



Grèce vs. Argentine : comparaison n'est pas raison

- Depuis le début de la crise grecque fin 2009, les comparaisons se sont multipliées entre la Grèce d'aujourd'hui et l'Argentine d'il y a dix ans. Compte tenu de la capacité de rebond de l'économie argentine post-crise, certains prédisent voire recommandent une thérapie de choc identique, avec dans le cas de la Grèce une sortie de la zone euro, la réintroduction d'une monnaie nationale fortement dévaluée et une cessation de paiement.
- Pourtant, comparaison n'est pas raison et il nous semble qu'il existe des différences majeures qui rendent le cas grec singulier appelant à la plus grande prudence quant au remède à administrer.
- La dévaluation n'apparaît pas dans le cas de la Grèce comme une potion magique qui légitimerait une sortie du pays de la zone euro, même au prix d'une crise sociale temporaire. Le positionnement géographique et la spécialisation sectorielle des exportations grecques conduisent à émettre des réserves sur la possibilité pour le secteur extérieur d'être un vrai levier de croissance. *A contrario*, une telle éventualité est porteuse d'un risque de déstabilisation majeure pour la Grèce mais aussi pour l'Union monétaire dans son ensemble.

I- Argentine 2001, Grèce 2011 : des similitudes frappantes

i. Succès et déboires du Currency Board en Argentine

En avril 1991, l'Argentine décidait de mettre en place un système de caisse d'émission (*Currency Board*) – connu localement sous le nom de *Loi de Convertibilité* – assimilable à une « quasi » union monétaire. **Ce régime monétaire instaurait une parité fixe** (engagement irrévocable) de 1 : 1 entre le USD et le peso Argentin (régime bi-monnaire avec double comptabilité des bilans bancaires et forte dollarisation de l'économie, soit un « quasi » remplacement de la monnaie nationale) **et un adossement de toute émission de monnaie locale sur des actifs libellés en dollars**. Cet abandon de souveraineté monétaire (impossibilité de dévaluer, création monétaire corsetée et absence de prêteur en dernier ressort pour les banques ou pour l'Etat... sauf la Fed) visait à mettre un terme à des années d'hyperinflation, de faible croissance et de déficit public.

✓ 1992-97 : les années de succès

Dès la fin de l'année 92, ce corset monétaire a permis de faire refluer l'inflation sous la barre des 10% et de ramener la confiance des investisseurs. Cet ancrage nominal et la hausse notable des flux d'investissements directs (sur fond de mise en œuvre d'un programme de privatisations), le tout dans un contexte d'affaiblissement du dollar favorable aux exportations argentines (+15% l'an entre 1994 et 1998), ont permis au pays de renouer avec des taux de croissance dynamiques (moyenne +5,5% entre 1992 et 1997). Compte tenu de ces résultats

probants, l'Argentine a été érigée au rang de bon élève par le FMI, ce qui a nourri le sentiment de confiance à l'égard des fondamentaux de l'économie argentine avec l'enclenchement d'une dynamique vertueuse entre vague d'entrées de capitaux étrangers, gonflement de la masse monétaire et des crédits et croissance économique.

✓ 1998-2000 : le déclin

Une série de chocs extérieurs vont mettre en lumière les faiblesses de ce modèle. Les crises financières en série – Asie (1997), Russie (1998) – qui ont secoué la sphère émergente se sont traduites par l'envolée généralisée des primes de risques, ce qui a pesé sur les équilibres budgétaires argentins *via* le renchérissement du coût de la dette. L'appréciation du dollar à partir de 1995 (contre la plupart des devises émergentes) suivie de la dévaluation du Real brésilien en 1999 ont créé un choc massif sur les termes de l'échange, avec une surévaluation du peso estimée autour de 50% en 2001, juste avant la crise.

Face à cette perte de compétitivité, au freinage des exportations (hausse moyenne de seulement 2,1% sur la période, synonyme de ralentissement des entrées en devises), à la montée des importations (effet symétrique) et à l'assèchement des flux d'IDE, l'Argentine n'a eu d'autre choix que de s'ajuster par la dévaluation interne et la déflation (baisse des salaires et des prix) sur fond de contraction de la masse monétaire, de *credit crunch* et de récession sévère (8,7% en cumulé en trois ans pour assainir ses finances avec le maintien d'un déficit primaire de l'ordre de 1,3% du PIB, les efforts entrepris à la fin des années 90 se sont révélés insuffisants pour compenser la hausse des charges d'intérêts, conduisant à une crise d'endettement (doublement du stock de dette de 34% à plus de 60% sur la décennie 90).

