



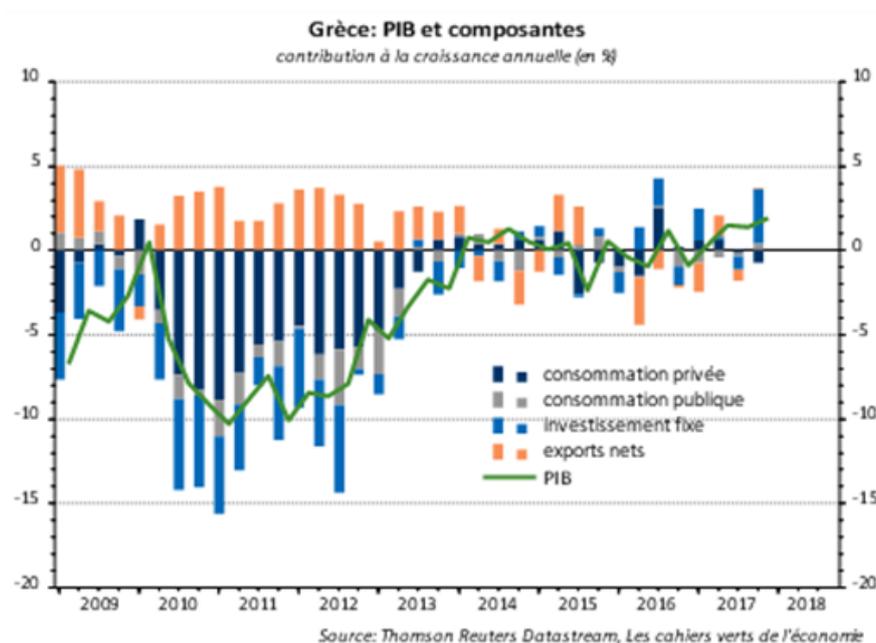
## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

### Chronique hebdomadaire 7 mai 2018 Faut-il acheter la Grèce ?

La réponse est oui à l'horizon des prochains trimestres, surtout pour le marché actions.

Mais rappelons les faits tout d'abord. La Grèce s'apprête à sortir du programme spécial d'ajustement et de financement européen le 20 août prochain. Dit autrement, elle se financera en principe ultérieurement en « toute seule », sur les marchés.

Quid de la macro ? La croissance s'est établie à 1,4% en 2017, après pratiquement 8 ans de récession quasi-ininterrompue. Le PIB réel grec durant la crise a perdu 28% du pic au creux (et l'investissement productif 66%). Il s'agit à notre connaissance de la plus forte dépression jamais connue par un pays occidental depuis 1945<sup>1</sup>.



La Grèce a fait au cours de cette période des efforts tout à fait exceptionnels en termes d'ajustement budgétaire: entre 2009 et 2016, la consolidation budgétaire a représenté plus de 13 points de PIB et la balance primaire est passée d'un déficit de 2,5% du PIB en 2012 à un excédent de 3,7% en 2016. La

<sup>1</sup> A nuancer toutefois en fonction de l'importance de l'économie souterraine en Grèce.  
1

dette publique en % du PIB s'est stabilisée dernièrement pour s'établir à 181% en 2017. Sa maturité moyenne est de 18 ans (pour un taux moyen de 1,8%). Tout cela est cohérent avec les récents relèvements de notation (+ les perspectives) par les agences de rating.

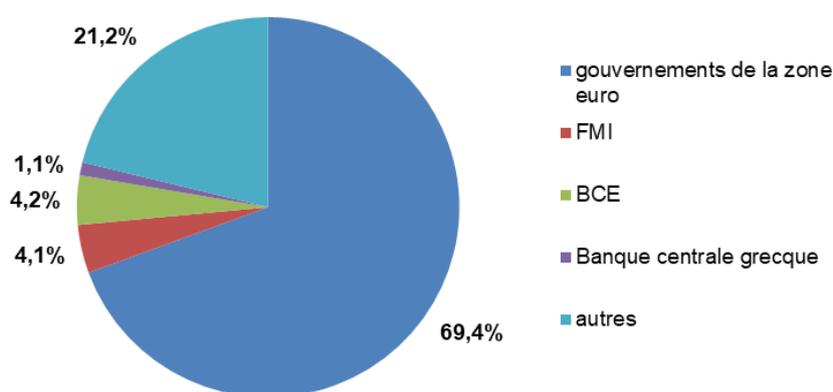
Cette année l'objectif de surplus primaire est de 3,5%. Un objectif qui doit être maintenu jusqu'en 2022 (dynamique cohérente avec les exigences européennes) avant de baisser à 2% ensuite. La dette publique (en % du PIB) devrait d'ailleurs diminuer en 2018 à 171%, avec le retour d'une croissance nominale de 2,5/3%.

