



## La zone euro malade d'elle-même....

Xavier Dupret, Gresea, 3 août 2011

Après avoir longtemps tergiversé, les chefs d'Etat et de gouvernement de la zone euro se réunissaient le 21 juillet pour régler la question de la dette grecque. La question des finances publiques grecques constitue un casse-tête pour les grands argentiers de l'euro. Pas spécialement en raison de la possibilité d'un défaut qui serait le seul fait de l'Etat grec. Après tout, la Grèce ne représente pas grand-chose, d'un point de vue économique, au sein de l'Union européenne.

La raison d'être de cette agitation tient davantage à l'existence d'une profonde fracture au sein de la zone euro. Cette fracture révèle une contradiction entre deux groupes de pays. D'un côté, les pays vertueux, comme l'Allemagne et les Pays-Bas, adeptes de la rigueur budgétaire et des exportations grâce à un secteur industriel compétitif. De l'autre, les pays du Sud de l'Europe (en ce compris, la France) qui privilégient une croissance tirée par la consommation interne et/ou l'investissement public. En dépit des communiqués de circonstances, le sommet du 21 juillet n'a apporté aucune solution durable aux maux dont souffre la Grèce.

Ce faisant, on peut pronostiquer encore bien des remous, dans un avenir poche, au sein de la zone euro. Au point d'emporter cette dernière ?

### Dorloter les banques

La communication officielle (en d'autres temps, on parlait de propagande) a insisté sur le fait que les créanciers privés seront, à l'avenir, appelés à contribuer à l'allègement de la dette de la République hellénique. On apportera utilement un bémol à cette présentation des choses en faisant valoir que la participation des banques avait, à l'heure où ces lignes étaient écrites, un caractère strictement volontaire donc aléatoire.

Par ailleurs, l'Institut de la finance internationale (IIF), organisation représentant pas moins de 400 investisseurs privés issus du petit monde des banques et des assurances, s'est montré pour le moins imprécis quant aux modalités d'intervention du secteur bancaire. En définitive, les banques et les compagnies d'assurance créancières de la Grèce auront le choix entre trois options, à savoir, refinancer la Grèce avec des titres de maturité plus longue, soit se contenter de maintenir leur engagement en reprenant des titres de même maturité, soit vendre au nouveau Fonds de stabilisation européen (en anglais, EFSF pour European Financial Stability Facility) des obligations grecques avec une minoration d'emeurs prix (ce que l'on appelle dans le jargon financier, une décote) [1].

En ce qui concerne l'option visant à refinancer la Grèce à long terme par le biais de titres à maturité [2] plus longues (ce que l'on appelle dans le jargon un rollover. Traduction en français : basculement), il convient de noter la création, dans ce cas de figure, d'une structure de défaisance [3] au niveau européen (en anglais : special purpose vehicle : SPV) qui aura pour fonction d'extraire les titres de la dette publique grecque des bilans bancaires. En contrepartie des titres déposés, les institutions financières participantes recevront une partie en cash. Parallèlement, le SPV créera de nouvelles obligations grecques qui bénéficieront de la notation AAA sur les marchés financiers. La notation AAA est la meilleure de toutes. Elle équivaut à un risque nul de défaut et à ce titre, n'entraînera pas un taux d'intérêt trop élevé pour les finances publiques grecques.

Comment peut-on transformer des titres grecs que les acteurs financiers fuyaient fin juin, en obligations sûres au mois, un mois plus tard ? La réponse tient en deux mots : garantie étatique. En effet, la structure de défaisance qui recyclera les titres grecs n'est autre que l'EFSF qui, depuis le sommet du 21 juillet, est pleinement habilitée à racheter des obligations d'Etat. Or, l'EFSF fait l'objet de garanties auxquelles se sont engagés les Etats membres pour un montant total de 440 milliards d'euros. Tout comme à l'automne 2008, la politique de socialisation des pertes continue à fonctionner à plein régime.

