



Crise des dettes : laisser le temps au temps

- Pendant la crise, les États ont permis d'éviter le pire en s'érigeant en rempart contre un possible effondrement du système financier et en se substituant à une demande privée défaillante. Mais à venir à la rescousse des marchés et de la croissance, les États ont accumulé un lourd passif qu'il va bien falloir purger. Etant donné les niveaux de dettes atteints dans les pays développés, la consolidation budgétaire est une nécessité pour tous, seuls son timing et surtout son ampleur peuvent soulever question.
- Si les marchés ont précipité des ajustements souhaitables car inévitables, force est de reconnaître qu'ils ont aussi contribué par leur excès de suspicion à décupler l'acuité de la problématique d'endettement dans certains pays d'Europe. Le seul moyen d'éviter à ces pays d'être acculés au défaut était de les sortir des marchés afin de permettre aux gouvernements de fournir les efforts budgétaires suffisants pour remettre les dettes publiques sur des trajectoires soutenables, sans souffrir de conditions de refinancement excessivement chères. Les programmes d'aide sont bien calibrés pour parer les problèmes de refinancement (ou de liquidité), ils ne dissipent pas pour autant les doutes sur la solvabilité de certains États et la nécessité de recourir dans le futur à des restructurations de dette.
- En effet, le risque est que ces plans drastiques d'ajustement, imposés en contrepartie des aides accordées, s'avèrent au final stériles car contreproductifs avec comme principale menace celle d'un étiolement de ces économies sur fond de dérapage ininterrompu des dettes qui ne permettra pas un redémarrage de l'activité privée, condition *sine qua non* de la stabilisation.
- Le plus probable est que l'Europe gère les problèmes de soutenabilité des dettes dans la durée. Des décisions pourraient être prises au fil de l'eau pour réduire les objectifs ambitieux de réduction de déficits et alléger les conditions financières de l'aide afin de rendre les ajustements plus supportables, si tant est que les pays poursuivent leurs efforts.
- Cette logique qui combine la réduction des déficits et des dettes publics, les soutiens européens pour qu'elle se produise dans les meilleures conditions, plus la réanimation de l'activité privée sont le triptyque de la solution de la sortie de crise pour la Grèce et pour tous les autres pays dits périphériques. La précipitation est évidemment à proscrire, et l'unité pour gagner du temps et remettre les pays dans des conditions de reprise économique et de situation budgétaire soutenable est décisive.

Les États à la rescousse

La crise a ébranlé la pensée économique dominante qui a bercé les milieux académiques depuis la fin des années 80. La supériorité reconnue de la politique monétaire dans la gestion cyclique a longtemps relégué au second plan l'utilisation de la politique budgétaire à des fins de stabilisation. La doctrine du moins d'État a, quant à elle, sonné le glas des politiques discrétionnaires,

au moins dans le monde anglo-saxon. Le peu de place laissée dans les modèles économétriques à l'évolution des agrégats de monnaie et de crédit ou aux mouvements de balanciers de la finance se sont fait le reflet de la croyance suivant laquelle cette sphère s'ajustait mécaniquement en fonction des impulsions données par la politique monétaire et sur la base des signaux envoyés par l'économie réelle. Le caractère endogène de la finance, ses excès et l'instabilité qui va avec étaient totalement ignorés.



Les débouclages désordonnés des excès financiers (selon un triptyque dette-prix immobilier-consommation) commis durant ce qu'il est communément admis d'appeler la période de « Grande Modération » et la panique qui s'est emparée des marchés après la faillite de Lehman ont précipité l'économie mondiale dans les abysses jusqu'à faire craindre l'enclenchement de spirale délétère menant à la « Grande Dépression ». Logiquement, la politique monétaire a été appelée à la rescousse et ce jusqu'à l'épuisement sans pour autant pouvoir donner une impulsion suffisante pour restaurer la confiance et amortir le choc cyclique. La politique budgétaire a alors repris du service. Même des marchés, généralement hostiles à tout interventionnisme de l'État se sont mis à vanter ses mérites. D'abord parce que les gouvernements ont été les seuls à même de déployer une capacité financière suffisante pour renflouer un secteur financier aux abois. Ensuite, parce que les mesures publiques de relance ont joué un rôle crucial d'amortisseur de choc, en palliant l'insuffisance de demande privée et en redonnant ainsi de l'oxygène à la croissance mondiale. L'impulsion fut non seulement massive mais aussi coordonnée au niveau mondial, dans un élan de coopération internationale salutaire, ce qui en a décuplé l'efficacité. **Ainsi, les États ont permis d'éviter le pire en s'érigeant en rempart contre un possible effondrement du système financier et en se substituant à une demande privée défaillante.** Mais toute médaille a son revers, à venir à la rescousse des marchés et de la croissance, les États se retrouvent au sortir de la crise avec de lourds passifs qu'il va falloir purger.

