

Crise grecque : la der des der ?

Patrick Allard

Conseiller à la direction de la prospective

mars 2010

La crise grecque est avant tout une crise de la dette publique. Elle pose problème aux autres membres de la zone euro du fait de la nécessité pour eux d'éviter un défaut de la Grèce et des conséquences de cette situation sur l'euro.

Dans ses deux dimensions, la crise est encore au stade d'un jeu d'anticipations. Il n'y a pas crise de l'euro, tout au plus une rupture, peut-être temporaire d'une tendance ascendante, attribuable pour une part aux incertitudes liées aux difficultés de la Grèce, mais aussi à d'autres facteurs, tel que le découplage entre la reprise de part et d'autre de l'Atlantique.

Il n'y pas non plus de crise ouverte de la dette grecque, au sens où la Grèce ne pourrait plus assurer le service de sa dette ou serait dans l'incapacité d'emprunter auprès des marchés pour assurer le refinancement de sa dette arrivant à échéance en 2010-2011 et couvrir les déficits anticipés (plus de 100 mds d'euro, soit 1/3 de la dette à la fin 2009).

UNE CRISE DE LA DETTE PUBLIQUE

Il y a une suspicion des marchés (c'est-à-dire, *in fine*, des créanciers du pays, dont la plupart sont localisés dans l'UE) sur la volonté et la capacité des autorités grecques face à une situation des finances publiques jugée insoutenable, par eux, mais aussi par les autorités de la zone euro, de sorte qu'un moratoire ou une restructuration de la dette (plus qu'un défaut pur et simple) sont perçus comme probable dans le futur proche en l'absence d'assistance financière extérieure.

Apparemment, on se trouve dans une crise auto-réalisatrice, qui se matérialise aujourd'hui parce qu'un défaut dans le futur est anticipé, notamment du fait de la hausse du coût des emprunts sur les marchés (prime de risque) engendrée par la crainte de défaut.... Il s'agit d'une séquence maintes fois observée, analysée et théorisée, dont l'issue n'est d'ailleurs en aucune façon prédéterminée, comme le montre l'exemple d'Etats ayant réussi à vaincre la spéculation, c'est-à-dire ayant imposé le message de leur volonté politique (par exemple, la France et l'Allemagne, dans la crise du SME, 1992-1993), ou plus récemment de l'Irlande. Mais, c'est une séquence urticante pour ceux qui ne veulent voir dans tout mouvement des marchés que l'œuvre de spéculateurs, ne s'intéressent aux conditions posées par les investisseurs que lorsque ceux-ci regimbent à souscrire les émissions de titres, qui ne reprochent aux agences de notation que leurs décisions à la baisse, qui se rengorgent de propositions simplistes sur la dictature des marchés, sur l'impudence des banques attaquant aujourd'hui les Etats qui les ont sauvées naguère de la déconfiture, oubliant qu'ils l'ont fait avec de l'argent emprunté aux marchés et aux ...banques ; ou encore, négligeant le fait que l'euro n'a pas de parité fixe avec le dollar ni aucune autre monnaie (c'est pourquoi les références à la crise du SME et à la figure mythique de G. Soros sont dénuées de sens), les mêmes en sont encore à débusquer des complots, forcément « anglo-saxons », des complots visant à détruire la monnaie européenne, animés par le dépit ou par la crainte d'un concurrent au dollar ou par le projet de rétablir la multiplicité des devises européennes, pour multiplier les transactions de

La nature de la crise grecque

change et les occasions de profit ou, *horresco referens*, pour forcer l'euro à la parité 1 pour 1 avec le dollar. Sur ce dernier point, les médias français (par exemple *le Monde* du 3 mars 2010) ont confondu une option d'achat avec un objectif que seraient fixés certains opérateurs, sans se demander quelle puissance financière pourrait être en mesure de réaliser un tel objectif.

En réalité, il s'agit d'un jeu, celui de la poule mouillée (*chicken game*), entre un pouvoir politique et les marchés, le premier affichant sa volonté de maintenir une politique (budgétaire dans le cas présent, de change ou monétaire dans d'autres cas) alors que les marchés craignent (du fait des pertes en capital en jeu) ou anticipent un changement de politique (certains acteurs pour s'en protéger grâce à d'autres, les « spéculateurs », qui espèrent en tirer profit).