C'est, au demeurant, cette présence d'une intéressante garantie publique qui a, d'ailleurs, amené les banques à accepter une diminution, toute relative, de taux d'intérêt en faveur de la Grèce dans le cadre d'un financement à long terme. Au lieu d'un taux de 8% initialement envisagé par les banquiers (plus du triple du taux appliqué, actuellement, à la dette souveraine allemande sur 10 ans), la "nouvelle" dette grecque fera l'objet d'une charge d'intérêt comprise entre 4 et 5,25 % selon le taux de croissance du pays.

La mise sur le marché de nouveaux titres devrait permettre à la dette grecque de diminuer de 26 milliards d'euros d'ici 2014. On doute toutefois que cela suffise à restaurer la solvabilité de la Grèce. La dette publique

grecque est aujourd'hui de 350 milliards d'euros et représente 150% du PIB. Avec les apports de l'EFSF, elle sera toujours de 138,5%. L'amélioration ne saute pas franchement aux yeux. A y regarder de plus près, l'opération "rollover" va surtout profiter aux banques.

#### Le détail grec

Les obligations grecques qui arrivent à échéance en 2014 offrent un coupon [4] de 3,85% en moyenne. En clair, avec un taux d'intérêt compris entre 4 et 5,25 %, la Grèce verra donc sa charge d'intérêt augmenter dans les années à venir. On peut légitimement douter de l'efficacité du remède. [5]

Par ailleurs, en cas de revente des titres, la décote qui sera appliquée aux obligations grecques sera "d'environ 20%". [6] Or, il se trouve que sur les places financières aujourd'hui, la dépréciation des obligations liées à la dette souveraine grecque se monte à 50%, soit une moins-value supérieure au prix de rachat fixé par l'EFSF.

Il y avait une autre manière de faire participer le secteur bancaire au renflouement de la Grèce. Cette approche alternative résidait dans la mise en œuvre, dans l'ensemble des pays de la zone euro, d'une taxe bancaire spéciale destinée à refinancer l'Etat grec. La création d'une taxe de ce type, après avoir été brièvement évoquée, a été enterrée dans la plus stricte intimité par les gouvernements de la zone euro. La taxation des profits bancaires aurait pourtant permis de faire baisser le coût du sauvetage la Grèce en dégageant des ressources à destination de l'EFSF alors que les formules actuellement mises en œuvre impliquent de devoir faire face à une série de surcoûts.

Ainsi, la stratégie basée sur le rachat d'une partie de la dette publique grecque implique non seulement de financer un programme spécifique de prêts via l'EFSF pour la Grèce, mais aussi de prévoir des fonds pour racheter les titres grecs que les banques revendront. Comme expliqué plus haut, ces titres feront l'objet d'une décote. Or, "l'exposition brute à la dette grecque des 90 banques européennes ayant passé les tests de résistance atteignait 98,2 milliards d'euros fin 2010, dont 66 pour les seules banques grecques." [7] L'ampleur des pertes pour le secteur bancaire grec se situe, avec une décote de 21%, entre 12 et 13 milliards d'euros. Evidemment, ces pertes vont peser sur les comptabilités des banques grecques. Ce qui contraindra ces dernières à se recapitaliser sans pouvoir compter sur l'Etat grec. D'où nécessité de faire appel aux pouvoirs publics de la zone euro pour sauver le secteur bancaire grec.

En outre, il était clair, dès le début du mois de juillet, que la formule du rollover (visant à remplacer une partie de la dette publique grecque existante par des titres à plus long terme de 30 ans) allait être considérée par les agences de notation comme une situation, certes temporaire, de défaut de paiement. Puisque les autorités grecques manifestaient leur incapacité à régler la dette selon les termes initialement convenus avec leurs créanciers.