Stimulus budgétaire global

692 Mds USD pour 2009,
1,4% du PIB G-20 ou 1,1% du PIB mondial, dont :

Taille du stimulus global % PIB	
Allemagne	3,4%
Australie	1,8%
Canada	2,8%
Chine	4,8%
Espagne	4,5%
États-Unis	5,9%
France	0,7%
Italie	0,3%
Japon	2,2%
Royaume-Uni	1,5%

Source : Eswar Prasad & Isaac Sorkin, mars 2009

Les États dans le collimateur

Ce transfert de dette de la sphère privée à la sphère publique avait sa logique. L'État est le seul agent dans l'économie capable de **transférer le poids de sa dette d'une génération à l'autre. L'État est**

donc apparu comme la seule entité susceptible de porter un passif financier aussi lourd, évitant ainsi un élargissement des cercles d'insolvabilité dans la sphère privée et l'enclenchement d'une spirale déflationniste. Cela étant, l'accumulation d'un stock élevé de dette publique pose aujourd'hui la question de sa soutenabilité. Le sujet fait débat : l'État fait face à une contrainte de solvabilité – mais la littérature économique ne retient pas qu'une seule définition de la solvabilité et suivant le concept retenu, les politiques dites soutenables diffèrent (et les ajustements requis pour satisfaire cette contrainte de solvabilité sont plus ou moins contraignants). A minima les ratios d'endettement doivent se stabiliser pour se prémunir contre tout dérapage incontrôlé et auto-entretenu des dettes (effet dit boule de neige). Si cette vision paraît assez consensuelle, le sujet de discord porte surtout sur le niveau auquel doit se stabiliser le ratio d'endettement : l'Europe impose une contrainte à 60%, tandis que la littérature académique pointe du doigt les effets délétères associés à un stock supérieur à 90% du PIB. Le cas du Japon qui arrive à soutenir un ratio de dette publique deux fois supérieurs à la richesse annuellement créée montre la fragilité d'une cible rigide et uniforme, indépendante des caractéristiques économiques et financières des pays débiteurs. On sait en revanche avec certitude que plus le niveau d'endettement initial est important, plus les finances publiques sont dégradées, plus la croissance est faible et les taux d'intérêt élevés, plus les efforts budgétaires requis pour stopper les dynamiques explosives d'endettement sont coûteux, voire insupportables politiquement et socialement. Autrement dit, l'étude de la soutenabilité des trajectoires de dette revêt un caractère subjectif : il est toujours possible de définir en théorie l'excédent budgétaire requis pour stabiliser le ratio de dette à un certain horizon, sachant qu'en pratique ce curseur est extrêmement sensible aux hypothèses sous-jacentes et qu'il est toujours difficile de savoir si les efforts à fournir pour atteindre cette cible seront ou non supportables.

Dans tous les cas et si on exclut l'hypothèse d'un recours large et systématique à la planche à billets (monétisation de la dette) alors, comme n'importe quel autre agent, l'État doit disposer des ressources nécessaires pour faire face à ses échéances financières et son aptitude à refinancer la dette existante dépend de l'appétit des investisseurs. **Autrement dit, si la notion de solvabilité reste floue, la perception qu'en ont les marchés est une réalité tangible qui conditionne la probabilité d'un défaut.** Les pays d'Europe en ont fait l'amère expérience. Il aura, en effet, fallu peu de temps avant que les marchés, rétablis grâce à la manne publique, se mettent à questionner la viabilité des trajectoires d'endettement public. A leur décharge, il faut bien reconnaître que les États n'ont pas géré de manière exemplaire leurs finances au cours des décennies passées. Dans la plupart des cas, la phase de croissance n'a pas été

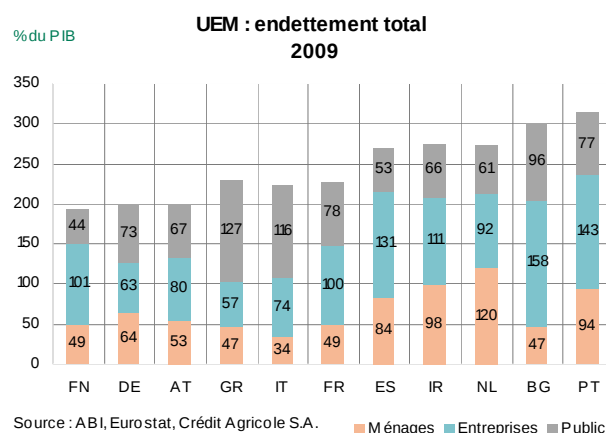


mise à profit pour assainir les bilans publics et réduire le poids des dettes. Néanmoins, ce constat ne rend compte que d'une partie de l'histoire. Des pays, comme l'Irlande ou l'Espagne avaient de prime abord une situation budgétaire saine faite d'excédents budgétaires et de faibles niveaux d'endettement. Mais, derrière cette apparente bonne santé se cachait une réalité beaucoup moins enviable avec des trajectoires de croissance non viables faites d'excès d'endettement privé, de bulles immobilières et de recettes publiques artificiellement gonflées par les revenus issus des secteurs en surchauffe. Les marchés ne tarissaient pourtant pas d'éloges à l'égard de ces deux pays qui se distinguaient par leur dynamisme au sein d'une Europe abonnée à une croissance structurellement faible. En réponse, les primes de risques sur les obligations souveraines de ces pays ont fondu (jusqu'à devenir parfois négatives), ce qui en retour a nourri les excès financiers. Autrement dit, au lieu d'inciter à la discipline, une qualité qu'on leur prête traditionnellement, les marchés ont été dans ces deux cas davantage des pousses-au-crime. La dégradation excessivement rapide et parfois dans de très larges proportions de leur finance tient pour une grande part au sauvetage bancaire (injections de capital, nationalisation), qui s'est avéré très coûteux particulièrement en Irlande. La faute dans ce cas n'incombe donc pas tant à la prodigalité des États eux-mêmes qu'aux errements des acteurs financiers qui ont pêché par excès durant les phases montantes du cycle dans un contexte d'insuffisance chronique de régulation et de supervision.