En l'occurrence, le jeu est compliqué par l'implication d'un tiers, l'Allemagne, qui s'érige en puissance tutélaire de l'euro, dont les banques sont exposées de manière significative au risque grec, tant souverain que privé, et qui seule a la capacité de mobiliser, en coopération avec ses partenaires de la zone euro, les ressources suffisantes pour aider financièrement la Grèce et apaiser les marchés. Mais, l'Allemagne répugne à renflouer la Grèce tout en redoutant les conséquences de la crise, pour elle et la stabilité de l'euro. Aussi, tout en ayant caractérisé la crise grecque comme une crise de l'ensemble de la zone euro, l'Allemagne se refuse à soutenir financièrement la Grèce autrement qu'en tout dernier ressort, après avoir acculé Athènes à tenter de rassurer les marchés en s'imposant une véritable rigueur.

Le jeu s'est ainsi changé en un jeu de l'Allemagne *versus* la Grèce. Les uns et les autres ont perçu l'intérêt de le présenter comme un affrontement zone euro *versus* marchés, pour dénoncer le rôle des spéculateurs internationaux dans la crise : l'Allemagne et la France dans l'espoir de dissuader les marchés de maintenir leur pression sur la dette grecque en agitant la perspective de mesures anti-spéculation ; la Grèce dans l'espoir

de renforcer sa main vis-à-vis de ses partenaires, tantôt en faisant chorus avec eux, tantôt en s'en prenant à eux sur le même terrain. Ainsi Georges Papandreou est co-signataire de la lettre de Nicolas Sarkozy, Angela Merkel et Jean-Claude Juncker, adressée le 10 mars 2010 à José-Manuel Barroso et José Luis Rodriguez Zapatero alors que, par ailleurs, le vice-Premier Ministre grec a accusé l'Allemagne de laisser ses banques « spéculer contre les obligations grecques » (AFP, 22 mars 2010). Mais la crise a divisé le gouvernement allemand ; les embardées de celui-ci ont inquiété ses partenaires et isolé Berlin, de sorte que des clivages se sont creusés avec les autres protagonistes - la France, la Commission -, sans diminuer pour autant le rôle pivot de l'Allemagne dans la gestion de la crise.

LE RETOUR DU RISQUE SOUVERAIN EN EUROPE

La crise de la dette grecque est un épisode précoce du retour du risque souverain, sous l'effet de la fragilité des finances publiques léguée par la crise financière et économique mondiale. Le jeu des stabilisateurs automatiques et surtout les politiques de soutien à l'activité et de confort des banques en réponse à la crise ont atténué le choc subi par le reste de l'économie mais en transférant sur les finances publiques l'excès d'endettement du secteur privé, dont on sait qu'il est à la racine de la crise financière et économique mondiale. La pression sur les dettes souveraines a été largement anticipée, par le fameux économiste Nouriel Roubini comme par Goldman Sachs, qui dès août 2009 pointait la faiblesse des prix des Couvertures de défaillance (CDS) souverains au regard des risques encourus et préconisait : « *Buy C.D.S. of developed sovereigns* »¹, sans toutefois singulariser alors aucun pays. Comme souvent, la crise touche d'abord les situations perçues comme les plus vulnérables. La Grèce n'est d'ailleurs pas le premier épisode de cette crise annoncée des dettes publiques : elle vient après le défaut de l'entreprise à capitaux publics contrôlée par l'Emirat de Dubaï, à l'automne 2009. Aux Etats-Unis, la situation des finances de

Crise grecque : la der des der ?

certaines Etats a alarmé les marchés, de manière comparable à celle de la Grèce, comme le montre la comparaison des CDS sur la dette californienne et sur la dette grecque. En Europe même, les finances publiques de la plupart des pays sortent très dégradées de la crise (l'an passé le déficit du Royaume-Uni a été comparable à celui de la Grèce) et certains (Royaume-Uni, Irlande, Espagne) ont annoncé de sévères programmes d'ajustement.

LES FINANCES PUBLIQUES GRECQUES

La gravité de la situation des finances publiques grecques ne saurait être sous-estimée. Sans ajustements urgents, de grande ampleur et persévérants, pour lesquels l'histoire récente des pays de l'OCDE n'offre guère de précédents, la dette grecque est sur une trajectoire explosive.

La Grèce présente un couple dette/déficit public de près de 113% du PIB pour la dette et de près de 13% pour le déficit en 2009. C'est exceptionnellement élevé si on compare la situation grecque par rapport à la zone euro (c'est la plus dégradée en termes de déficit et en termes de dette) mais aussi par rapport à d'autres pays ayant fait défaut au cours des dernières années : Argentine, Russie... Seule la comparaison avec la Grèce elle-même (déficit de près de 24% du PIB en 1990, dette publique atteignant 71% du PIB en 1990) pourrait relativiser la situation actuelle des comptes publics grecs.