On pouvait redouter que cette situation n'amène les agences de notation à se méfier des deux autres pays de la zone euro (à savoir, le Portugal et l'Irlande) se trouvant en délicate posture face aux acteurs de la finance. Et c'est effectivement ce qui s'est produit dès la fin du mois de juillet puisque les taux à 10 ans sur la dette portugaise se maintenaient, à cette époque, au-dessus des 11%. [8]

Se profile, dès lors, le danger que le Portugal ne puisse, dans un avenir proche, plus faire face à sa dette et se retrouve, comme la Grèce, dans l'obligation de faire défaut. Or, les accords intervenus au niveau européen avaient, outre réglé la situation grecque, pour but de porter un coup d'arrêt à la contagion vers les autres pays ayant un problème avec leurs dettes publiques. Après l'accord du 21 juillet, on peut raisonnablement craindre que les dirigeants de la zone euro n'aient, in fine, rebouché un trou en en creusant un autre. Comme un malheur ne vient jamais seul, d'autres dispositions de l'accord poseront problème à l'avenir.

#### Aveuglement macroéconomique

L'austérité généralisée comme ligne de conduite macroéconomique a été confirmée par les ténors de la zone euro. Le 21 juillet, les Etats européens se sont, en effet, engagés à abaisser leurs déficits budgétaires en dessous des 3% dès 2013. La pression à l'austérité tombe au plus mauvais moment pour les économies européennes.

En effet, les croissances française et allemande perdraient en vigueur depuis le printemps 2011. Ce constat vaut pour l'ensemble du monde développé. "L'activité ralentirait nettement au deuxième trimestre 2011 dans les économies avancées : +0,1 % après +0,4 %. L'économie japonaise reculerait de nouveau (-1,8 % après -0,9 %) et la croissance se tasserait aux États-Unis (+0,4 % après +0,5 %), dans la zone euro (+0,4 % après +0,8 %) et au Royaume-Uni (+0,1 % après +0,5 %)". [9]

Dans l'ensemble des nations industrialisées, la poursuite de la mise en œuvre des mesures de consolidation budgétaire freinera davantage encore la croissance économique. En effet, l'austérité désigne clairement une politique visant à comprimer la demande de biens et de services dans le but de réduire la dette et le déficit de l'Etat.

On peut déjà anticiper l'impact d'une telle politique sur un pays comme la Grèce. On sait d'ores et déjà que l'austérité "made in Greece" s'est accompagnée d'un étouffement de la demande intérieure.

*Part de la demande intérieure en pourcentage du PIB en Grèce (prix courants)*

2009 2010 2011 2012

110,7 108,5 104,8 102,6

*NB : prévisions pour 2011 et 2012.*

*Source : Eurostat, 2011.*

Le fait que la demande intérieure grecque soit supérieure à 100% s'explique par la montée de l'endettement des ménages grecs qui, au cours des années 2000, comme nous le verrons plus loin, ont consommé au-delà des capacités productives de leur pays à partir de l'entrée de ce dernier dans la zone euro. A ce stade du développement, nous nous bornerons à constater que la demande intérieure ne viendra plus soutenir la croissance grecque. Parallèlement, si un ralentissement économique se confirmait en Europe, il y aurait lieu de considérer une relance de l'économie grecque via son commerce extérieur comme relevant purement et simplement de l'utopie, faute de demande externe suffisante.

L'aveuglement des autorités européennes est de plus en plus évident. Ainsi, l'ONU, dans son rapport annuel sur la situation sociale dans le monde, estimait que les politiques d'austérité telles que menées en Grèce et en Espagne menacent l'emploi et minent la reprise économique. "Les mesures d'austérité prises par certains pays comme la Grèce et l'Espagne face à un endettement public excessif non seulement menacent l'emploi dans le secteur public et les dépenses sociales, mais rendent la reprise plus incertaine et plus fragile". [10] Il n'est jusqu'à la CES (Confédération européenne des syndicats) qui n'ait donné de la voix contre l'économiquement correct dominant en Europe. "L'Europe doit d'urgence changer de cap et opter pour une autre forme de gouvernance économique. La gouvernance de l'austérité étouffe nos économies et maintient le chômage à un niveau élevé. Les développements en Grèce sont particulièrement inquiétants." [11]