Etant donné les niveaux de dettes atteints dans les pays développés, la consolidation budgétaire est une nécessité pour tous, seule son timing et surtout son ampleur peuvent soulever question. Si les marchés ont précipité des ajustements souhaitables car inévitables, force est de reconnaître qu'ils ont aussi contribué par leur excès de suspicion à décupler l'acuité de la problématique d'endettement dans certains pays d'Europe, selon un schéma circulaire et auto-réalisateur et ce au risque de plonger ces États dans l'insolvabilité et de mettre en danger l'intégrité du système financier européen censé porter ce risque souverain. En effet, l'envolée de la probabilité de défaut (telle que déduite des primes de CDS) des États dans le collimateur des marchés a fait fuir les investisseurs (phénomène de *run*). Les primes de risque exigées pour détenir de la dette de ces pays sont alors devenues prohibitives et le renchérissement des paiements d'intérêts en découlant est venu

alimenter les déficits et les dettes, ce qui *in fine* a rehaussé la probabilité d'un défaut et ainsi de suite...

Le seul moyen d'éviter à ces pays d'être acculés au défaut était de les sortir des marchés afin de permettre aux gouvernements de fournir les efforts budgétaires suffisants pour remettre les dettes publiques sur des trajectoires soutenables sans être sous le joug des marchés. C'est en substance l'objectif assigné à la Facilité Européenne de Stabilisation Financière (FESF) qui couvre les besoins de financement des pays récipiendaires pendant plusieurs années, tout en étant assorti d'une forte conditionnalité afin de motiver les ajustements nécessaires à la purge des bilans publics. Il s'agit pour ces pays selon un plan triennal négocié avec le FMI, l'UE et la BCE de dégager des excédents primaires (hors intérêts) suffisants pour arriver à enrayer la tendance haussière de leur ratio de dette. L'Irlande et le Portugal, incapables de refinancer à des conditions viables sur les marchés ont été contraints de faire appel à ce programme. La Grèce jouit d'un statut particulier avec un plan d'aide d'urgence qui lui est dédié d'un montant de 110 milliards d'euros prenant la forme de prêts bilatéraux (pour 80 milliards d'euros) et un complément du FMI, lesquels couvrent les besoins de financement jusque début 2012.



Si les programmes d'aide sont bien calibrés pour parer les problèmes de refinancement (ou de liquidité), ils ne dissipent pas pour autant les doutes sur la solvabilité de certains États et la nécessité de recourir dans le futur à des restructurations de dette. Autrement dit, toute la question reste de savoir si les efforts à consentir pour stabiliser (a minima) les ratios d'endettement sont viables économiquement et socialement.



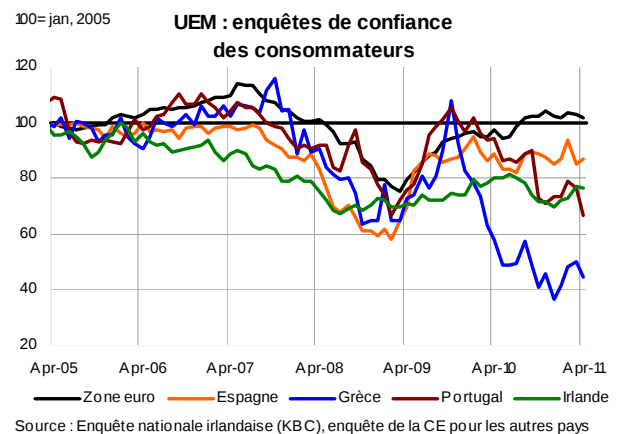
Les États à la peine

Le pari fait aujourd'hui est celui d'une consolidation budgétaire réussie avec en toile de fond l'enclenchement d'un cercle vertueux où baisse des primes de risque, retour de la confiance et de la croissance allègent la pression sur le gouvernement ce qui en retour libère des ressources pour stimuler l'initiative privée et la croissance. **Lorsque l'on sait qu'au terme du programme, l'Irlande ou la Grèce auront fourni un effort équivalent à 15% du PIB, on est en droit de se demander si le risque n'est pas au contraire d'enfermer ces pays dans une trappe à austérité avec la matérialisation d'enchaînements vicieux liant récession économique, austérité budgétaire et augmentation du poids des dettes.** En effet, réduire le déficit et les dettes relèvent de la gageure dans un univers sans croissance. Les dépenses croissent spontanément au taux d'intérêt tandis que les recettes fiscales augmentent en phase avec l'activité. Plus l'écart entre les taux d'intérêt payés sur la dette et le taux de croissance nominale est élevé, plus les efforts budgétaires à fournir (c'est-à-dire l'excédent primaire à dégager) pour stabiliser le ratio d'endettement sont importants, puisqu'il s'agit de contrecarrer cet effet dit « boule de neige ». Autrement dit, le retour de la croissance est une condition nécessaire (quoique non suffisante) pour arriver à viabiliser les trajectoires d'endettement. Or, le poids des ajustements budgétaires risque à l'inverse d'être un facteur inhibiteur de croissance.

Certes, les études empiriques fleurissent pour minimiser l'impact récessif des ajustements budgétaires en mettant en avant de possibles effets ricardiens, comme amortisseurs de chocs. Selon cette logique, un plan crédible d'ajustement aurait pour vertu de réduire le volet d'épargne accumulé par les ménages pour faire face à des hausses futures d'impôts, ce qui profiterait à la consommation courante et donc à la croissance. Ces effets positifs sur la confiance ne doivent pas être occultés, avec la nécessité de dévoiler des stratégies claires pour sortir de situations de surendettement patent. Néanmoins, le plus probable est que les effets keynésiens dominent à court terme avec un impact négatif sur la croissance dont l'amplitude dépend de la taille supposée des multiplicateurs budgétaires.

