

Grèce

Nouveau tour de piste

- A mi-chemin de son troisième programme d'ajustement, dans le cadre duquel elle a déjà reçu un peu plus de EUR 30 milliards (sur un maximum de EUR 86 mds), la Grèce cherche à conclure les négociations de la seconde revue, qui ouvriront la voie au déblocage d'une troisième tranche de financement.
- L'Eurogroupe qui s'est tenu en début de semaine n'a pas permis d'aboutir à un accord politique. Une solution finira toutefois par être trouvée, chaque partie faisant des concessions, dont l'ampleur reste à déterminer.
- Le pays n'est pas sous la menace d'une crise de liquidités à court terme. Cet épisode montre, toutefois, qu'en Grèce, même quand les paramètres économiques sont relativement favorables, les poussées de stress et la dramatisation des enjeux ne sont jamais loin sur le plan politique.

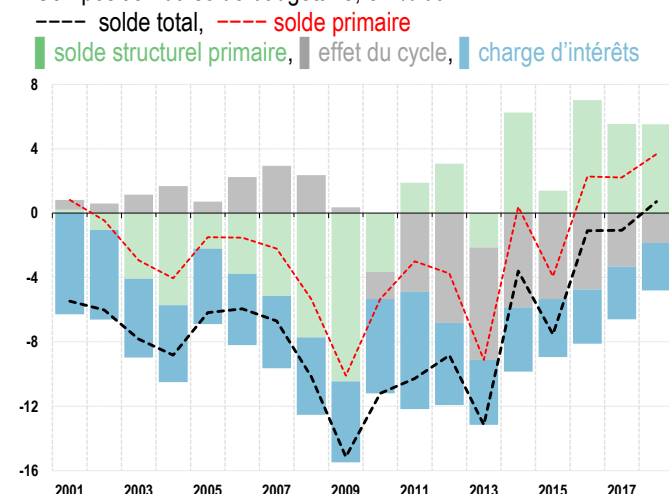
La réunion de l'Eurogroupe du 20 février a montré que la Grèce et ses créanciers n'avaient pas renoncé à se mettre d'accord, mais qu'ils n'en étaient pas encore tout à fait capables. Les équipes du FMI et des institutions européennes vont retourner sous peu à Athènes, et poursuivre les discussions, mais le président de l'Eurogroupe, Jeroen Dijsselbloem, a pris soin de préciser que la réunion n'avait pas permis de dégager un « accord politique » entre les différentes parties en présence. L'objectif reste de conclure la seconde revue du programme, ce qui ouvrira la voie au versement d'une nouvelle tranche du programme.

La poussée de stress actuelle est le résultat d'un désaccord de fond entre les Européens et le FMI. D'un côté, la Commission européenne a une vision plutôt optimiste de la situation de l'économie grecque, comme en atteste la dernière livraison de ses prévisions économiques d'hiver. Les services de la Commission y mettent en avant le bilan de 2016, plus favorable que prévu, sur le plan de la croissance (+0,3%) comme sur celui des finances publiques (avec un excédent primaire supérieur à 2% du PIB). Les services de la Commission tablent sur une reprise de l'activité vigoureuse cette année (+2,7%) et en 2018 (+3,1%), et jugent que dans ces conditions le pays pourra sans grande difficulté atteindre des cibles d'excédent primaire élevées (3,5% du PIB en 2018). Les créanciers européens, Allemagne en tête, s'appuient sur ce constat pour remettre à plus tard les discussions sur la restructuration de la dette. Tant qu'elle reste en perspective, cette éventualité maintient une certaine pression sur les autorités grecques. En outre, il s'agit pour les créanciers d'éviter, aussi longtemps que possible, de prendre une décision politiquement très coûteuse.

Depuis de longs mois, il est clair pour tous les observateurs que le FMI ne partage pas cette analyse. Alors que la dernière publication

La Commission européenne confiante

Composition du solde budgétaire, en % du PIB



Graphique 1

Source : Ameco,

des chiffres de croissance¹ a souligné une reprise économique réelle mais fragile, les experts de cette institution mettent en avant la contribution de recettes exceptionnelles à l'amélioration des finances publiques, et rappellent qu'au-delà d'une période de rattrapage, le potentiel de croissance de l'économie grecque n'est vraisemblablement pas très élevé. Enfin, et même s'ils jugent que le système de retraite pèse d'un poids très excessif sur l'économie grecque, il n'est pas souhaitable, en matière budgétaire, d'aller dès maintenant au-delà du paquet de mesures déjà voté au début du programme. Une position résumée en une phrase (« *Greece cannot grow out of its debt problem* »), et qui implique que la solvabilité de l'Etat grec passe par un allègement substantiel des créances détenues par les Européens (ESM, FESF)².

Ce désaccord n'est pas nouveau et au fil des mois trois solutions ont été envisagées pour sortir de cette impasse :

1. **Le programme se poursuit sans le FMI**, sur la base des paramètres économiques déterminés par les institutions européennes. Beaucoup d'arguments vont dans cette direction. On sait que l'institution de Washington a déjà prêté des sommes importantes à la Grèce, au regard de ses propres standards, et qu'elle n'est pas forcément « demandeuse » d'accroître son implication. Côté européen, le manque à gagner en terme de financement serait indolore, compte tenu des sommes en jeu : on parle en effet de cinq milliards d'euros que le FMI pourrait de

¹ Ils ont montré qu'après seulement deux trimestres consécutifs de variation positive du PIB au printemps et à l'été, la croissance avait connu un nouvel accès de faiblesse cet hiver (-0,4% t/t au T4).