En Europe, la relance, plus personne ne semble connaître. Rien, dans les dispositions des accords du 21 juillet, ne permet d'identifier la volonté de mettre en œuvre une politique de relance dans les pays de la zone euro en difficulté. L'EFSF prêtera aux gouvernements grec, portugais et irlandais à un taux compris entre 3,5 et 4%. Dans le cas de la Grèce, ces prêts permettront, certes, de disposer de liquidités dans des délais assez brefs. Cependant, ils n'offrent aucune perspective structurelle permettant de régler d'améliorer le profil de solvabilité de la Grèce.

Des prêts à un tel taux ne changent pas grand-chose à la situation de la Grèce qui doit, pour l'heure, s'acquitter d'un coupon à 3,85% sur la fraction de la dette qu'elle rembourse. Il est vrai toutefois que grâce aux prêts de l'EFSF, la Grèce va retrouver du financement à long terme et ne devra plus s'endetter à des taux exorbitants (+/-9%) sur des obligations à maturité courte (deux ans au plus).

Autre élément à repérer au catalogue des bonnes intentions : la Commission assure qu'elle veillera à restimuler l'économie grecque en mobilisant 8 milliards d'aides régionales qui ne sont pas consommés chaque année par la Grèce afin de financer différents projets d'infrastructures. Pour mémoire, 8 milliards d'euros, cela représente 3,4% du PIB grec en 2009 (235,5 milliards d'euros). Or, la Grèce est en récession continue depuis 2009.

Taux de croissance du PIB grec depuis 2008

2008 2009 2010 2011

1% -2% -4,50% -3%

*Prévision pour 2011 (1<sup>er</sup> semestre)*

*Source : Banque mondiale, 2011*

Comme on le voit, le PIB grec a énormément décliné depuis l'éclatement de la crise. Ce qui signifie, d'ores et déjà, que si des montants de 8 milliards sont injectés chaque année en Grèce pendant 3 ans, ce ne sera vraisemblablement suffisant pour que le PIB grec retrouve son niveau de janvier 2009. Et ce d'autant qu'à la fin du mois de juin, le gouvernement grec, pour bénéficier de l'"aide" européenne, programmait 28,4 milliards d'économies [12], à l'horizon 2012-2015, qui risquent de peser lourd sur la croissance du PIB grec à court et

moyen terme. Osons une hypothèse. Si la "réponse" de l'Europe offre aussi peu de garanties structurelles à la Grèce, c'est sans doute parce que le ver était, en quelque sorte, déjà dans le fruit de sorte qu'aujourd'hui, nous payons les tares inhérentes au projet de monnaie unique européenne.

Euro de droite ?

La préparation du passage à l'euro s'est effectuée en 1992 lors de la signature du traité de Maastricht. Les conditions auxquelles se soumettaient les Etats membres étaient les suivantes. Dans chaque pays, le taux d'inflation pouvait, au maximum, excéder de 1,5% le taux moyen des trois Etats membres les moins exposés à l'augmentation du coût de la vie. Les déficits budgétaires devaient systématiquement se situer en dessous des 3% du PIB. Les endettements publics des candidats devaient être inférieurs à 60% du PIB. Selon ces critères, ni la Belgique ni l'Italie ne pouvaient figurer dans les pays membres du club euro. Néanmoins, une vigoureuse politique de désendettement a permis à ces deux pays d'entrer dans la zone euro. La Banque centrale européenne, dans le cadre de la mise en œuvre de l'euro, est indépendante du politique et exclusivement mandatée pour maintenir la stabilité des prix sans autre forme de considérations pour la croissance et l'emploi.