La dernière étude du FMI datant d'octobre 2010 critique d'ailleurs la méthodologie employée par les études empiriques mettant en avant les effets expansionnistes liés à la réduction des déficits publics. Généralement pour identifier les périodes d'ajustement, ces études se focalisent sur l'évolution de la balance primaire ajustée des effets de cycle (BPAC) avec l'idée que ce concept permet de mieux appréhender les décisions discrétionnaires des États. Mais cette mesure possède plusieurs écueils,

notamment celui de ne pas tenir compte de la sensibilité des recettes fiscales à l'évolution des prix d'actif, avec en corollaire l'exclusion de l'échantillon des périodes d'ajustement budgétaires suivant l'éclatement de bulles financières. Le cas de l'Irlande est à cet égard parlant, l'effondrement des prix immobiliers et des recettes fiscales y afférant ont entraîné une forte détérioration du CAPB malgré un ajustement budgétaire de plus de 4,5% du PIB. Par ailleurs, cette mesure ne permet pas de retenir les épisodes de consolidation budgétaire qui n'ont pas produit d'amélioration significative de ce solde, ce qui laisse la part belle aux périodes où coexistent ajustement budgétaire et croissance économique.



En prenant en considération le déficit public au sens large comme indicateur de l'orientation budgétaire, le FMI trouve des résultats plus conformes aux prédictions keynésiennes : une réduction de 1 point de PIB par an du déficit public ampute la croissance de 0,5 point de pourcentage à horizon de deux ans et de 1 point si les ajustements de change (dépréciation de la monnaie domestique de plus de 1% en termes réels qui stimulent les exportations) ou de politique monétaire (avec en moyenne 20 points de base de baisse de taux qui accommode le *policy mix*) ne jouent pas un rôle d'amortisseur. A l'heure où certains États de la périphérie sont soumis à une cure d'amaigrissement sans précédent, où l'euro n'en finit pas de monter et où la BCE entame un cycle de resserrement monétaire, l'impact sur la croissance de ces chocs cumulés se pose avec plus d'acuité. **Le risque est que ces plans drastiques d'ajustement s'avèrent au final stériles car contreproductifs, avec comme principale menace celle d'un étiolement de ces économies sur fond de dérapage ininterrompu des dettes, selon un schéma auto-entretenu de spirale délétère.**

Sur l'échelle des risques (*voir le détail en Annexe 1*), la Grèce tient la corde et cumule les handicaps avec un niveau de dette excessivement élevé, une situation budgétaire très dégradée, le tout dans un contexte fortement récessif, sans compter son déficit de crédibilité qui la rend



suspecte aux yeux des marchés. Les efforts à fournir pour remettre la dette sur une trajectoire soutenable sont énormes (avec excédent primaire de 5,5% à maintenir sur longue période) et très sensibles aux hypothèses retenues de croissance et de taux d'intérêt. De plus, compte tenu du niveau excessivement élevé du ratio de dette, les finances de l'État vont rester à la merci du moindre choc, toute détérioration pouvant remettre instantanément la trajectoire d'endettement sur une dynamique explosive. Cette situation précaire est caractéristique d'un problème patent de soutenabilité, ce qui explique les doutes du marché sur la capacité du pays à redresser la barre sans restructuration préalable de sa dette. **L'Irlande est dans une position nettement plus enviable, en raison essentiellement de sa capacité supposée, et sans doute bien réelle, de retrouver rapidement le chemin d'une croissance robuste.** De plus, le pays jouit d'un certain crédit pour avoir déjà réalisé dans le passé des efforts budgétaires aussi importants. L'excédent primaire de l'ordre de 3% nécessaire à la stabilisation de la dette dès 2013 paraît ainsi gérable. Néanmoins, la soutenabilité de la dette irlandaise reste suspendue à l'évolution de la santé de son secteur bancaire. Le coût du sauvetage bancaire est déjà très lourd (29% du PIB), mais la taille hypertrophiée de ce secteur par rapport au PIB (le syndrome islandais) rend la facture finale plus qu'incertaine. **Du côté du**

Portugal, le vrai enjeu est celui de la croissance. Le pays sous-performe la moyenne de la zone euro depuis des années, compte tenu d'un manque cruel de productivité et de compétitivité. L'accent est ainsi mis sur les réformes structurelles dans le but de restaurer cette capacité à croître pour résoudre à termes l'équation budgétaire. Néanmoins, ces réformes ne vont porter leurs fruits qu'à moyen-long terme et la situation risque de rester tendue dans l'intervalle même si l'excédent primaire stabilisateur à 3,3% semble, selon nous, une cible atteignable. Le secteur bancaire est une autre source d'inquiétude, puisqu'il porte à son bilan un endettement privé, un des plus lourds parmi les pays européens. **Enfin l'Espagne se démarque nettement de la périphérie avec une situation budgétaire qui n'a rien d'alarmant et ce même à supposer un besoin de recapitalisation massif du secteur bancaire.** Le gouvernement a pris la pleine mesure des enjeux en prenant des décisions en amont pour accélérer la restructuration et la recapitalisation du système bancaire (particulièrement les caisses d'épargne). L'État semble donc capable d'absorber le coût de ce sauvetage sans mettre en péril sa solvabilité. Ceci ne veut pas dire pour autant que le pays ne fait pas face à de nombreux défis, comme celui de trouver de nouveaux relais de croissance, tout en purgeant les excès de la décennie passée, et en réduisant son déficit budgétaire.

