

Le spread de retour en euro, au-delà de la dette grecque

Revoilà la dette grecque. Le feuilleton semble reprendre sur un scénario répétitif et où les rôles sont distribués d'avance. L'affaire n'est pas si anecdotique : l'écart de rendement entre le Bund allemand à 10 ans et son équivalent grec a monté à 7,3 %. A deux ans, il dépasse 10 %. C'est le retour de ce spread qui donne une valeur au risque pays au sein d'une zone monétaire disparate. On ne peut que noter que, la détérioration continue du débat politique français aidant, la Grèce n'est pas le seul émetteur souverain de la zone euro à se trouver dans le viseur.

Le sauvetage de 2011 était indispensable pour sauver les banques

Il est inutile d'entrer dans le détail des chiffres. La dette grecque, contractée principalement auprès des banques européennes dans les années de constitution de la bulle du début des années 2000 a été, du fait du levier des dérivés de crédit, un des points de cassure possible de l'ensemble du système financier mondial. Un pays dont le produit intérieur brut ne pesait que 0,45% de celui de la planète a manqué de contribuer – aux côtés des crédits hypothécaires américains de mauvaise qualité – à l'effondrement en cascade d'établissements bancaires.

Il n'y avait guère d'autre solution que de nationaliser cette dette pour éviter l'enchaînement. Le risque souverain grec devenu ainsi « systémique », a donné lieu à un plan de sauvetage dès le printemps 2010 : le Fonds Monétaire International et l'Union Européenne refinaient le pays sur trois ans. Ce qu'on a appelé le premier

sauvetage de la Grèce était en réalité celui des banquiers créanciers et, en premier lieu, les banques allemandes.

L'échéance de juillet-août remet en évidence les objectifs d'excédent budgétaire primaire

On savait que c'était poser un cautère sur une jambe de bois. Les engagements imposés alors au pays – l'organisation d'une réduction des dépenses publiques conduisant à la récession – n'étaient ni crédibles du point de vue des prêteurs, ni admis de celui du débiteur. Quatre opérations de rééchelonnement et sept ans plus tard, la dette grecque se monte aujourd'hui à 1,8 fois le produit intérieur brut. La négociation qui s'est ouverte cette semaine ne porte pas sur une possibilité de solution de long terme passant par le remboursement, mais est centrée sur l'échéance de juillet-août (7 milliards d'euros tout de même soit 2,2 % du total dû).

Les créanciers – le FMI et l'Europe qui semble sur ce plan agir comme un protectorat allemand – exigent une stratégie permettant à l'État hellène de dégager un excédent budgétaire primaire (hors charge de la dette) représentant 3,5 % du PIB à partir de 2018 et pour une période longue, mais pas définie. L'année dernière – la première depuis 2008 à ne pas être en récession – cet excédent se serait approché de 2 %. Sur la base de prévisions de croissances volontaristes le gouvernement grec assure viser 3,7 % en 2018. Les spécialistes du FMI estiment que la tendance tourne en

réalité autour de 1,5%, ce qui conduit les fonctionnaires supranationaux et le gouvernement allemand à exiger de nouvelles mesures de rigueur.

Pour l'échéance de juillet, le FMI et l'Allemagne exigent ... et obtiennent des paroles aimables

On est dans le bluff et tout le monde le sait. La note du sauvetage des banques allemandes et de leur exposition grecque de 2008 se présente régulièrement et l'échéance de juillet sera honorée. Des engagements plus ou moins flous et plus ou moins réalistes de « réformes structurelles » sauveront la face du côté allemand : aller plus loin entraînerait une nouvelle récession contreproductive du point de vue de la dette. De son côté, le FMI (qui porte 24 milliards de dette grecque, soit 7,7 % de l'encours) n'est pas vraiment en mesure d'obtenir un moratoire sur une partie des créances détenue par les européens, indispensable pour donner un peu de crédibilité à long terme au montage. Mais aura son lot de paroles aimables.

L'étape suivante, l'année prochaine, sera le renouvellement du plan de 2015. De nouvelles conditions seront sans doute affichées, mais le grand rendez-vous est plus lointain : en 2023, date à partir de laquelle les intérêts de la dette contractée par l'Europe pour refinancer le pays devraient commencer à être payés.

Ce n'est pas la Grèce qui va faire exploser l'euro : désormais les yeux se tournent vers la présidentielle française

On comprend que ce n'est pas la Grèce qui peut faire exploser l'euro et que ses 312 milliards de dettes – 2,19 % du PIB de la zone euro - vont rester un sujet de discussion sans vrai risque « systémique ».

On ne peut pas en dire autant de la vedette actuelle du spread : l'Obligation Assimilable du Trésor. Un écart de la France avec l'Allemagne de 0,5 % pour l'échéance à deux ans et de 0,80 % pour le 10 ans marque l'entrée en campagne électorale et l'émergence de plusieurs programmes rompant et même inversant la dévaluation interne des quinze dernières années défendant une monnaie forte. Un saut dans l'inconnu ? On estime que les deux tiers de la dette française sont réputés émis « en monnaie de l'État », donc, le cas échéant, en franc dévalué de 10 à 15 % selon les scénarios. Le solde, sous droit britannique, serait garanti sur un euro à la parité de panier de monnaie bien complexe à fixer, tirée par un mark en hausse et des monnaies « du Sud » en nette baisse. Le scénario reste improbable, mais on a sans doute encore rien vu en matière de spread, ni, peut-être en matière de volatilité des actions européennes, allemandes et françaises en tête. À suivre...