

Le gouvernement grec a annoncé un plan de rigueur qui prévoit notamment de baisser le déficit public à 8,7% en 2010 avant de le ramener dans les limites du pacte de stabilité, à 2,8% en 2012. A l'issue du conseil européen de jeudi 11 février, les chefs d'États et de gouvernements ont annoncé leur volonté de venir en aide à la Grèce. Néanmoins aucun dispositif concret n'a été annoncé. Au cours du weekend, les réticences de certains hommes politiques allemands (dont des membres de la coalition au pouvoir) à un plan d'aide pour la Grèce se sont exprimées. Le gouvernement grec vient d'affirmer son refus de mettre en place un plan de rigueur plus stricte avant les premiers résultats de mars.

## Remarques liminaires

### Qu'est-ce qu'une crise de la dette souveraine ?

Deux formes et/ou étapes :

1. Une **augmentation des taux de refinancement** d'un Etat. En conséquence le poids de la dette s'alourdit (la soutenabilité de l'endettement diminue). C'est la situation de la Grèce aujourd'hui.



2. Le **refus de prêt** des marchés financiers à un Etat. L'Etat ne peut alors plus honorer ses échéances et financer. L'Etat est alors insolvable.

En théorie un Etat ne peut faire faillite : la dette contractée se reporte sur les générations suivantes (continuité de l'Etat) et il dispose de l'arme fiscale pour lever les fonds.

Néanmoins, lorsque les marchés financiers doutent des perspectives économiques ou de la soutenabilité de la dette et donc des capacités de remboursement d'un Etat, celui-ci peut faire face à une crise de la dette.

Pire, un emballement de la dette (dû notamment à une augmentation des taux de refinancement, situation 1) peut mener la l'insolvabilité (situation 2). Toutefois, il n'y eu que deux faillites d'États dans l'Histoire : la France des assignats en 1793, la Russie de 1917.

## Pourquoi la crise grecque ?

### Le terreau : difficultés économique et perte de crédibilité.

1. Le gouvernement grec souffre d'une érosion de crédibilité aux yeux de L'Union Européenne et des marchés financiers suite à la présentation de comptes publics erronés (déficits publics largement sous évalués et comptes maquillés) depuis plusieurs années.

2. Le déficit public est estimé à 12,7% du PIB pour 2009, du fait de la crise économique. Ce chiffre est important mais comparable à celui des Etats-Unis ou de la Grande-Bretagne.

3. La dette publique grecque est estimée à 113% du PIB pour 2009. Ce niveau n'est pas en soi dramatique, notamment en comparaison d'autres pays comme l'Italie (112% du PIB) ou le Japon (204% du PIB).

4. Les perspectives économiques sont mauvaises notamment du fait de la spécialisation économique du pays : l'affrètement du commerce maritime, le commerce avec le Moyen-Orient et le tourisme. Tout trois en berne avec la crise.

Dans ce contexte, l'actuelle dépréciation de l'euro est d'ailleurs l'unique bonne nouvelle (elle soutient les secteurs exportateurs).

5. C'est donc la dynamique de l'endettement, au regard du stock de dette existant et les perspectives économiques qui est plus inquiétant.

## Le problème : le creusement de l'écart entre taux de refinancement des Etats européens (« spreads »)

Les Etats empruntent sur les marchés pour financer leurs déficits. Depuis la création de l'euro, la courbe des taux de refinancement s'était aplatie, c'est-à-dire que les divergences de taux entre Etats s'étaient fortement réduites pour atteindre des taux quasi équivalents.

Les Etats bénéficiaient de taux bas, qui était d'ailleurs la justification principale de la monnaie unique.

Aujourd'hui ces taux divergent. La Grèce doit désormais emprunter à 6% (ce qui alourdit d'autant plus l'endettement en accroissant le service de la dette, et diminue les marges de manœuvres budgétaires).

Ces écarts grandissants, traduits l'absence de convergence des économies (qui se mesure notamment par des taux de chômage et d'inflation différents), le différentiel de « crédibilité » des politiques budgétaires des Etats ainsi que la spéculation sur les obligations qu'ils émettent.