% du PIB	Point de départ 2010		Objectifs 2013		Effort nécessaire pour stabiliser la dette en 2013		Effort moyen historique	
	Balance primaire	Dette publique	Balance primaire	Dette publique	Bal. prim nécessaire	Niveau auquel est stabilisée la dette	Bal. prim moyenne	1995-2008 max
Grèce	-4,9	142,8	+3,5	158,0	+5,3	161,4	+0,9	+4,3
Portugal	-6,1	93,0	+1,6	107,0	+3,3	104,1	-0,48	+0,55
Espagne	-7,3	60,1	-0,3	69,3	+0,0	68,5	+1,53	+3,66
Irlande	-8,9*	96,2	+1,1	118,0	+3,2	116,2	+2,84	+6,77

Source: Eurostat, FMI, Crédit Agricole S.A.

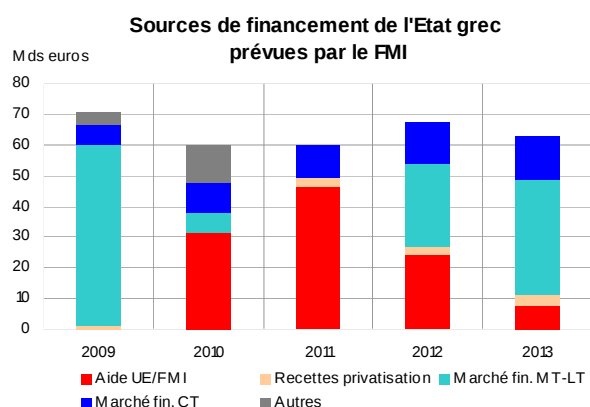
* hors coût de la recapitalisation des banques



Les États face à l'impensable

Jusqu'à présent, l'Europe a rejeté l'éventualité d'une restructuration (ou réaménagement) des dettes publiques ou bancaires de peur de réactions en chaîne à la Lehman capables d'ébranler un système financier européen exposé à ces risques et fortement interconnecté. Le risque de voir les pays sous ajustement s'épuiser dans des plans d'économies budgétaires stériles existe néanmoins et pourrait forcer l'Europe à reconsidérer sa position.

Les marchés sont déjà convaincus qu'un coup de rabet sur la dette grecque sera inévitable, ce qui peut revêtir un caractère auto-réalisateur en éloignant la perspective d'un retour sur le marché de l'État grec.



Le plan d'aide de 110 milliards d'euros couvre, en effet, les besoins de financement du pays jusqu'en début 2012. Il est hautement improbable que d'ici là la Grèce recouvre un accès au marché. Il faut donc penser dès à présent à une parade pour éviter un défaut de paiement.

L'Europe peut accepter *via* le FESF (ou l'augmentation des prêts bilatéraux) d'octroyer une rallonge supplémentaire pour couvrir encore un temps les besoins de financement du pays. Et comme cette problématique a peu de chance de disparaître par magie en 2013 avec un ratio de dette qui devrait, selon nos estimations, culminer à près de 165%, un recours au MES devrait ensuite s'avérer nécessaire. **Le principal écueil d'une telle solution réside dans le caractère permanent des transferts fiscaux entre les pays du centre vers la Grèce, ce qui paraît aujourd'hui politiquement difficile et soulève les questions épineuses de l'aléa moral et de la perte durable de souveraineté nationale.** En effet, au fur et à mesure des déblocages successifs de cette assistance financière, la dette grecque va être détenue majoritairement par les bailleurs de fonds officiels. Une telle configuration risque aussi d'entraîner des effets

pervers en rendant encore plus problématique un retour sur le marché de la Grèce notamment si la question de la solvabilité du pays reste en suspens. Il est, en effet, impensable que les investisseurs privés se remettent à financer un pays sous le joug d'une restructuration plus lointaine synonyme pour eux de décote plus sévère (compte tenu de la part croissante de la dette grecque aux mains des officiels, avec des prêts MES ou FMI ayant un statut de séniorité par rapport aux créances privées). C'est d'ailleurs une des raisons invoquées par les agences de notation pour déclasser les ratings souverains des pays à risque.