Depuis bientôt 20 ans, cette ligne constitue l'alpha et l'oméga de la politique monétaire européenne. Ce qui permet d'établir que "l'union monétaire(...) est un projet indiscutablement de droite. Si on ne s'en est pas rendu compte au début, on devrait en avoir malheureusement pris conscience maintenant que les économies les plus faibles de la zone euro subissent le traitement punitif qui était auparavant réservé aux économies du Tiers-monde prises dans l'étau du Fond Monétaire International (FMI) et de ses dirigeants du G7. Au lieu d'essayer de sortir de la récession grâce aux incitations fiscales et/ou monétaires, comme la plupart des gouvernements l'ont fait en 2009, ces gouvernements sont forcés de faire le contraire au prix d'un énorme coût social (...) pendant que les banques sont renflouées par les contribuables." [13]

Autant le dire d'emblée, on ne réglera pas la profonde crise que traverse l'euro sans revisiter les fondamentaux de la politique monétaire en Europe. La zone euro, dès le départ, n'était pas une zone monétaire optimale. L'optimalité d'une zone monétaire est définie par la mobilité du capital et du travail comme facteurs de production. Si cette mobilité n'existe pas entre un pays A et un pays B à l'intérieur d'une union monétaire, que se passe-t-il en cas de choc affectant plus profondément un des deux pays ? "En l'absence de déplacement des facteurs de production, le pays A subira une baisse de sa production entraînant la sous-utilisation de ses usines, une montée du chômage ainsi qu'une détérioration de sa balance courante des paiements. Le pays B sera marqué, à l'inverse, par un excès de production (...) et bénéficiera d'un excès de sa balance courante des paiements". [14]

Ce cas de figure s'est pleinement vérifié dans la zone euro dans la mesure où les politiques économiques des différents Etats membres étaient de nature profondément divergente. Schématiquement, on peut décrire la zone euro comme divisée entre deux groupes de pays qui, sur un plan strictement économique, n'ont rien à faire ensemble.

"D'une part, les pays du nord, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche, qui ont choisi un modèle industriel exportateur ; de l'autre, les pays du sud, France, Italie, Espagne etc., et leur modèle de consommation, tiré en France par la dépense publique. (...). Ce divorce s'est aggravé avec la crise de 2008." [15]

Solidarité Nord-Sud ?

Les pays du sud de l'Europe vont connaître une détérioration constante de leurs balances courantes au cours des années 2000 après l'adoption de l'euro. La balance des opérations courantes se calcule en additionnant les soldes de la balance commerciale (balance relative aux échanges de biens physiques), des services, des revenus (salaires, dividendes, intérêts) et des transferts (dons et aides divers). Le tableau qui suit permet de vérifier cette hypothèse.

*Evolution du solde des échanges extérieurs de biens et services des pays du sud de l'Europe (en % du PIB à partir de 2002) en prix courants*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Grèce	-13,5	-12,3	-10,1	-9,0	-10,6	-11,9	-12,8	-10,7	-8,5
Espagne	-2,1	-2,4	-4,0	-5,3	-6,4	-6,7	-5,8	-2,2	-2,2
France	1,5	0,9	0,4	-0,6	-1,0	-1,5	-2,1	-1,8	-2,3
Italie	1,0	0,6	0,7	-0,1	-0,8	-0,2	-0,7	-0,4	-1,8
Portugal	-8,3	-6,8	-8,3	-9,4	-8,7	-8,0	-10,1	-7,5	-7,2

Source : Eurostat, 2011.

Comme on peut le constater, la dégradation des soldes des échanges des pays du sud européen s'est globalement aggravée depuis la création de l'euro. On remarquera que les pays particulièrement mis sous pression par les acteurs financiers aujourd'hui (Portugal, Espagne, Grèce) ont vu leurs déficits se réduire après 2008. Cela est essentiellement dû aux politiques d'austérité qui y ont bridé la demande. Dans le cas de la France et de l'Italie, l'évolution est encore plus saisissante puisque ces deux pays connaissaient des excédents au moment de l'introduction de l'euro. Ce n'est plus le cas depuis 2005. On remarquera que la Grèce fait un peu exception à ce tableau d'ensemble dans la mesure où son déficit commercial n'a recommencé à se creuser qu'à partir de 2005. Jusque-là, il avait plutôt diminué tout en continuant à être le plus important des pays du sud de l'Europe et en 2008, le déficit commercial grec retrouvait son niveau du début des années 2000.