## Le déclencheur et le moteur : la spéculation

1. Les hedge funds spéculent en jouant sur l'effet de levier et leurs capitaux propres, par l'intermédiaire des « credit default swap » (CDS)

Le credit default swap (CDS) est un produit dérivé permettant de s'assurer contre le risque de défaut de paiement d'une dette émise par un Etat ou une entreprise.

C'est un contrat où l'acheteur verse une commission annuelle (exprimée en point de base du taux d'intérêt de l'obligation) au vendeur qui s'engage à dédommager l'acheteur en cas de défaut de paiement sur la dette qu'il détient. Un CDS est à une assurance qui permet de transférer le risque de défaut à un autre opérateur.

Les investisseurs spéculent sur les spreads de crédit. Si un investisseur détient des obligations dont il pense que le spread de taux va augmenter, il aura intérêt à acheter des CDS et les revendre quand ils auront pris

de la valeur avec la dégradation de la signature de l'emprunteur.

Autrement dit, les spéculateurs jouent sur la dégradation de la signature grecque. Ils parient à termes sur la faillite du défaut de paiement de l'Etat grec.

2. Il y a un cercle vicieux : le taux d'intérêts de refinancement grec s'accroît car les marchés exigent une prime de risque supplémentaire. Cherchant à se protéger contre le risque, les investisseurs achètent des « credit default swap » pour se couvrir contre le risque. Or la prime de ces CDS augmente elle aussi du fait de la spéculation décourageant les prêts à l'Etat grec et provoquant une hausse supplémentaire des taux d'intérêt. Le poids de la dette pour l'Etat grec s'accroît d'autant.

## Les enjeux

Aider la Grèce est une nécessité économique, sociale et politique pour la zone euro.

La faillite de l'Etat grec est peu vraisemblable, néanmoins le coût économique et social de la crise peut s'alourdir du fait du renchérissement du financement de la dépense publique. Il faut soulager l'Etat grec de taux de refinancement trop importants qui accentueraient la crise sociale.

## Il y a un risque de contagion à la zone euro

1. La dette grecque est détenue principalement par les institutions financière Allemandes et Françaises (qui en détiennent 84 milliards d'euros et 6 fois plus dans l'ensemble de l'Europe du Sud).

2. Une faillite de l'Etat grec ou une accélération de la crise économique dans ce pays ébranlerait la timide reprise économique de la zone euro.

3. Par ailleurs, l'absence de solidarité envers la Grèce pourrait jeter le doute sur la solvabilité d'autres pays comme l'Espagne, l'Irlande et le Portugal.

4) Il n'est donc ni vraisemblable, ni souhaitable que les autres Etats ne lui viennent pas en aide » pour faire face à ce risque systémique.

## Le dispositif européen de solidarité doit néanmoins faire face à des dilemmes

1. Aider suffisamment la Grèce pour convaincre les marchés qu'il n'y a pas de risque sur sa dette souveraine.

Mais s'il devait être étendu à d'autres pays, le poids de l'aide serait supérieur tout en étant supporté par moins de pays. Des doutes sur la pérennité du dispositif pourraient advenir et la spéculation continuerait.

2. D'après le dogme de la crédibilité monétaire, toute aide doit être accompagnée de contreparties suffisamment fermes pour éviter de donner un blanc-seing à l'endettement à tous les pays de la zone.

Mais un plan de rigueur a toujours un coût. Réduire les déficits pourrait faire empirer la crise en tuant la reprise dans l'oeuf. Dans ce cas là le remède serait pire que le mal et l'endettement continuerait sa progression.

## Un risque politique pour l'Union Economique et Monétaire (UEM) existe

Comme mentionnés plus haut, les interventions classiques d'aide accompagnent les garanties financières de contreparties (plans de rigueur). Cela constitue une mise sous tutelle.

La question sous jacente est la suivante : un Etat européen est-il mis sous la tutelle de ses pairs ou bien celle du FMI ?

Si les pays européens ne viennent pas en aide, la zone euro ne sera plus considérée comme durable et viable sur la scène internationale. A l'intérieur de l'UE, certains pays pourraient ne plus considérer l'euro comme une protection.

D'un autre côté, une tutelle par l'UEM pourrait elle aussi avoir un coût politique si les mesures qu'elle préconise mécontentent les opinions.