Une restructuration de la dette grecque prise isolément n'a pas un caractère systémique. Les expositions bancaires sont connues et de taille suffisamment modeste pour être gérables en cas de restructuration ordonnée, même s'il pourrait s'avérer nécessaire de renforcer au préalable la solidité du système bancaire grec (les 10 milliards d'euros du plan d'aide dédiés aux banques pouvant être utilisés à cette fin). **L'option la moins douloureuse consisterait en un réaménagement de dette avec un allongement de la durée et une réduction des coupons sans toucher au principal**, afin de limiter les pertes pour les investisseurs (ceux qui ont enregistré ces titres en valeur comptable à leur bilan dans une logique de détention à maturité) et pour les européens sachant qu'on peut supposer que les prêts bilatéraux (mais pas les prêts FMI qui ont un statut sénior) subissent un même traitement (ce qui équivaldrait à de nouvelles concessions de la part des officiels européens). **Une telle décision prise le plus en amont possible permettrait de réduire et de lisser dans le temps les besoins de financement de la Grèce.** L'enveloppe de 110 milliards d'euros s'avérerait alors suffisante pour refinancer les pays pour une ou deux années supplémentaires. Il serait ici encore question d'acheter du temps afin de permettre à la Grèce de poursuivre ses efforts d'assainissement, en espérant que s'enclenche un cercle vertueux où retour de la croissance et de la confiance qui allège le poids des ajustements et redonne du crédit au pays avec une réouverture du marché à des conditions tarifaires acceptables, le tout rétroagissant positivement sur les équilibres budgétaires et la croissance, etc. L'histoire n'est pas écrite d'avance et un tel scénario peut toujours se matérialiser. A contrario, cette solution transitoire peut ne pas suffire à ôter tous doutes quant à la solvabilité de l'État. En dernier recours, si l'Europe se refuse à « mutualiser » la dette grecque, un vrai coup de rabet sur le stock pourrait être le seul moyen de remettre la situation financière du pays suffisamment à plat pour lui donner une chance de renouer avec une croissance soutenable et pérenne. L'Europe n'est sans doute pas prête à opter pour une telle solution à brève échéance. Il ne faut pas occulter la volonté des autorités européennes à forcer des ajustements, à valeur d'exemple, pour dissuader tout comportement



laxiste dans le futur, solidarité ne voulant pas dire complaisance. Les mécanismes de surveillance multilatérale ont été défaillants, le Pacte de Stabilité et de Croissance n'a pas suffisamment incité à la discipline, tandis que l'agenda de Lisbonne n'a pas favorisé comme espéré la convergence des politiques économiques. Le manque cruel de supervision bancaire a également nourri les excès dans la sphère financière sur fond de gonflement de bulles immobilières. Tout ceci est en passe d'être repensé et l'Europe va sans doute se montrer intransigeante quant à l'application de ces nouvelles règles.

Et surtout, ouvrir cette boîte de Pandore fait courir le risque de la contagion, selon une logique du « prochain sur la liste ». La Grèce seule n'a pas un caractère systémique, mais des restructurations en cascade sont porteuses d'un risque de cette nature, surtout si la contagion touche des pays fondamentalement solvables comme l'Espagne ou l'Italie avec des répercussions très dommageables pour le système bancaire européen. Même si ce scénario catastrophe a une probabilité réduite, il joue un rôle de repoussoir pour une Europe échaudée par les réactions intempestives des marchés, avec en toile de fond la matérialisation d'un risque systémique à la Lehman.

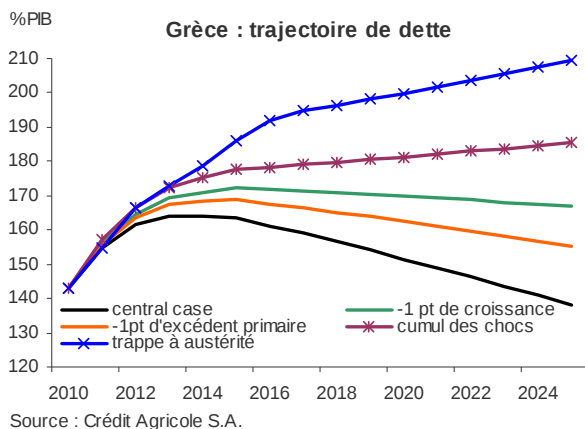
Le plus probable est donc que l'Europe gère les problèmes de soutenabilité des dettes dans la durée, ce qui est en l'occurrence le bon horizon de temps pour appréhender la viabilité des finances d'un État à durée de vie « infinie ». Il pourrait être décidé au fil de l'eau de renforcer le système d'entraide, notamment au travers de renégociation des conditions tarifaires ou de durée des prêts (y compris pour le MES qui prévoit des financements à des taux pénalisants), tant que les pays se soumettent aux programmes d'ajustement structurel négociés avec la Troïka. Les objectifs ambitieux de réduction de déficits pourraient être graduellement rabotés afin de rendre plus soutenables les ajustements. Cette logique qui combine la réduction des déficits et des dettes publics, les soutiens européens pour qu'elle se produise dans les meilleures conditions, plus la réanimation de l'activité privée sont le triptyque de la solution de la sortie de crise pour la Grèce et pour tous les autres pays dits périphériques. La précipitation est évidemment à proscrire, et l'unité pour gagner du temps et mettre les pays dans des conditions de reprise économique et de situation budgétaire soutenable est décisive. L'Europe fédérale qui n'a pas été inscrite dans les gènes de l'Union à sa création pourrait ainsi devenir une conséquence de choix inévitables avant même qu'elle soit pleinement institutionnalisée !



