

Eric PICHET, professeur à BEM, directeur du programme IMPI

Article paru dans l'AGEFI ACTIFS n°503 du 21 juillet 2011

LA DETTE GRECQUE OU COMMENT S'EN DEBARRASSER ?

Dans la tragi-comédie en cours, d'une facture classique revue par IONESCO, le défaut grec ne fait, pour les esprits éveillés, guère de doute : restent seuls en suspens son heure et sa forme.

Situation d'insolvabilité. En effet, l'Etat grec n'est pas confronté à un simple problème de liquidité, mais bien à une situation d'insolvabilité, causée par des décennies de mauvaise gestion qui ont abouti à une dette publique de plus de 160 % du PIB, et par une économie nationale de moins en moins compétitive (dont le symptôme le plus patent est un déficit de la balance des transactions courantes proche de 10 % du PIB). Les effets antalgiques de l'entrée dans l'euro se sont brutalement dissipés avec la crise financière de 2007-2010 qui a joué un véritable rôle de révélateur des carences de l'Etat, des faiblesses de l'économie et du retard des mentalités à accepter les réformes maintes fois repoussées.

La glace ou le feu ? Pour la Grèce la question est maintenant de savoir si le châtiment de NEMESIS passera par la glace (rester dans l'euro et supporter une longue période de glaciation des salaires et de l'activité pour retrouver une compétitivité prix) ou par le feu (quitter l'euro, et subir les conséquences en termes de pouvoir d'achat d'une baisse de 30 à 40 % de la nouvelle drachme). L'hypothèse d'une sortie de la Grèce de la zone euro, pour douloureuse qu'elle serait pour le pouvoir d'achat et pour la fierté nationale d'un pays qui est le berceau de l'Europe, aurait peu de conséquences dramatiques pour les 16 pays restants dans la mesure où la progression annuelle du PIB de la zone (+2 %) correspond *grosso modo* au PIB total de la Grèce... Même en cas d'expulsion de la Grèce, la prophétie de Milton Friedman selon laquelle l'euro ne verrait jamais le jour ou serait balayé au premier grand choc mondial ne se produira donc pas.

Bienfaits pour l'Europe... Mieux, la baisse de l'euro qu'entraînera sans doute le défaut hellène (et dans la pire des hypothèses, le retour à la drachme) s'avérera une aubaine pour les exportations et l'économie européenne et réduira la surévaluation actuelle de l'euro face aux trois principales devises (dollar, yen, et livre), surévaluation qui, selon la Théorie de la parité des pouvoirs d'achat, est de l'ordre de 20 à 30 %. Le choc du défaut grec pourrait en outre accélérer les indispensables réformes institutionnelles à mener et faire de la zone euro, dans une décennie, une véritable zone monétaire qui, outre l'actuelle liberté de circulation des capitaux et de la main d'œuvre, bénéficiera également d'une plus grande flexibilité des salaires et d'un système fiscal harmonisé à défaut d'être régi par une autorité unique.

... variables selon les pays. Le défaut grec aura évidemment des conséquences durables sur les marchés obligataires. Outre la fermeture du marché international à l'Etat grec, la hiérarchie des émetteurs souverains au sein de la zone, qui est réapparue brutalement en 2007-2008 après une dizaine d'années de convergence des taux longs, va s'accroître, surtout

si Lisbonne suit Athènes dans cette voie. L'Allemagne et les bons élèves (Pays-Bas, Autriche, Finlande, Luxembourg) tireront paradoxalement profit du défaut grec et bénéficieront du fameux *flight to quality* qui caractérise les périodes de grande incertitude financière. Les pays périphériques devront subir une hausse du coût de leur dette qui les obligera à accélérer les réformes.

Les conséquences pour la dette grecque. Il est très difficile de mesurer exactement l'impact de la déflagration grecque, mais il n'est pas inutile de rappeler l'extrême sensibilité des investisseurs à tout risque de défaut. A titre illustratif, on rappellera la mésaventure qu'avait connue le Trésor américain en 1977 lorsqu'il s'était retrouvé dans l'incapacité de verser en temps et heure la modeste somme de 122 millions \$. A l'époque (déjà...), la conjonction d'une brutale montée des taux d'intérêt, du refus du Congrès américain à autoriser un relèvement du plafond de la dette et de problèmes techniques au Trésor avaient abouti à un retard dans le remboursement de bons du Trésor. Malgré une intervention rapide des autorités fédérales et le versement d'une pénalité de retard, une étude académique a montré que la méfiance subite des investisseurs s'était traduite par une hausse de 0,6 % des taux d'émission, soit approximativement le montant du *spread* entre les obligations françaises et allemandes.

Et pour la dette française. Il est à craindre que la France, incapable de générer un excédent budgétaire depuis 1974 et qui ne se réforme que *in extremis* et modestement (comme l'ont montré les débats sur la fin du tabou de la retraite à 60 ans) ne subisse la méfiance des investisseurs et une hausse sensible du *spread* avec l'Allemagne (déjà à un niveau historique de près de 70 points de base mi-juillet 2011) et donc du coût de sa dette publique. Après 30 ans de dérives budgétaires, l'heure de vérité va également sonner pour le grand livre de la dette française et obligera les prochains gouvernements à des décisions impopulaires et brutales. La question du maintien du AAA à la France se posera inévitablement et il n'est pas certain que les agences de notation fassent indéfiniment preuve de mansuétude envers un pays qui ne réussit toujours pas, en 2011, à faire passer son déficit public en dessous de 5 % du PIB.