Tout va donc pour le mieux ?

Non bien sûr car le maintien d'un tel solde primaire positif pendant une aussi longue période ne nous semble pas politiquement, socialement et même économiquement soutenable. Aujourd'hui, la Grèce bénéficie aussi du redressement de l'économie mondiale et européenne depuis presque 2 ans. Le maintien d'une telle dynamique n'est évidemment pas garanti à échéance longue. Ce d'autant que l'expérience historique (l'Italie des 30 dernières années par exemple) tend à montrer que les ajustements budgétaires longs, sans réformes structurelles suffisamment ambitieuses, peuvent amoindrir la croissance potentielle. Or, en dépit de quelques réformes (privatisations, simplification administrative, ...), la croissance potentielle grecque reste heurtée par toute une série de contraintes: vieillissement, environnement défavorable aux investissements étrangers, taille réduite de l'industrie et de la tech, faiblesse du secteur bancaire (36% d'actifs douteux),.... La mise en œuvre de réformes ambitieuses comme celle des retraites est encore devant nous. Au plan politique, la situation restera difficile (élections générales prévues en octobre 2019), même si les sondages montrent un recul des formations extrémistes et une montée de Nouvelle Démocratie.

Bref, la dette devra pour nous donc encore être restructurée. Mais il faut rappeler que la dette est détenue majoritairement (à 80%, voir graph ci-dessous) par le secteur officiel. Ce qui signifie que les européens ont un intérêt commun à favoriser la solvabilité de l'Etat grec. Car en cas d'insolvabilité, ce sont bien eux qui perdraient en grande majorité.

**Grèce : répartition de la détention de la dette publique par créiteurs**



Sources : Eurostat, Les Cahiers Verts

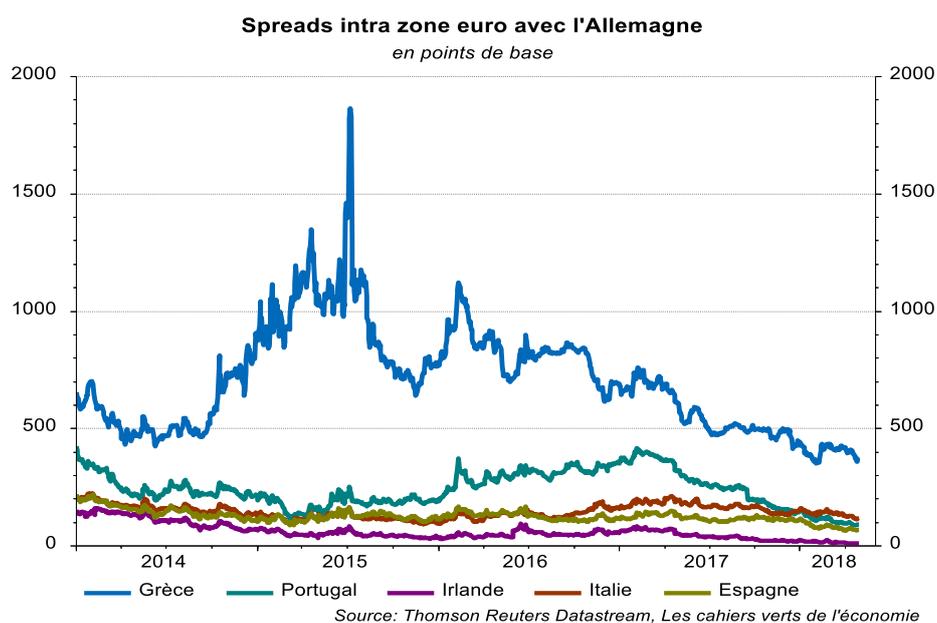
Une contribution du secteur privé n'est pas nécessaire à ce stade (contrairement à 2012) dans la mesure où l'Etat grec a des fonds suffisants pour le moment (solde budgétaire nul actuellement). Dans la récente déclaration sur la troisième revue, l'Eurogroupe a d'ailleurs fait référence à des mesures d'allègements de la dette grecque pouvant avoir lieu dès la fin du plan d'aide.

Il est vrai que la Grèce a déjà entamé un retour progressif sur le marché des capitaux (2 fois en 2017, une fois en 2018) avec succès et dans un contexte favorable, illustré par la baisse des rendements à 10 ans, passés en deçà de 6% mi-2017, pour revenir aujourd'hui à un niveau un peu supérieur à 4%. Et c'est pour sécuriser le retour durable sur les marchés de capitaux que les autorités sont en train de constituer un matelas de liquidités (via les émissions et les versements du MES) pour couvrir les besoins de financement de l'Etat grec au moins à un an, estimés à 20mds d'euros par les autorités européennes.