Annexe 1 : Les États à risque

Grèce

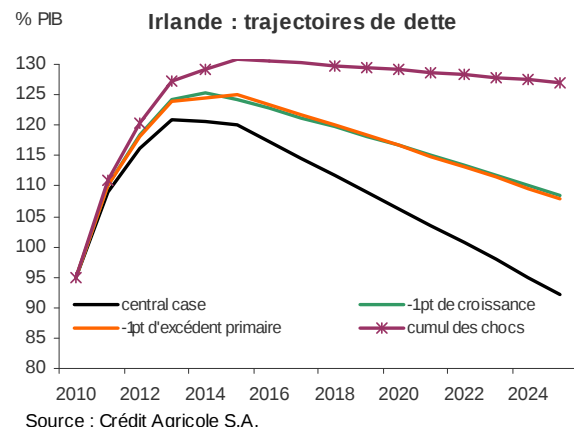
Avec un ratio d'endettement public excessif, un déficit budgétaire très élevé, le tout dans un environnement fortement récessif, la Grèce possède tous les stigmates d'un État au bord de l'insolvabilité (au sens d'une dérive incontrôlable de sa dette). Dans un scénario inspiré du programme d'ajustement imposé par la Troïka, il est toutefois possible d'inverser la tendance avec un ratio de dette qui culminerait à 164,2% du PIB en 2013 avant de décélérer très progressivement de 2,5 points de PIB par an. L'exercice repose néanmoins sur des hypothèses fragiles avec une croissance nominale qui s'établirait à 3,5% en tendance et surtout un excédent primaire de plus de 5,5% maintenu sur longue période. Même dans ce scénario volontariste, la Grèce ne se conformerait pas au Pacte de Stabilité et de Croissance revisitée qui nécessite une réduction à raison de 1/20^e par an de l'écart entre le ratio de dette et la cible de 60%. En amputant la croissance ou le déficit primaire de 1 point, le ratio de dette sur PIB reflue sur des rythmes encore plus faibles et à partir de niveaux plus élevés tandis qu'avec le cumul de ces deux chocs, la dette renoue avec une trajectoire insoutenable. Enfin dans un scénario de trappe à austérité où la croissance ne décolle pas et reste ancrée autour des 1,5% jusqu'en 2017, la dynamique de dette reste explosive et ce même à supposer que l'État grec arrive à mener à bien son programme de privatisation de 50 milliards d'euros. **Autrement dit, la soutenabilité de la trajectoire de dette reste extrêmement sensible aux hypothèses sous-jacentes avec un risque non négligeable que malgré des efforts conséquents, le pays n'arrive pas à stopper la dynamique explosive de son endettement.** De plus, même à supposer une stabilisation de ce ratio de dette, son niveau excessivement élevé laissera dans tous les cas les finances de l'État à la merci du moindre choc, toute détérioration pouvant remettre instantanément la trajectoire d'endettement sur une dynamique explosive.



Cette situation précaire est caractéristique d'un problème patent de soutenabilité ce qui explique les doutes du marché sur la capacité du pays à redresser la barre sans restructuration préalable de sa dette.

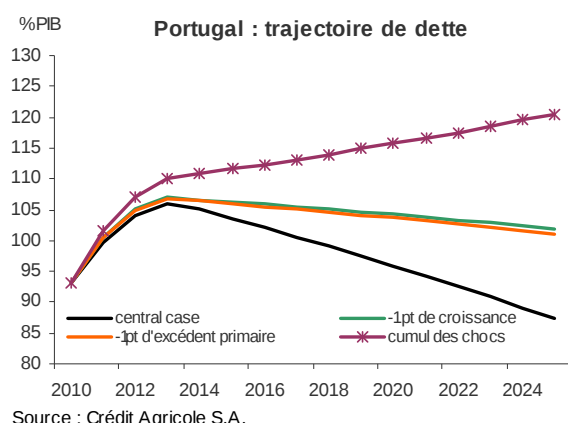
Irlande

La question de la solvabilité de l'Irlande ne se pose pas au moins à ce stade et ce essentiellement en raison de la capacité supposée (et sans doute bien réelle) de l'Irlande à retrouver rapidement le chemin d'une croissance robuste. Le pays a déjà fait des efforts conséquents pour regagner en compétitivité et ainsi stimuler son moteur extérieur, qui rappelons-le a été à l'origine du miracle celtique des années 90. La crise va néanmoins laisser des cicatrices avec un potentiel de croissance, revisité à la baisse, mais toujours honorable, autour des 2 à 3% en termes réel. **Par conséquent, les efforts à consentir pour stabiliser les ratios de dette paraissent supportables : les comptes publics irlandais doivent dégager un excédent primaire de 3,2% du PIB pour stabiliser le ratio de dette dès 2013.** Un excédent de 0,8% du PIB sur longue période suffirait ensuite à inverser la tendance. L'Irlande a déjà produit de tels efforts budgétaires dans le passé ; entre 1987 et 2002 la balance primaire de l'Irlande a dégagé un surplus de +3,6% du PIB en moyenne. Le parapluie européen doit ainsi laisser suffisamment de temps au gouvernement pour s'ajuster sans être tributaire des humeurs du marché. Néanmoins, la soutenabilité de la dette publique Irlandaise est suspendue à l'évolution de l'état de santé de son secteur bancaire. L'État a déjà déboursé 46,3 milliards d'euros (29% du PIB) pour renflouer le secteur financier et la facture risque toujours de s'alourdir. A cet égard, la détérioration des bilans publics tenant pour une large part à la socialisation des pertes bancaires, le débat reste vif autour de l'idée d'un partage plus équitable du fardeau des ajustements entre les contribuables et les créanciers privés.