La situation des finances publiques grecques est le résultat d'une gestion laxiste (et truquée, voir plus bas) qui n'a pas tenté de réduire le déficit, demeuré nettement supérieur à la norme des 3% (à l'exception de l'année 2006) et toujours parmi les plus élevés de la zone depuis l'entrée du pays dans l'euro. Les pouvoirs publics grecs ont bénéficié de recettes dynamiques (près de 7% l'an entre 2001 et 2008) procurées par plusieurs années de forte croissance nominale du PIB² ainsi que de substantielles économies sur la charge d'intérêts, qui est restée stable entre 2001 et 2008,

en dépit d'une augmentation de près de 60% de la dette. Mais ils ont laissé dériver les dépenses : + 8.5% l'an entre 2001 et 2008, dont 10% pour la masse salariale (la part des administrations publiques dans l'emploi total serait passé de 6 - 6,5% en 1998 à 14% en 2005) et 12% pour les transferts sociaux (avec un senior pour trois personnes en âge de travailler, la pression du vieillissement sur les comptes publics est particulièrement marquée). Passées trois années de baisse, de 2001 à 2003, les dépenses militaires auraient augmenté de 10% en monnaie courante de 2003 à 2008.

La situation des finances publiques est clairement insoutenable. Un ajustement soutenu et de grande ampleur est nécessaire pour seulement stabiliser la dette autour du niveau acquis en part de Pib dans un contexte de renchérissement du coût des emprunts et de croissance ralentie. En l'absence d'ajustement, la Grèce subit le phénomène de « boule de neige », par lequel la dette s'enfle du fait de la nécessité d'emprunter pour rembourser les intérêts de la dette. Les mesures annoncées par le gouvernement grec au début de l'année et renforcées début mars ne permettront pas de stabiliser la dette, si elles ne sont pas suivies par des mesures nouvelles les années suivantes.

La maîtrise de la dette impose au gouvernement grec de dégager un excédent primaire (hors charge d'intérêts) de 2 à 3 points de Pib d'ici 2012 et le maintenir sur les années suivantes³. L'effort requis est comparable à ceux accomplis dans le passé par d'autres pays européens, notamment les pays nordiques et l'Irlande dans les années 1980 ou 1990, ou encore la Grèce elle-même entre 1989 et 1994. La différence entre ces épisodes tient au fait que l'ajustement attendu de la Grèce devra être accompli en régime de change fixe alors que les autres précédents ont été accompagnés d'une forte dévaluation de la monnaie, qui a contribué au soutien de la croissance. S'il devait persister, l'important écart de taux entre la Grèce et l'Allemagne sur les marchés obligataires (plus de 300 points de base) impliquerait des mesures de rigueur irréalistes et pourrait précipiter un défaut ou une restructuration de la dette grecque.

Crise grecque : la der des der ?

La médiocrité des perspectives de croissance de l'économie grecque est un facteur aggravant de la situation des finances publiques. Les prévisions de croissance pour les années à venir (1 à 2% à partir de 2011, après deux années de récession en 2009-2010) sont très inférieures à la performance des dernières années (près de 4% l'an entre 2002 et 2008), ce qui se traduira par des recettes fiscales au mieux atones (à législation inchangée). Même s'il procure une amélioration du solde corrigé des effets de la conjoncture, l'ajustement budgétaire annoncé pèsera d'autant plus sur la croissance que ses effets seront amplifiés, d'une part par l'ajustement simultané de l'endettement privé, lui aussi excessivement gonflé depuis l'entrée du pays dans l'euro, ce qui déprimera la demande des entreprises et des ménages ; d'autre part, par la perte marquée de la compétitivité de l'économie grecque depuis l'entrée dans l'euro (-20 à -30%). selon le FMI⁴ et un déficit extérieur à deux chiffres. En l'absence d'ajustement par le change, le rétablissement de la compétitivité impose une déflation des prix et des salaires relativement au reste de la zone euro, qui ne peut être obtenue qu'au travers d'une phase de croissance inférieure au potentiel.

POURQUOI LA CRISE A-T-ELLE ÉCLATÉ À L'HIVER 2009-2010 ?

Les prémices de la crise de la dette grecque datent de l'automne 2008 : en Europe, l'assèchement universel de la liquidité provoqué par la faillite de Lehman Brothers et la montée générale de l'aversion au risque se sont notamment traduits par un creusement des écarts de taux d'intérêt des obligations publiques, notamment au sein de la zone euro.