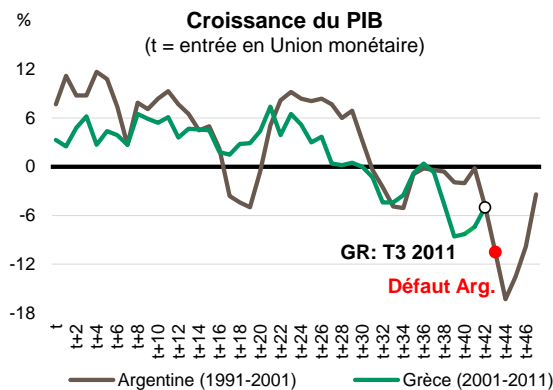
Sous l'égide du FMI, trois plans d'austérité, afin de contrôler les déficits et restaurer la confiance des marchés, ont été successivement mis en œuvre (mars 2000, janvier 2001 et septembre 2001), ces derniers étant assortis d'une aide financière sans cesse réévaluée en hausse (de USD 7,2 Mds initialement à USD 22 Mds en 2001). L'Argentine s'est néanmoins montrée incapable de se conformer aux cibles budgétaires imposées par le FMI ; les doutes sur la solvabilité de l'Etat ont plongé le pays dans une trappe à austérité selon un schéma circulaire où hausses des primes de risque et des déficits ont entraîné une asphyxie conjointe des finances publiques et de la croissance. Pour exemple, la « loi déficit zéro » promulguée en juillet 2001 devait permettre d'équilibrer le budget en fin d'année. Au lieu de créer un choc positif de confiance, l'annonce de cette mesure a entraîné une hausse immédiate de la prime de risque compromettant dès le départ cet objectif (avec une crédibilité politique extrêmement faible). De plus, les restrictions budgétaires ont aggravé la récession économique (avec une contraction du PIB de 4,5% sur l'année, là où le plan prévoyait une croissance de 3,5%). Pour tenter de remettre la dette publique sur une trajectoire soutenable, l'Argentine a également proposé un échange de dette initialement cantonné aux détenteurs domestiques (en juin 2001, « Megacanje »), puis à l'ensemble des créanciers (novembre 2001) avec en corollaire une dégradation de sa note souveraine en catégorie défaut.

✓ 2001 : la crise

La crise finale est le résultat de multiples tensions : en novembre 2001, la fuite des dépôts s'est fortement accélérée, les réserves de change se sont mises à fondre au rythme de USD 2 mds par jour, le tout en l'absence d'un prêteur en dernier ressort capable de fournir la liquidité aux banques. Face aux ruées de déposants, le gouvernement a alors imposé des restrictions aux retraits des dépôts à vue (le « *corralito* ») puis un peu plus tard aux dépôts à terme (le « *coralon* ») tout en imposant un contrôle des changes.

Le 5 décembre, le refus du FMI de débloquer une nouvelle tranche d'aide a eu pour effet d'amplifier la crise de confiance. Les Argentins, incapables de récupérer leur épargne, sont descendus dans la rue avec une succession de manifestations massives et violentes. Cette crise sociale a entraîné la démission du gouvernement de De la Rúa. Le président Duhalde arrivé au pouvoir au 1^{er} janvier 2002 a alors déclaré le pays en cessation de paiement, et orchestré une sortie du *currency board* conduisant à une dévaluation du peso, rendue effective en février 2002, avec une nouvelle parité officielle de 1,40 Peso pour 1 USD.

A sa suite, le pays s'est enfoncé dans une crise économique et sociale majeure avec une chute de l'activité de 15% en 6 mois, une montée en flèche du chômage (plus de 20% en 2002) et des indices de pauvreté (avec un nombre de personnes vivant en dessous du seuil supérieur à 50%).



Source : donnée non-CVS, Institut national de statistique, CA S.A.

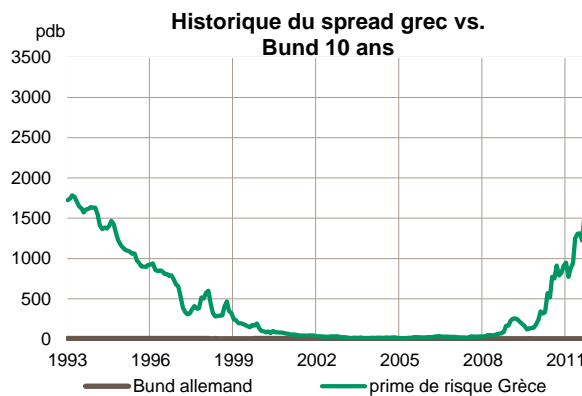
Néanmoins, grâce au boom des matières premières et à la montée en puissance des pays émergents, l'économie argentine, grande puissance agricole, a pu renouer avec des années de forte croissance. Le triplement du prix du soja, un de ses fleurons à l'exportation, a notamment permis de renflouer les caisses de l'Etat argentin qui a pu en retour faire preuve de largesses sociales.

ii. La Grèce prise dans l'engrenage de la crise

En 2001, la Grèce a rejoint l'UEM et a donc abandonné sa souveraineté monétaire au profit de la Banque centrale européenne en même temps que sa monnaie, la Drachme remplacée par l'Euro. A l'instar de l'Argentine, la Grèce a perdu à cette occasion la possibilité de recourir à une dévaluation de sa monnaie en cas de choc sur les termes de l'échange tout en conservant un accès à un prêteur en dernier ressort, la BCE (ce qui différencie le cas grec du cas argentin avec une banque centrale, soumise aux contraintes du *Currency Board* et qui ne pouvait (re)financer les agents domestiques).