Mais il nous semble que sans restructuration (au sens large du terme, incluant un allongement des maturités et/ou une baisse des taux d'intérêt) impliquant le secteur officiel, le financement sur les marchés sera à terme susceptible d'enclencher de la volatilité en fonction d'événements politiques, bancaires ou sociaux.

Reste un autre problème : la dette souveraine grecque (dans la mesure où elle n'est pas notée *investment grade*) n'est aujourd'hui pas éligible aux opérations de refinancement auprès de la BCE, ce qui constitue un handicap évident pour les banques. Notons néanmoins plusieurs points. D'une part, il reste une procédure d'urgence (*Emergency Liquidity Assistance*) via la BCE. D'autre part, les besoins de liquidité bancaire sont bien moindres qu'en 2015 /2016 car il n'y a pas aujourd'hui de fuite des dépôts (à moins d'un nouveau plan d'aide ce qui est exclu pour le moment). Nous pensons enfin que d'autres upgrades par les agences de rating sont probables pour les prochains mois, ce qui permettrait l'accès normal au refinancement de la BCE.

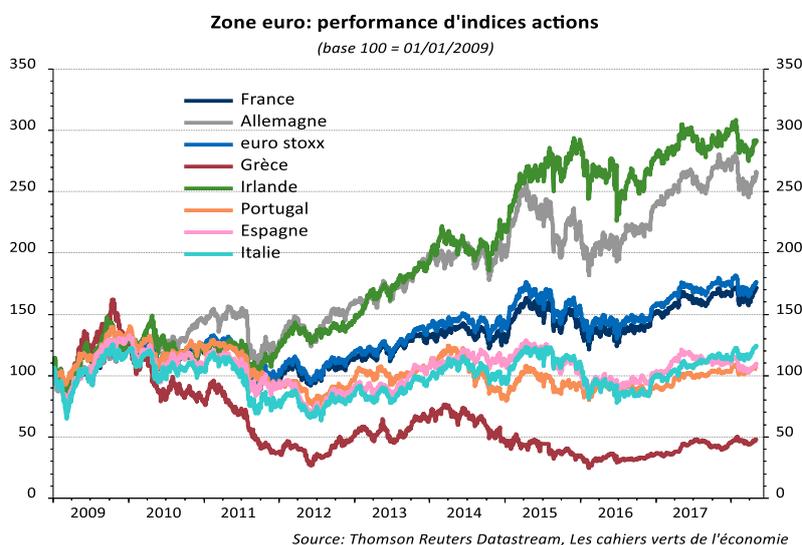
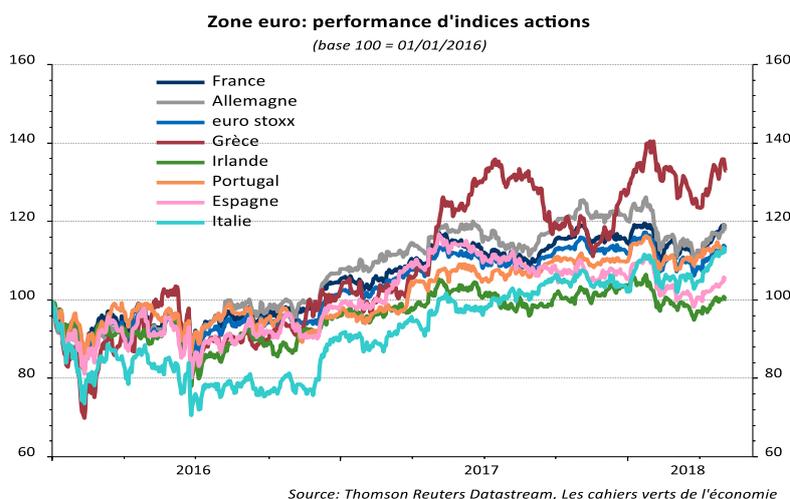
Quelles conclusions opérationnelles ? Sur le marché de la dette souveraine, nous croyons qu'une restructuration aura lieu cette année ou ultérieurement et que la Grèce ne sortira pas in fine de la zone euro. En conséquence, le mouvement de compression des spreads souverains en cours depuis la dernière phase de stress grec (printemps-été 2015, cf. graph ci-dessous) a vocation à se poursuivre comme pour les autres pays d'Europe du Sud depuis 2012.