L'écart entre les taux allemands et les taux grecs, toujours le plus important de la zone euro mais très faible dans l'absolu depuis l'entrée de la Grèce dans l'euro, n'a commencé à vraiment diverger qu'à partir du moment où les effets de la crise sur la croissance grecque ont rendu clairement insoutenable l'endettement du pays et que les autorités grecques eurent achevé de ruiner leur

crédibilité en avouant un déficit attendu pour 2009 de près de 13% du Pib (trois fois plus élevé que les prévisions antérieures). Le déclasserement de la dette grecque par les agences de notation n'ont fait qu'entériner les signaux du marché qu'ils ont cependant contribué à amplifier. Le coût de la protection (CDS) contre un défaut du gouvernement grec a épousé très étroitement la chronique des « nouvelles » sur l'état des finances publiques grecques.

Le Trésor grec doit faire face de manière urgente à de considérables besoins de financement. L'urgence de la situation se reflète dans la pente des taux, très aplatie, avec des taux à deux ans très proches des taux à 5 ou à 10 ans, et le profil des probabilités de défaut (dérivé des CDS), également concentré sur les échéances à court terme de la dette publique grecque⁵.

Depuis le début de l'année, les autorités grecques n'ont levé auprès des marchés que le quart du besoin de financement pour 2010. Elles doivent refinancer 20 mds d'euro de dette arrivant à maturité en avril et en mai. A l'heure actuelle, l'Etat grec n'est en mesure de placer ses titres qu'à des taux punitifs, dont il affirme, non sans justifications, qu'ils mettent en cause la réussite de son programme de consolidation budgétaire. En outre, la normalisation prochaine des conditions d'éligibilité des titres publics au refinancement de la BCE, initialement annoncée pour le début de 2011, menaçait exclure la dette grecque en cas de nouvelle dégradation de sa notation. Or, jusqu'ici, en Grèce comme dans le reste de la zone euro, les banques ont financé la quasi-totalité des déficits publics, attirées par la pente de la courbe des taux d'intérêt et la possibilité de refinancer ces titres publics à la BCE.

Les autorités grecques ont dilapidé leur maigre capital de crédibilité auprès des marchés comme de leurs partenaires européens. Confirmant des mises en garde récurrentes dès mars 2004, mais demeurées sans suite, d'Eurostat sur la sincérité des comptes publics grecs, la révision du déficit 2009 par le gouvernement socialiste de Pasok (exacte réplique de la démarche du gouvernement conservateur, lors de son accession

Crise grecque : la der des der ?

au pouvoir en 2004) et la révélation de pratiques douteuses pour travestir les dépenses en transactions financières et dissimuler le niveau réel du déficit et de la dette dans la préparation de l'accession à l'euro, ont conduit les Européens à demander des éclaircissements et ont suscité la méfiance des marchés. L'expérience contrastée de la Grèce et de l'Irlande illustre le rôle discriminant du déficit de crédibilité grecque : les écarts de taux et les CDS irlandais et grecs suivent une trajectoire similaire 2008 mais divergent à partir de l'automne 2009, quand le gouvernement irlandais fait le choix d'un ajustement rigoureux pour rétablir les comptes publics et extérieurs, alors que le gouvernement grec tergiverse et tente d'en appeler à l'aide de ses partenaires avant de se décider à annoncer des mesures de redressement crédibles. Celles-ci, réclamées par l'UE, annoncées depuis mars 2010 et accueillies favorablement par les marchés et avec soulagement par les partenaires de la Grèce, ont permis au Trésor grec de lever 5 mds d'euro à 10 ans sur les marchés. Toutefois, le coût de l'émission fait apparaître un écart de taux de quelque 300 points de base par rapport à l'Allemagne, quasiment identique à l'émission jugée calamiteuse réalisée en janvier 2010, ce qui laisse ouverte la question du rétablissement de la crédibilité des autorités grecques. Or le gouvernement grec l'a dit et répété, par la bouche du Premier ministre et d'autres responsables : il veut emprunter au même coût que les autres pays de la zone euro.