Portugal

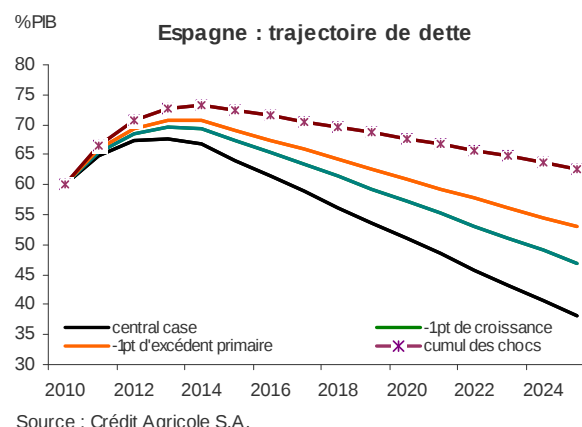
Tout l'enjeu pour le Portugal est de s'extraire d'un régime de croissance faible qui caractérise le pays depuis de nombreuses années. L'accent est ainsi mis sur la mise en œuvre de réformes structurelles pour « booster » la productivité et la compétitivité du pays. A brève échéance, le Portugal s'achemine vers une récession au cours des deux prochaines années (-2% en 2011 et 2012), compte tenu de l'impulsion budgétaire négative imposée dans le cadre du plan négocié UE/FMI. En termes dynamiques, le Portugal paraît à mi-chemin entre les cas grecs et irlandais avec une consolidation budgétaire qui nécessiterait un excédent primaire de l'ordre de 3,3%, une cible selon nous atteignable et ce même à retenir un scénario de croissance assez conservateur avec un rythme tendanciel autour de 1% à partir de 2014/2015. Le secteur bancaire est une autre sujet d'inquiétudes, sachant qu'il porte à son bilan un des stocks de dettes privées les plus élevés d'Europe. Sa résilience devrait être soumise à rude épreuve dans un contexte d'affaiblissement prolongé de la conjoncture. Les 12 milliards d'euros dédiés à ce secteur dans le plan négocié avec la Troïka devrait néanmoins suffire à amortir ce choc.



Espagne

La situation des finances publiques espagnoles est sensiblement plus favorable que celles des autres

pays de la périphérie. La dette publique à 60,1% du PIB en 2010 est à des niveaux nettement plus confortables. En revanche, son déficit budgétaire qui s'élève à 9,2% du PIB l'an dernier est parmi les plus élevés de la zone (après un excédent de 1,9% en 2007). L'État central a fait de gros progrès en 2010, en divisant son déficit quasiment par deux, à 5%, contre un objectif de 5,6%. Mais ce sont les finances des dix-sept régions du pays qui posent souci, avec un déficit de 3,4%, supérieur à celui de l'année précédente (2%) et au-dessus de la cible de 2,4%. Toutefois, la question de la solvabilité ne se pose pas. **L'Espagne devra délivrer un solde primaire tout juste à l'équilibre pour stabiliser son ratio de dette dès 2013, ce qui n'est pas excessivement contraignant.** A noter qu'en 2014, le gouvernement anticipe dans son Programme de Stabilité 2011 un repli de la dette de 0,4 pp, à 68,9% du PIB. Pour maintenir à plus long terme un tel niveau de dette, un excédent primaire de 0,2% du PIB serait suffisant. Les efforts à consentir pour assainir les comptes publics semblent donc raisonnables. **Néanmoins, la question de la soutenabilité de la dette reste suspendue à l'évolution du secteur bancaire espagnol, en particulier des caisses d'épargne, très exposées à un secteur immobilier en pleine déconfiture. Selon nous, l'État devrait être capable d'absorber le coût de ce sauvetage, même réévalué en forte hausse, sans mettre en péril sa solvabilité.**





Annexe 2 : Que va-t-il se passer en 2013 ?

1^{er} juillet 2013, le nouveau mécanisme MES entre en vigueur. Capital total de 700 Mds € : 80 Mds € de capital versé en cinq tranches (entre 2013 et 2017) et un *mix* entre capital exigible et garanties pour un total de 620 Mds €. Entre 2013 et 2017, maintien d'un ratio capital versé/émissions du MES de 15%. (d'où une accélération des versements si nécessaire).

Capacité de prêts = 500 Mds € (soit + de 40% de sur-garantie pour sécuriser une notation AAA)

Passage de témoin entre le FESF et le MES : le FESF reste en place au-delà de 2013 pour gérer les prêts en cours (remboursement des prêts aux États + apurement du passif). Les prêts non décaissés sont eux transférés au MES.

Capacité de prêts consolidée FESF+MES = 500 Mds €

Le MES octroie de prêts aux États en difficulté sous forte conditionnalité (programme d'ajustement structurel négocié) **et après une analyse rigoureuse de la soutenabilité des trajectoires de dette publique** (appréciation conjointe État + Troïka, CE+FMI+BCE).

Deux cas de figure :

- Soit la mise en œuvre programme structurel permet de rendre soutenable la trajectoire de la dette, le MES fournit alors des liquidités et les investisseurs privés sont invités à conserver leurs positions ;
- Soit la trajectoire de la dette est considérée comme insoutenable et l'État est invité à négocier avec les créanciers privés pour restructurer sa dette, le MES assure la liquidité tant que le pays est exclu des marchés financiers.

Séniorité des prêts MES / aux créances privées (ce qui diffère du statut *pari passu* du FESF). Conditions financières : coût de financement du MES + 200 pdb pour les prêts < 3 ans, une surcharge de 100 pdb pour les prêts de plus de 3 ans (prêts avec pénalités, conditions non concessionnelles).

Introduction de CAC (Collective Action Clause) dans les nouvelles émissions obligataires pour tous les États de la zone euro dès juin 2013. Emissions possibles sans CAC selon des conditions pré-déterminées pour préserver la liquidité des obligations anciennes et laisser le temps de créer des benchmark (avec CAC) sur toutes les maturités. ■

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze

Rédaction en chef : Isabelle Job

Réalisation et secrétariat d'édition : Fabienne Pesty

Crédit Agricole S.A. – Direction des Études Économiques

75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68

Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 - 2188

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

Achévé de rédiger le 12 mai 2011