Sur les marchés d'actions.... Assez paradoxalement, les marchés d'actions pourraient tirer profit d'un défaut grec. La fin du mythe de l'actif sans risque pourrait profiter aux actions, d'autant que le risque de défaillance est très largement anticipé par les marchés. En retirant l'épée de Damoclès du défaut, les marchés, libérés des incertitudes liées aux modalités d'une défaillance, pourraient, après avoir anticipé le pire (une déflagration générale du système financier international), se rendre compte que le défaut est, *in fine*, peu de chose, et prendre enfin en compte les bons résultats des entreprises et les rendements élevés qu'assurent les valeurs de père de famille (à titre indicatif, France Télécom traite mi-juillet avec un taux de rendement de l'ordre de 10 %).

Et pour les bancaires. Même si les grandes banques n'ont pas provisionné le risque de leur portefeuille obligataire grec, risque qui n'est d'ailleurs pas pris en compte dans les stress tests (puisque les officiels refusent encore l'idée même d'un défaut...), les marchés, eux, intègrent largement dans leur valorisation du secteur bancaire l'imminence d'un défaut. Si les banques grecques sont en première ligne avec un encours obligataire cumulé de 70 milliards d'euros, les banques françaises sont nettement moins engagées puisque la BNP avoue, fin juin 2011,

un encours de 5 milliards, Dexia de 3,5 milliards, la Société Générale de 3 milliards et le Crédit Agricole d'un milliard. Chez les assureurs, les montants sont encore plus faibles (Axa aurait 1 milliard d'encours) avec un risque en partie transférable aux clients.

Les conditions du défaut. La restructuration de la dette de l'Etat grec doit être significative pour permettre au pays de retrouver la croissance, réduire les dépenses de l'Etat, augmenter les impôts (en luttant plus efficacement contre la fraude fiscale et la corruption) et lancer les investissements nécessaires à l'amélioration de la compétitivité du pays. Une réduction de la dette publique de moitié, amènerait le ratio dette publique/PIB autour de 80 % et n'entraînerait probablement pas de panique car le papier grec émis il y a quatre ou cinq ans se négocie déjà sur le marché secondaire avec une décote de l'ordre de 50 %. Un défaut de la Grèce constituera bien sûr un événement financier majeur, mais ne signifiera pas nécessairement la sortie de la Grèce de l'euro. Il est toutefois probable que cette option soit la plus favorable pour le pays, car la brutale dévaluation qu'apporterait le retour de la drachme permettrait au pays d'améliorer instantanément sa compétitivité-prix.

Risques pour la BCE. L'épilogue de cette tragédie fera, plus symboliquement, d'autres victimes. Tout au long du calvaire grec qui a débuté en mai 2010, les officiels des pays européens, au premier rang desquels les dirigeants de la Banque centrale européenne et du Système européen de banques centrales, ont refusé d'admettre la gravité de la situation en réduisant la gestion de la dette publique grecque à un simple problème de liquidité.

En adoptant la tactique chère à James Baker dans le traitement de la dette des pays en voie de développement entre 1985 et 1989 (chercher à gagner du temps pour sauver les banques), les autorités de la zone euro ont gaspillé un temps précieux et vont ternir très fortement leur crédibilité à l'heure de vérité. Alors que la gestion de sa politique monétaire a largement bénéficié des leçons tirées par les économistes de la crise de 1929, et a permis avec succès d'éviter une catastrophe de même ampleur, la BCE n'a tiré aucune leçon des nombreuses crises de la dette publique des dernières décennies et s'est même mise en risque de subir de lourdes pertes (risquant au passage une amputation significative des quelque 80 milliards d'euros de fonds propres du Système européen de banques centrales) en achetant aveuglément des titres de la dette grecque sur le marché secondaire (les traités lui interdisant l'achat de titres à l'émission) dans l'espoir insensé de soutenir les cours des obligations, et donc d'en abaisser les taux, et en acceptant sans limites les obligations grecques comme collatéral de ses prêts aux banques hellènes.

L'Olympe ne bougera pas. Bien sûr, le défaut ne signifiera en aucune manière le retour au bon vieux temps pour la Grèce et le pays devra se préparer à affronter une longue période d'ajustement douloureux et un probable exode de sa jeunesse vers les pays du Nord de l'Europe. En effet, à la différence des comédies de Molière, il n'y a pas, dans les tragédies grecques, de *Deus ex machina* qui viendrait secourir les humains victimes de leurs propres errements. Bien au contraire, les acteurs doivent toujours faire face aux terribles conséquences de leurs erreurs passées car, comme l'enseignait Epicure, si les Dieux existent, ils ne s'intéressent pas aux hommes. Quand le rideau tombera sur la tragédie, le cynisme pragmatique des gérants de *hedge funds* paraîtra bien plus utile aux spectateurs attentifs que le chœur lénifiant des autorités financières européennes.