

Grèce : une crise, deux solutions

LE CERCLE. Cela fait plusieurs mois maintenant qu'un grand nombre d'économistes sont convaincus que la Grèce n'est pas solvable. Des deux solutions possibles, laquelle sera appliquée?

L'Etat grec n'arrive pas à collecter suffisamment d'impôt, car une grande partie de ses citoyens sont depuis longtemps passés maîtres dans l'évasion fiscale. Les plans drastiques de réduction des dépenses affaiblissent une économie déjà en piètre état ; l'activité aura reculé de 3 % en 2011. L'arithmétique est implacable. La Grèce a une dette qui avoisine les 157 % du PIB. La soutenabilité de cette dette dépend des taux d'intérêt réels et de la croissance de l'économie. Même si l'on fait des hypothèses optimistes sur les taux, l'Etat grec devrait dégager des excédents budgétaires d'environ 6 % du PIB uniquement pour stabiliser le ratio dette sur PIB ! C'est une tâche herculéenne. Même si l'Etat grec arrivait à mener rapidement à bien un important programme de privatisations, cela ne suffirait pas à changer la dynamique explosive de la dette. Selon les plus optimistes un tel programme rapporterait 50 milliards d'euros, ce qui ne ramènerait la dette qu'à environ 130 % du PIB...

Les sauvetages successifs du FMI et de l'Union européenne permettent certes de gagner du temps, mais il est clair qu'ils ne résolvent pas le problème. S'il pouvait être judicieux de retarder la résolution du problème de la dette grecque au début de la crise, où les risques de contagion pouvaient être massifs et en tout cas difficiles à évaluer, il semble de plus en plus risqué de continuer à jouer la montre. Les responsables européens pensent que la Grèce pourra rembourser si l'on étend suffisamment la maturité des prêts. Sur cette opinion se greffe souvent la justification que, en renouvelant les financements au goutte-à-goutte, le FMI et l'Union européenne peuvent pousser la Grèce à réformer et à privatiser, conditions sine qua non à la restauration de la croissance à moyen terme. Pour des raisons d'arithmétique expliquée plus haut, cette politique devra être révisée.

Au fond, il n'y a que deux solutions possibles pour résoudre la crise grecque : soit la dette grecque est restructurée, soit un certain nombre de pays de la zone euro se mettent d'accord pour transférer de l'argent à la Grèce, pour rembourser une bonne partie de sa dette. Un tel remboursement aurait de multiples avantages : il stabiliserait le système financier, car l'absence de défaut assurerait le maintien du rating de la dette grecque et du financement de la Banque centrale européenne (BCE) pour les banques grecques ; la BCE ne ferait pas de perte en capital sur les bons grecs ; il n'y aurait plus de contagion à craindre pour l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et rien à craindre sur le marché des CDS (« credit default swaps »). Bien évidemment, pour lutter contre l'aléa moral, il faudrait immédiatement engager une réforme stricte et crédible de la gouvernance de la zone euro avec davantage d'intégration fiscale et une régulation financière paneuropéenne pour éviter que la situation grecque ne se reproduise. Politiquement, il semble quasi certain que cette solution, malgré ses mérites, ne sera pas adoptée.

Si nous préparons une résolution en coordonnant les crédateurs et en leur donnant un menu d'options pour la restructuration de la dette, nous pouvons limiter la contagion

Nous nous dirigeons donc, lentement mais sûrement, vers une restructuration de la dette grecque. Cette solution aurait l'avantage de faire payer une partie de la note par les crédateurs privés. Mais si nous adoptons la politique de l'autruche et que la restructuration n'est pas préparée, un certain nombre d'événements désagréables pourraient survenir. Les autres pays de la périphérie pourraient être affectés par la contagion ; la BCE pourrait refuser la dette grecque comme collatéral, privant ainsi les banques grecques de liquidité et précipitant la faillite de tout le système bancaire grec, forçant la Grèce à sortir de l'euro ; le marché des CDS, qui a gardé toute son opacité, pourrait propager la crise dans des endroits inattendus. Si, au contraire, nous sortons la tête du sable et préparons une résolution en coordonnant les crédateurs et en leur donnant un menu d'options pour la restructuration de la dette, nous pouvons limiter la contagion. Il faudrait aussi, bien sûr, avoir un trésor de guerre européen pour recapitaliser immédiatement toute institution financière ou tout Etat fragilisé par une restructuration de la dette grecque. La tactique du délai par plans successifs Union européenne-FMI a conduit à la concentration du risque souverain dans les bilans des autorités publiques (BCE, Fonds européen de stabilité financière), ce qui devrait favoriser la coordination des crédateurs. On en aura bien besoin !