Quel rôle pour la spéculation ? La hausse du coût de la dette grecque est largement justifiée par ses fondamentaux budgétaires⁶ même si elle est amplifiée par le déficit de crédibilité des autorités. Contrairement à la doxa, la contribution de la spéculation à travers les CDS sur la dette grecque ne paraît pas déterminante. Des crises de la dette souveraine marquées par l'envolée des taux demandés par les marchés ont eu lieu dans le passé, bien avant l'invention des CDS. Dans le cas grec, le marché « cash » des obligations et celui des CDS sont intrinsèquement liés et évoluent de concert, sans qu'on puisse établir une relation de causalité entre le marché cash et celui des CDS.

Compte tenu de la différence notable entre les encours et les volumes traités sur les deux marchés, il paraît clair que le marché obligataire reste le marché dominant concernant la valorisation des dettes souveraines. Ainsi, le montant brut des CDS sur la dette grecque atteint 85 mds USD (multiplié par deux sur un an) mais il ne représente que moins d'un quart du montant de la dette grecque et seulement 4% en net. De plus, si le montant brut des CDS a doublé sur un an, le montant net est resté pratiquement stable. Comme le souligne le régulateur des marchés financiers allemand, c'est l'augmentation de la demande de protection – émanant principalement des banques d'Europe continentale, les Allemandes, les Françaises et les Suisses – qui est la cause déterminante de la hausse des prix des CDS sur la dette grecque, de sorte qu'il n'y pas de preuve d'une spéculation massive contre la dette grecque⁶. Enfin, la hausse du prix des CDS a plutôt été atténuée par l'offre émanant des *hedge funds*, qui s'étaient portés acheteurs de protection dès 2009, en anticipant les difficultés financières de la Grèce et la demande de protection que celles-ci susciteraient de la part des créanciers⁷.

L'APPARTENANCE À LA ZONE EURO PROTÈGE LA GRÈCE

En d'autres temps, compte tenu de la dérive des finances publiques et du profond déficit de crédibilité des autorités, la monnaie grecque aurait déjà dévié et les taux d'intérêt se seraient envolés, la forçant à faire défaut. Aujourd'hui, la probabilité d'un défaut, mesurée par l'écart entre les taux grecs et les taux allemands ou par les niveau de CDS sur la dette grecque, a fortement progressé, mais elle reste contenue, car les marchés tablent sur la garantie implicite attachée à l'intégration à l'UEM (qui a produit dans le passé la quasi-disparition de la prime de risque sur les dettes européennes) et anticipent, en dernier ressort, un soutien financier de ses partenaires. La contrepartie de la protection procurée par l'appartenance à l'euro est l'impossibilité de recourir à la dévaluation du change

Crise grecque : la der des der ?

pour rétablir la compétitivité et obtenir un soutien de l'activité par la promotion des exportations en direction des partenaires de la zone. Cela signifie que tout ajustement de la compétitivité implique, sauf accélération inattendue des gains de productivité, une baisse des coûts et des prix rapport au reste de la zone et sans doute une stagnation dans la durée, voire même une baisse absolue des prix et des salaires en Grèce, c'est-à-dire une déflation, comme celle qui est enclenchée dans d'autres petites économies de l'Union, comme l'Irlande et les Pays baltes.

Notes :

1. Goldman Sachs, *State of the Markets*, août 2009 ; l'étude est disponible sur le site : <http://www.scribd.com/doc/19693187/Goldman-Sachs-State-of-the-Markets-August-2009>.
2. La Grèce a obtenu d'Eurostat, en 2006, une revalorisation de 10% de son Pib nominal, au titre de la prise en compte de l'économie souterraine, sans effet sur le recettes mais avec un impact négatif sur le ratio dette publique/Pib de même ampleur, puis la valeur de la dette égalait pratiquement celle du Pib initial.
3. Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the European Commission, *Sustainability Report 2009*, tableau III.1.1, p. 49.
4. Cf. IMF, "Greece: Selected Issues", IMF Country Report, N° 09/245, août 2009, p. 20.
5. Voir le calcul de Paolo Manasse, « Euro, Au Revoir? PIIGS' Term Structure of Default Probabilities », *Euromonitor*, RGE, 23 février 2010 ; disp. sur le site : http://www.roubini.com/euromonitor/258445/euro__au_revoir_piigs__term_structure_of_default_probabilities.
6. Telle est la conclusion générale d'une étude de la BCE sur l'ouverture des taux d'intérêt avant et après la crise dans l'UE. Cf. Ludger Schuknecht, Jürgen von Hagen, and Guido Wolswijk, "Government bond risk premiums in the EU revisited the impact of the financial crisis", *ECB Working papers series*, n°1152, février 2010.
7. Cf. Sam Jones, « Funds' role in Greek drama examined », *Financial Times*, 5 mars 2010.