L'année 2008 va marquer un tournant pour ces pays. La socialisation des pertes bancaires va déstabiliser gravement les finances publiques du monde développé. Les recapitalisations des banques et les mesures de stimulation des économies ont creusé les déficits dans la plupart des pays avancés du G20 qui verront leur dette publique passer de 78,8% de leur PIB en 2007 à 119,7% en 2014. Pendant ce temps, les émergents membres du G20 feront légèrement baisser le poids de leurs dettes (37,5% du PIB puis 36,4% en 2014). La dette publique des USA dépassera les 112% du PIB en 2014 et ne commencera à se stabiliser qu'à partir de 2019. [16]

Quand les Etats occidentaux ont fait le choix de reprendre à leur compte les dettes des banques devenues insolubles en raison de leur manque de discernement dans leur politique d'endettement, il y avait de fortes chances pour que leurs finances publiques fassent l'objet d'une grande défiance de la part du capital financier. Robert Zoeligmeyer, président du groupe de la Banque mondiale, l'avait, d'ailleurs, annoncé en 2010 : "les solutions de 2008-2009 pourraient avoir jeté les bases des troubles à venir en 2010".

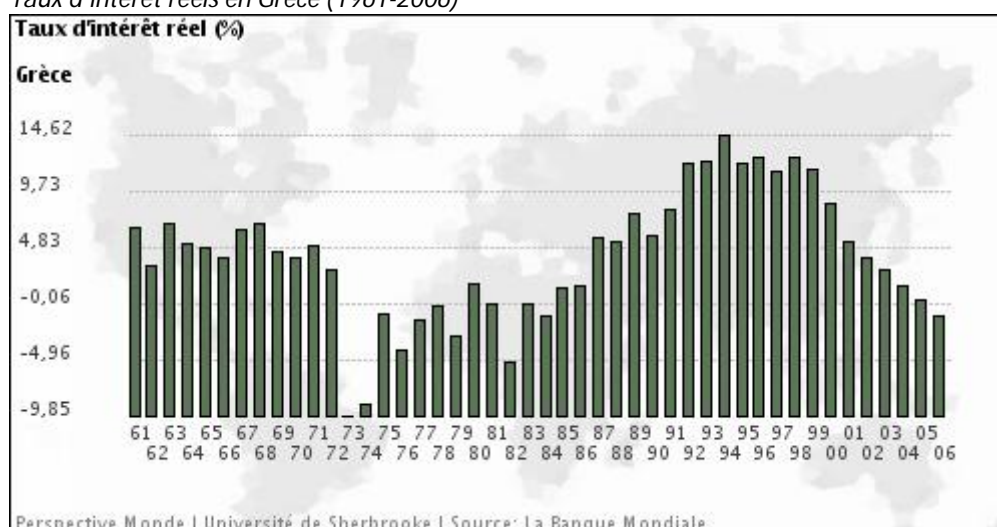
Ce retournement de la confiance dans les finances publiques occidentales a particulièrement impacté les pays du sud de l'Europe. Dans les années 2000, quand les finances publiques des pays occidentaux n'étaient pas scrutées avec inquiétude par les institutions financières, les possibilités d'endettement étaient facilitées, au sud du Vieux continent, du fait d'adhérer à une zone monétaire qui, lutte contre l'inflation oblige, faisait le pari d'une monnaie forte.