² Pour davantage de détails sur les analyses de la soutenabilité de la dette menées par la Commission européenne et le FMI, et leurs différences, voir « [Grèce : rendez-vous manqué](#) », Conjoncture, Juillet-août 2016, BNP Paribas.



nouveau prêter au pays, dans le cadre d'un troisième plan d'aide qui atteint 86 milliards³. Enfin, certaines parties prenantes ne sont pas spécialement favorables à l'implication du Fonds monétaire international dans le mécanisme de sauvetage et d'ajustement des pays de la zone euro. La puissance de feu du Mécanisme européen de stabilité, l'expertise de la Commission européenne et de la BCE doivent permettre aux Européens de régler leurs affaires eux-mêmes, en toute autonomie.

Pour toutes ces raisons, l'issue selon laquelle le FMI allait se faire de plus en plus discret, continuer d'apporter un soutien technique aux Européens sans jamais entrer financièrement dans ce troisième programme, nous a longtemps semblé de loin la plus probable, d'autant plus qu'elle se serait contentée de préserver un *statu quo* (cela fait maintenant 18 mois que ce programme de 3 ans se déroule sans le FMI). Mais c'était sans compter sur le raidissement de plusieurs exécutifs européens, Allemagne en tête, qui affirment que la poursuite du programme ne recevra pas l'aval de leurs parlements sans la participation du FMI. Une position d'autant plus paradoxale qu'il n'est pas évident que cette participation quasi forcée renforce la crédibilité du programme actuel, alors même que les désaccords de fond sont patents entre le FMI, qui juge l'allègement de la dette primordial et urgent, et les autorités allemandes qui le trouvent pour l'heure inopportun et possiblement inutile.

2. **Le FMI cède à la pression européenne**, qui a été très forte depuis l'été 2015. Celle-ci s'exerce à la fois dans les médias, où le Fonds est accusé d'être celui qui réclame toujours plus d'austérité, dans les négociations relatives au programme, et au sein du Conseil d'administration du Fonds monétaire, où les Européens sont représentés⁴. Cet exercice a trouvé ses limites au début du mois lorsqu'un communiqué a révélé que la majorité des membres du Conseil d'administration soutient la position des équipes du FMI, et que la position européenne y est minoritaire. Et, ce, avant même que l'administration Trump n'ait désigné son représentant dans cette institution. Dans l'ensemble, les équipes du FMI ont fait preuve jusqu'ici d'une très grande résistance. Si le Fonds participe *in fine* au programme, ce ne sera vraisemblablement pas sans avoir obtenu quelques concessions significatives, par exemple si les Européens acceptaient de chiffrer l'allègement futur de leurs créances, quand bien même celui-ci resterait conditionné au bon achèvement du programme en 2018.

3. La troisième option est celle où **la Grèce se voit obligée de contenter chacun**. En effet, poussé dans ses retranchements, le FMI pourrait accepter de participer à un plan dans lequel la soutenabilité de la dette serait assurée en premier lieu par des excédents budgétaires très élevés (3,5% du PIB avant charge d'intérêts, pendant plusieurs années au-delà de 2018), plutôt que par un allègement substantiel des créances européennes. Dans ce cas, le Fonds pourrait demander aux autorités grecques de légiférer dès maintenant sur les mesures destinées à pérenniser un excédent primaire de cette ampleur, en mettant l'accent sur ce qu'il estime être

les principaux points faibles des finances publiques du pays : un système de retraite fortement déficitaire et l'étroitesse de ses assiettes fiscales. Jusqu'ici, Alexis Tsipras s'était refusé à envisager de légiférer dès maintenant sur des réformes qui devront entrer en vigueur après la clôture du programme européen. Certaines déclarations faites à l'issue de l'Eurogroupe cette semaine suggèrent toutefois que cette éventualité est plus que jamais d'actualité. Les déclarations faites par Christine Lagarde à l'issue de sa rencontre avec Angela Merkel en milieu de semaine vont également dans ce sens. Tout en restant très ferme sur la nécessité de faire bénéficier le pays d'une restructuration de sa dette, la directrice générale du FMI s'est déclarée bien plus confiante sur la perspective d'un accord suite aux progrès réalisés par les autorités grecques pour satisfaire les exigences fixées par les créanciers.

Aucune des parties en présence n'a intérêt à laisser la situation se dégrader davantage, où à rejouer l'épisode de l'été 2015. Il est donc très probable qu'un accord finira par être trouvé. Si chaque partie accepte de faire des concessions, cet accord pourrait être une synthèse entre les trois options évoquées ci-dessus, selon un *mix* qu'il reste à déterminer. De ce point de vue, on peut noter qu'Alexis Tsipras est sans doute le protagoniste dont la position est la plus faible⁵.

En matière de délai, le président de l'Eurogroupe a justement rappelé que, même si les retards actuels nuisent à la reprise économique en alimentant une chute de confiance (et risquent de favoriser une reconstruction des arriérés de paiements de l'Etat au secteur privé), le pays ne doit pas faire face à de grosses échéances avant la seconde moitié de juillet et est encore loin de la crise liquidités. L'urgence est donc surtout politique, et c'est sur elle qu'il faut compter pour espérer voir se dégager un accord à relativement brève échéance.

³ En outre, les fonds prévus pour la recapitalisation des banques en 2015 n'ont pas tous été utilisés, loin de là (environ 5 milliards sur les 15 prévus). Il est de façon générale extrêmement probable que le 3^{ème} programme n'atteindra pas le maximum prévu.

⁴ La France et l'Allemagne ont des représentants permanents.

⁵ Il ne dispose pas vraiment d'un point de menace dans cette négociation et, ce, d'autant plus que les sondages suggèrent que si des élections anticipées devaient être convoquées maintenant, il les perdrait au profit du mouvement Nouvelle Démocratie, de centre-droit, pro-européen.