## Quid du marché actions ?

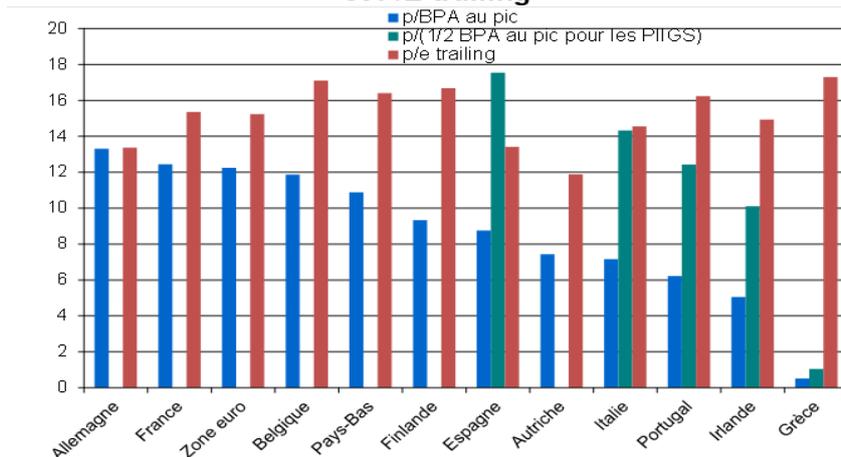
Nous avons plus confiance dans le potentiel des actions grecques que dans celui de la dette souveraine pour les prochains trimestres. Certes, celui-ci est étroit (Athex 20 et a fortiori le MSCI Grèce, 9 valeurs seulement), peu diversifié (sur représentation des financières, avec 30% de l'indice large Datastream, 50 valeurs), volatile et vulnérable à toute incertitude politique (comme en 2014-15).

Mais le marché grec a aussi des atouts significatifs. L'économie grecque est la dernière de la zone euro à se redresser et son potentiel de rattrapage est immense. C'est d'ailleurs ce que le marché « price » très progressivement depuis plus de 2 ans (avec une sur performance sur les autres marchés de la zone euro, cf graph ci-dessous).



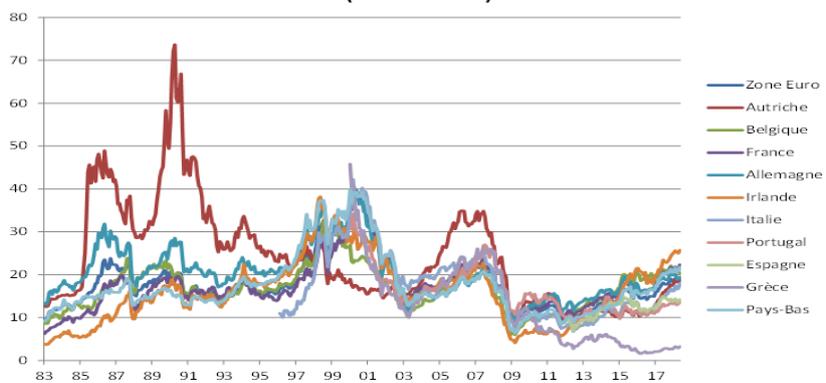
De plus et surtout, sa valorisation reste encore très marquée par les événements des 8 dernières années (P/E trailing, P/E Shiller, prix/BPA au pic). Si l'on prend l'écart actuel du P/E Shiller avec sa moyenne depuis 2 000, on se situe 73% en dessous, très loin devant le Portugal (-15%) et un écart positif pour la plupart des autres marchés nationaux de la zone euro (cf graphes ci-dessous). Notons que cela est dû en partie au poids et à la décote des financières ; ainsi le P/E Shiller n'est que 10% en dessous de sa moyenne pour les non-financières.

### Zone euro: Prix/ BPA au pic et P/E trailing



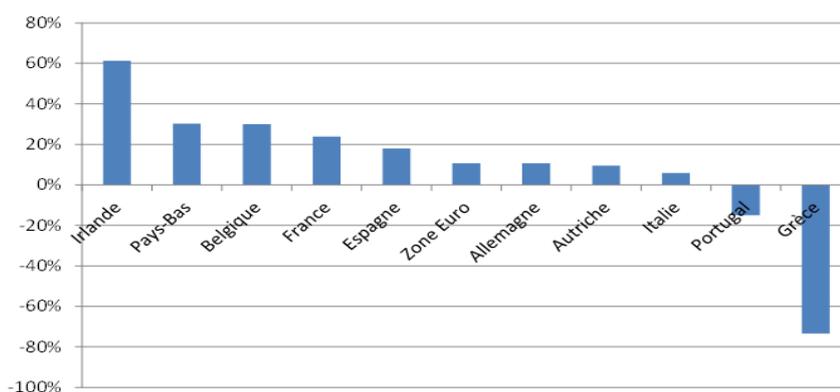
Source : Datastream, Cahiers verts

### Zone euro: P/E lissé sur 10 ans (P/E Shiller)



Source : Datastream, Cahiers verts

### Ecart du p/e lissé sur 10 ans vs moyenne depuis 2000



Source : Datastream, Cahiers verts

Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.