

## Les figures imposées qui vont éviter une crise grecque « systémique »

Le risque grec affole de nouveau les marchés financiers. On est dans la politique autant que dans l'économie, dans « les éléments de langage » autant que dans les faits, dans la psychologie plus que dans l'analyse. Cependant, trois ans après le paroxysme de la crise qui a, un instant, fait penser que l'euro pouvait éclater, on a le sentiment que la réalité rattrape les engagements pris par les uns et les autres, les montages du sauvetage, le passage un peu rapide des investisseurs du pessimisme le plus noir à un optimisme irraisonné.

La mesure est donnée par les taux d'intérêt sur le marché des emprunts d'Etat. Le rendement de l'obligation grecque à 10 ans était revenu en septembre dernier au-dessous de 6 %, son niveau du début 2010. On n'a pas retrouvé les niveaux de crise de plus de 20 % (et même à un moment de 30 %) observés de septembre 2011 à septembre 2012, mais on dépasse 10 %. Et la Grèce n'est plus jugée dans la même catégorie que les autres maillons les plus faibles de la monnaie unique. Les rendements à 10 ans italiens, espagnols, irlandais ou portugais sont inférieurs à 2%.

Une confirmation de ce déclassement peut-elle à nouveau bousculer l'équilibre financier européen et même mondial ? Cela dépend des enjeux réels comme de leur gestion.

### Les masses en jeu : 3 % du PIB de la zone euro

Une des leçons du choc de 2010 a été l'effet de boule de neige : une défaillance grecque était de nature à fragiliser à l'extrême le système bancaire européen, de

mettre en danger l'existence même de l'euro et d'entraîner une crise financière mondiale sans réel précédent. Les conséquences les plus concrètes ont été une envolée des taux d'intérêt des obligations des pays jugés risqués de la zone euro (hors Allemagne, France et Benelux) et un blocage (ou une aggravation du blocage) des refinancements interbancaires.

On a souvent souligné que les enjeux de la dette grecque à proprement parler - 350 milliards d'euros fin 2011 - ne justifiaient pas des conséquences d'une telle ampleur. Mais, justement, les effets de levier qui jouaient sur les obligations publiques et privées par le biais des montages de dérivés de crédit changeaient la taille de la question. Les pertes potentielles en cascade pouvaient se traduire par des faillites, et la méfiance des banques les unes vis à vis des autres a demandé une action publique (la fameuse troïka BCE – Union Européenne – FMI) vigoureuse et très déterminée.

On est loin d'en être là aujourd'hui. La dette publique grecque est pratiquement exclusivement portée par les institutions qui ont sauvé la situation. Les dettes privées sont, soit provisionnées à hauteur des risques ou au-delà, soit garanties et placées sous des régimes juridiques stabilisés. On notera ainsi que les dernières émissions publiques sont régies par le droit britannique et échapperaient à un moratoire généralisé. Les concours du Fonds Européen de Stabilité Financière au secteur bancaire et les rachats d'actifs qu'il a effectué lors du sauvetage sont gagés sur des actifs.

On retiendra ainsi les créances détenues par les pays de la zone euro (195 milliards d'euros, dont 142 via le fonds de stabilité financière FESF), la BCE (25 milliards) et le

FMI (32 milliards), et un solde de l'ordre de 70 milliards placé dans des mains privées, pour l'essentiel des fonds de spéculation sur les créances très décotées, les fameux fonds vautour.

Ces 320 milliards d'euros de la Troïka constituent le vrai risque maximal d'un manquement grec. Ce n'est pas rien : plus de 3,2 % du produit intérieur brut de la zone euro. Pour la France, l'Allemagne et l'Italie, la facture de leur part serait comprise entre 2,4% et 2,9 % des produits intérieurs bruts. Mais ce n'est pas, ce n'est plus « systémique ».

