. La prochaine se tiendra fin septembre. Voir « TLTRO-II, l'arme de choix », Thibault Mercier, Ecoweek du 17 juin 2016, pour une description précise de ces opérations.

⁹ Base de données AMECO, jeu d'estimations et de prévisions du printemps 2016.

¹⁰ Pour calculer les soldes budgétaires corrigés des variations cycliques, les statisticiens considèrent que l'élasticité des recettes fiscales à l'activité est proche de 1, c'est-à-dire que, pour l'essentiel, toute hausse des recettes rapportées au PIB est d'origine structurelle.

¹¹ Cf. FMI (2016a) supra.

¹² 32 ans en moyenne pour les prêts du FESF et du MES.

¹³ Le FMI a en fait réalisé deux séries de projections. Une première, dont les résultats sont publiés dans FMI (2016a) et une autre, dans une note préliminaire et confidentielle disponible à l'adresse suivante :

(<http://www.naftemporiki.gr/cmsutils/downloadpdf.aspx?id=1105925>). Les scénarios de référence et le calibrage de la restructuration proposée y sont différents, mais l'essentiel du message délivré par le FMI avec ces projections est le même. Pour plusieurs raisons (scénario de référence hors restructuration retenu, horizon temporel de la projection,...), nous reproduisons ici les projections faites dans la note confidentielle. D'autre part, le FMI et la CE fournissent leurs hypothèses à moyen et long terme par étapes de cinq ans pour le FMI et dix ans pour la CE. Entre ces dates, nous avons réalisé nos graphiques et calculs par interpolation linéaire.

¹⁴ En outre, le FMI et la Commission ont une vision bien différente des recettes à attendre du programme de privatisations. Pour le Fonds, elles ne devraient pas dépasser EUR 5 mds d'ici à 2030, en ligne avec les performances passées (3 mds seulement dégagés au cours des cinq dernières années). Dans son scénario de référence, la Commission attend 18 milliards de recettes. La part de ces recettes issue des privatisations bancaires permettrait de rembourser les fonds (4,5 mds) versés lors de la recapitalisation de 2015. Au contraire, pour le FMI, le secteur devra vraisemblablement passer de nouveau par une phase de recapitalisation, et EUR 10 mds sont provisionnés dans ces projections pour cet usage.

S'agissant des taux de marchés auxquels l'Etat grec pourrait se financer à compter de 2018, les hypothèses retenues sont plus proches. Pour le FMI, ils devraient être proches de 6% en 2018, puis varier avec l'évolution du ratio de dette publique, sans toutefois, descendre en deçà de 4,5% dans le scénario favorable. Pour la Commission, ils atteindraient 5,1% en 2019, 5,6% en 2024, 4,8% en 2050.

¹⁵ C'est la proposition « FMI-restructuration » représentée sur les graphiques.

¹⁶ Très faibles pour l'instant, ces taux sont appelés à se redresser dans les années à venir, comme l'ensemble des taux souverains européens. Le FMI suggère que le MES pourrait modifier sa stratégie de financement de façon à sécuriser aux taux actuels au moins une partie de ces prêts. Pour le reste, il serait nécessaire que les Etats membres s'engagent à compenser, pour le MES, le coût de la fixation.

¹⁷ Commission européenne (2016), « Compliance Report – The Third Economic Adjustment Programme for Greece, First Review », June 2016, European Commission.

¹⁸ ESM (2016), « FAQ on decisions concerning Greece at Eurogroup meeting on 25 May 2016 », European Stability Mechanism.



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com
Chef Economiste

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne

■ **Manuel NUNEZ** +33.(0)1.42.98.27.62 manuel.a.nunez@bnpparibas.com
Japon, Irlande - Projets

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
Espagne, Portugal - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com
Statistiques

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com
Responsable

■ **Céline CHOULET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com
Responsable

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com
Adjointe - Grande Chine, Vietnam - Méthodologie

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.28.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie

■ **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 sara.confalonieri@bnpparibas.com
Afrique anglophone et lusophone

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com
Moyen Orient, Balkans - Scoring

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
CEI, Europe centrale

■ **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com
Asie

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
Asie, Russie

■ **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.42.98.74.26 alexandra.wentzinger@bnpparibas.com
Amérique du Sud, Caraïbes

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com
Contact Média



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements, ni le conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'être considérées comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions pourront être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois précédant la publication. Ce document est susceptible d'être communiqué à des personnes qui ont reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

Le présent document a été approuvé en tant que publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association of Japan. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



<http://economic-research.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tel : +33 (0) 1 42 98 12 34

Internet : www.groupe.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William De Vijlder

Achevé de rédiger : Juillet – Août 2016



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change