## Comment en sortir : les alternatives

(Classées par ordre croissant de réformes qu'elles impliquent)

1. Un **système de garanties bilatérales** via des prêts bilatéraux d'Etat à Etat (car l'UE n'a pas le droit de faire des prêts). Dans ce cas des pays (France et Allemagne en tête), crédibles aux yeux des marchés, prêteraient à la Grèce, moins crédible. C'est la solution envisagée par les Chefs d'Etats et de gouvernement de l'Eurozone. C'est la solution la plus limitée, mais aussi la plus aisée à mettre en place. Elle n'est efficace que tant que les pays prêteurs demeurent « crédibles » aux yeux des marchés financiers.

2. Faire de l'**UE un prêteur en dernier ressort** pour les Etats. Calqué sur le système du FMI, il y aurait une sorte de cotisation assurantielle des Etats contre le risque de crise de la dette.

3. La **création d'une agence européenne de la dette publique**, sorte de Trésor européen qui emprunterait sur les marchés pour le compte de chaque Etat de la zone euro. Ainsi ceux-ci bénéficieraient du même taux de refinancement. Proposition reprise par Bernard Maris.

4. Que la **BCE prête aux Etats au même taux qu'aux banques** (environ 1%). Ce taux serait plus avantageux que le taux de refinancement pratiqué par les marchés (plus de 3%). Mais cette solution est interdite par les traités actuels (la BCE n'a pas le droit de monétiser la dette, règle établie à l'origine pour éviter le risque d'inflation). Proposition de Jacques Sapir.

5. Un gouvernement économique

Une union monétaire peut faire face à des chocs asymétriques par des politiques budgétaires décentralisées (mais les critères de Maastricht encadrent fortement cette possibilité et l'endettement public actuel rend la dépense moins à la mode) ou par une politique budgétaire fédérale (inexistante dans les traités).

La zone euro, n'est pas un « zone monétaire optimale » dans le jargon des économistes. Les structures économiques ne sont pas homogènes (la persistance de taux de chômage et d'inflation différents le montre) du fait de spécialisation économique, de dynamique démographique et de systèmes sociaux différents notamment.

En face d'un choc asymétrique (choc qui touche un pays et non les autres pays membres de la zone), il n'y ni mobilité des capitaux ou ni mobilité du travail au sein de la zone (ce sont les deux critères de la théorie

des zones monétaires optimales) suffisantes pour rééquilibrer l'économie de la région touchée. Les chocs transitoires conduisent donc au sous-emploi et à la baisse de revenu du pays touché.

Un gouvernement économique pourrait pallier cette insuffisance en instaurant un dispositif de redistribution des ressources entre pays permettant ainsi de lutter contre les chocs et stabiliser la situation.

Ce gouvernement économique pourrait aller de la forme la plus « light » (coordination des politiques budgétaires demeurant décentralisées et budget de l'union plus conséquent, plus que 1% du PIB européen) jusqu'au fédéralisme budgétaire et fiscal (ressources fiscales propres et budget central de l'union autonome des Etats).

Ainsi le gouvernement économique soulève de nombreuses questions : qui décide des dépenses et des recettes ? Quel volume pour un budget européen ? La convergence des économies est elle possible ? A quelles conditions ? Selon quels critères ? Si des réponses satisfaisantes sont apportées, faut-il utiliser ce budget pour atteindre des objectifs de convergence ? Une part croissante de la politique économique et sociale serait alors sans doute communautarisée.

## Conclusions

- 1. Dans la situation présente, les solutions classiques ne semblent être que de choisir un moindre mal.*
- 2. En vérité, le traitement en profondeur du risque de crise de la dette d'Etats européens ne pourra se faire à long terme qu'avec la révision des traités.*
- 3. Les réticences de partenaires impliquent d'être prudent quant aux perspectives d'évolution institutionnelles de la zone.*
- 4. Certaines alternatives impliquent des choix politiques forts qui contraindront les choix économiques et sociaux futurs.*
- 5. Si aucune solution efficace et durable n'est trouvée, la pérennité de l'euro est menacée.*
- 6. On ne pourra pas faire l'économie d'une réflexion sur le pouvoir exorbitant des marchés financiers sur la conduite des politiques économiques et sociales.*