## Défaillance et sortie de l'euro contre relance économique à (très) long terme

Le feu a été mis aux poudres par des rumeurs organisées autour de la chancellerie allemande. La semaine dernière les articles du Bild ou du Spiegel ont reçu la confirmation presque formelle de Mme Merkel. Si le président du principal parti d'opposition d'ultra gauche Syriza devait être Premier ministre à l'issue des élections du 25 janvier le gouvernement allemand, a-t-elle assuré, jugerait « inévitable » une sortie du pays de la zone euro.

Evidemment, la déclaration doit être replacée dans son contexte. La pression est mise sur une population grecque qui semble hostile à renoncer à l'euro et, plus encore peut-être, sur M. Tsipras et l'ensemble des responsables de Syriza. On sait que les intrusions étrangères dans une élection peuvent être contre-productives, mais, du côté de Syriza, l'approche du pouvoir (a priori au sein d'une coalition) se traduit par une nette inflexion du discours. Il n'est plus question pour M. Tsipras d'annoncer un défaut général de paiement de la dette publique et il affirme même que « le sujet d'une sortie de la Grèce n'existe pas ».

La question se pose pourtant. Le budget du pays est revenu excédentaire hors coût de la dette (excédent primaire) au prix d'une récession sévère : le produit intérieur brut a reculé de 25 % de 2009 à 2013 et l'exercice 2014 n'a pas enregistré de rebond, seulement une stabilisation (+0,7%). L'effondrement des investissements (des deux

tiers sur la période) ne permet pas de tabler sur un retour à une vraie croissance sur les bases actuelles. C'est dire que le service de la dette (qui représente 1,8 fois le PIB) ne pourra pas être assuré.

Deux issues sont possibles : la défaillance (avec ou sans sortie de la zone euro) ou la relance économique dans la durée. Dans les deux cas, les grands pays de la zone euro devront payer. D'un point de vue purement comptable, prendre ses pertes plutôt que d'augmenter sa mise est une attitude assez cohérente. Mais les effets secondaires sur l'économie européenne alourdiraient la note dans des proportions difficiles à chiffrer. Et la zone euro serait durablement affectée avec des attaques à attendre sur des pays fragilisés, et – pourquoi pas un jour ? – la France ou l'Italie.

Les intérêts des Grecs et ceux des pays européens ont toutes chances de se rejoindre. Les efforts consentis par le peuple grec ne peuvent être sacrifiés à une voie de l'extrême, pas plus que les investissements de solidarité de l'Allemagne, la France, l'Italie et l'ensemble de la zone euro.

## Allongement de la dette et financement des échéances : une sortie peu glorieuse, mais une sortie tout de même

Il n'y a rien de plus dangereux que le message adressé à des électeurs de l'impuissance de leurs futurs élus. Le parti de l'étranger est toujours sanctionné et c'est bien cela qui a provoqué les législatives grecques. Pour autant, les marges de manœuvres du futur pouvoir à Athènes sont bien étroites, comme le seront celles de ses partenaires européens.

Un défaut devrait être évité et un retour à la drachme aussi. Même si il y a des solutions intermédiaires, les créanciers vont à nouveau jouer le rôle de sauveteurs et les contreparties qu'ils exigeront seront une nouvelle fois bien ténues. Des réformes structurelles ont été douloureusement menées, d'autres vont être exigées (en particulier sur le plan fiscal), mais le délai pour en percevoir les retombées est tel qu'en attendant, il faudra toujours payer.

On voit le profil d'un plan : très fort allongement de la durée des prêts en cours -, financement des échéances les plus courtes. Evidemment cela s'apparente à de la cavalerie. Mais, d'un côté il faut étaler les provisions à passer sur des dettes qui ne seront jamais réglées en totalité, et de l'autre il faut éviter le défaut.

Tout cela ne s'annonce pas glorieux, ni d'un côté, ni de l'autre. Mais, aussi, cela semble démontrer que les marchés financiers ont des réactions excessives face à une question grecque qui n'a rien de nouveau.