L'adoption de l'euro a permis à l'Espagne, à l'Italie et à la Grèce de s'endetter à meilleur taux. La Commission ne disait pas autre chose dans le quotidien "La Libre Belgique" en 2010 : "S'il n'y avait pas eu l'euro, certaines économies, et en particulier celles de l'Europe du Sud, auraient eu à payer un prix plus cher [NDLR pour leur dette publique]". [17]

Cette version des faits est corroborée par les faits. Prenons l'exemple de la Grèce.<

Le tableau décrit l'évolution des taux d'intérêt réels (taux d'intérêt nominaux diminués de l'inflation) de la Grèce entre 1961 et 2006.

Taux d'intérêt réels en Grèce (1961-2006)



Perspective Monde | Université de Sherbrooke | Source: La Banque Mondiale  
 Source : Université de Sherbrooke, <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/GRC/fr/FR.INR.RINR.html> (2005)

On s'aperçoit qu'en 1995, la Grèce s'acquittait d'un taux d'intérêt réel sur sa dette avoisinant les 12%. Après l'adhésion à l'euro, ce taux d'intérêt réel a beaucoup baissé (8,627 en 2000 puis 2,756 % en 2003). Il était, dans ces conditions, parfaitement logique que les ménages et l'Etat s'endettent davantage. A l'époque, personne ne trouvait rien à redire, en Allemagne, quant à cet état de choses. Vu la politique de l'euro fort, les industries des pays du sud étaient de moins en moins compétitives. Au total, le boom de la consommation y a permis l'émergence de nouvelles parts de marché pour l'industrie allemande.

La progression de l'endettement va frapper tous les pays de la zone euro qui ont en partage une langue latine et/ou la Méditerranée.

*Endettement des ménages en % du PIB (Portugal, Grèce, Espagne, France) depuis 2001*

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Grèce	23,35	26,96	30,12	34,86	41,80	46,75	51,93
Espagne	55,49	59,06	64,41	70,42	77,65	84,89	87,66
France	48,55	47,60	49,94	52,65	56,83	60,21	62,68
Italie	27,97	32,25	34,77	37,16	40,37	42,92	45,10
Portugal	76,38	77,84	82,37	86,66	90,94	95,60	99,65
	2008	2009	2010				
Grèce	55,29	57,25	64,95				
Espagne	88,06	89,88	90,13				
France	64,13	69,01	:				
Italie	45,59	48,66	:				
Portugal	101,69	106,24	105,31				

Source : Eurostat, 2011.

C'est en France que l'endettement des ménages a le moins augmenté. La progression dans le cas de la Grèce est particulièrement spectaculaire puisque l'endettement des ménages y a triplé en une décennie. En Italie, il a doublé sans pour autant atteindre les sommets de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal. Quant aux taux d'endettement des ménages de l'Espagne et du Portugal, ils atteignent la barre des 100% du PIB.

*Endettement des administrations publiques en % du PIB (Portugal, Grèce, Espagne, France) depuis 2001*

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Grèce	118,08	117,56	112,32	114,78	112,36	115,62
Espagne	61,86	60,33	55,35	53,36	50,71	46,20
France	64,27	67,34	71,47	73,80	75,61	70,94
Italie	120,80	119,35	116,91	117,17	119,90	117,34
Portugal	61,68	65,04	66,76	69,29	72,84	77,61
	2007	2008	2009	2010		
Grèce	112,89	116,11	131,55	122,51		
Espagne	42,28	47,58	62,47	66,36		
France	70,00	75,79	87,14	:		
Italie	112,65	115,11	127,66	:		
Portugal	75,42	80,58	93,13	96,67		

Source : Eurostat, 2011.

On remarquera qu'avant même la crise financière de 2008, les endettements publics de ce groupe de pays ont progressé de manière constante. La crise de 2008 n'a fait qu'aggraver cette donnée. Cette situation contraste avec celle des pays vertueux du nord de la zone euro (Pays-Bas, Allemagne, Autriche, Finlande) qui ont commencé à se désendetter à partir de 2005 (2004 pour les Pays-Bas).

## Endettement des administrations publiques en % du PIB (Pays-Bas, Allemagne, Autriche, Finlande) depuis 2001

	2001	2002	2003	2004	2005
Allemagne	60,67	63,04	66,23	69,30	71,81
Autriche	77,24	79,33	77,83	77,51	78,22
Finlande	60,19	57,48	59,13	57,62	54,01
Pays-Bas	63,45	65,17	67,03	66,95	65,84
	2006	2007	2008	2009	2010
Allemagne	70,00	66,02	69,90	77,04	:
Autriche	74,13	70,56	73,93	81,87	:
Finlande	50,31	46,04	45,06	56,17	61,95
Pays-Bas	58,96	56,36	71,23	75,97	:

Source : Eurostat, 2011.

Avec la crise financière de 2008, ces pays vertueux ont été contraints de s'endetter pour faire face à l'état d'insolvabilité de leurs banques. La demande globale de crédit dans la zone euro a donc augmenté et les acteurs financiers se sont montrés particulièrement méfiants à l'égard des pays du sud, étant donné le déficit chronique de leurs balances des opérations courantes. Comme nous l'avons vu, la question de la dette grecque va rester pendante. A terme, ce dossier risque d'attiser les contradictions entre le nord et le sud du continent.

Après le sommet du 21 juillet, la zone euro reste donc sous haute tension. La monnaie unique n'y résistera peut-être pas.

### Notes

[1] Les Echos, 22 et 23 juillet 2011.

[2] La maturité d'une obligation correspond à sa date d'échéance. La date d'échéance ou de maturité porte sur une date future à laquelle l'émetteur de l'obligation aura remboursé le montant emprunté appelé également principal.

[3] Structure de défaillance : entité juridique chargée d'isoler des actifs financiers d'une entreprise ou d'un secteur.

[4] Dans le jargon financier, le coupon attaché à une obligation désigne le taux d'intérêt que cette obligation rapporte à son détenteur.

[5] Violaine le Gall, " Le plan français laisse intact le problème d'endettement de la Grèce" in [www.agefi.fr](http://www.agefi.fr) (texte mis en ligne le 1<sup>er</sup> juillet 2011).

[6] Financial Times, 22 juillet 2011.

[7] Alexandre Garabedian, "Le plan grec devrait coûter 2,4 milliards d'euros aux banques françaises" in [www.agefi.fr](http://www.agefi.fr) (texte mis en ligne le 25 juillet 2011).

[8] On notera que les Etats de la zone euro n'ont pas d'autre choix que d'emprunter à ces taux pour le plus grand bénéfice des banques. La libéralisation financière a démantelé les banques publiques et interdit aux Etats de se financer directement auprès de la BCE à un taux d'intérêt bien inférieur.

[9] Insee, analyse de conjoncture, juin 2011.

[10] Cité dans L'Echo, édition mise en ligne le 22 juin 2011.

[11] Confédération européenne des syndicats, "Résolution d'urgence : Le Congrès de la CES demande au Conseil ECOFIN de changer immédiatement d'orientation politique", douzième congrès de la Confédération européenne des syndicats, Athènes : 16-19 mai 2011 [source : <http://www.etuc.org/a/8714> (21 juin 2011)] .

[12] Le Figaro, édition mise en ligne le 29 juin 2011.

[13] Mark Weisbrot, Why the euro is not worth saving in The Guardian, édition mise en ligne le 11 juillet 2011.

[14] Christian Saint-Etienne, La fin de l'euro, Éd. François Bourin, Paris, 2011, p.19.

[15] Christian Saint-Etienne in Libération, édition mise en ligne le 12 juillet 2011.

[16] Mark Horton, Manmohan Kumar, Paulo Mauro, IMF staff position note, « The state of public finances : a cross country fiscal monitor », 30 juillet 2009, p.26.

[17] La Libre Belgique, 28 octobre 2010.