✓ 2001-2008 : années de rattrapage économique

Comme en Argentine, les premières années se sont soldées par un certain succès. En Grèce, l'adhésion à l'euro a permis au pays de profiter de conditions financières avantageuses (baisse des primes de risque) pour s'endetter à bon prix tout en bénéficiant de transferts de fonds structurels européens et d'investissements directs étrangers (IDE), lesquels ont soutenu une vraie dynamique de rattrapage économique, le tout dans un contexte d'inflation basse et stable.

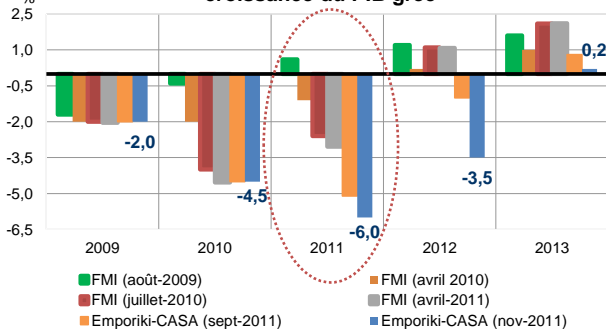


Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

✓ 2008-... : l'engrenage de crise

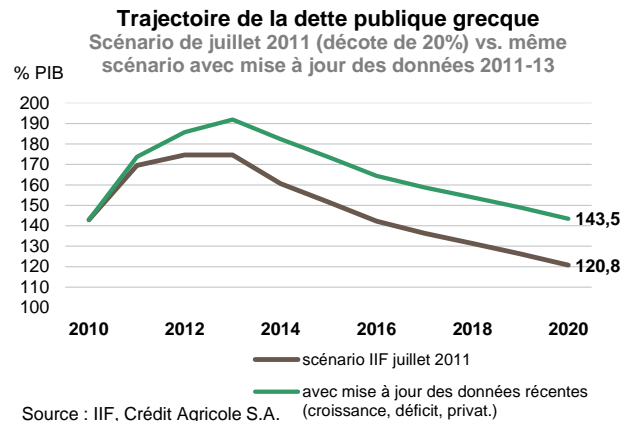
Comme les chocs aderses en série ont mis en lumière les limites du *Currency Board* Argentin, la crise financière de 2008 est venue révéler les défaillances du modèle de croissance grecque avec un secteur public hypertrophié et inefficace, une accumulation excessive de dette publique et une perte de compétitivité chronique sur fond de hausse des salaires très au-delà de productivité et de consommation débridée, avec en conséquence un creusement du déficit extérieur.

Grèce : évolution des scénarios de croissance du PIB grec



Source : FMI, Crédit Agricole S.A.

Cette problématique de double déficit et la nécessité de son financement dans un contexte d'envolée des primes de risque a contraint la Grèce, incapable de se refinancer sur les marchés, à faire appel en mai 2010 à la zone euro et à l'aide financière internationale. Comme en Argentine, le pays a été soumis à des plans successifs de consolidation budgétaire afin de ramener le déficit public de 15,4% PIB en 2009 à moins de 3% en 2014. Ces programmes d'ajustements se sont soldés jusqu'à présent par des échecs. Outre des difficultés de mise en œuvre dans un contexte social agité, l'enclenchement d'une spirale délétère entre austérité et activité économique n'a pas permis à l'Etat grec de se conformer aux cibles de déficits publics négociées avec la Troïka. L'enveloppe de prêts de 110 Mds d'euros, décidée en mai 2010, est apparue rapidement insuffisante pour couvrir les besoins de refinancement du pays au-delà du premier semestre 2012. Le 21 juillet 2011, l'Europe a concédé une nouvelle rallonge (de EUR 109 Mds sur 3 ans) à condition d'impliquer le secteur privé dans le sauvetage grec. Un programme d'échange de dette avec une décote en valeur actualisée de 20% a été proposé par les créanciers privés. Néanmoins, les doutes sur la solvabilité de la dette n'ont pas été levés avec une trajectoire d'endettement qui est restée explosive sur fond d'aggravation de la récession. En octobre, face à un regain de tensions sur les marchés et une conjoncture grecque toujours plus dégradée, cette décote a été portée à 50% tandis que l'enveloppe d'aide a été revue en hausse à 130 Mds d'euros.



Source : IIF, Crédit Agricole S.A.

La ruée des déposants qui a précipité la crise Argentine ne s'est pas pour le moment matérialisée en Grèce qui fait néanmoins face à une fuite des dépôts rampante. Mais contrairement au cas argentin, les banques peuvent toujours compter sur les interventions en dernier ressort de la BCE pour se refinancer, avec des opérations de mises en pension qui atteignent en moyenne EUR 90 Mds depuis 2010 (soit 40% du PIB et environ 20% de l'actif des banques).

Au terme de ce rapide panorama, il paraît assez aisé d'établir des parallèles entre les histoires argentine et grecque : avec des deux côtés, d'abord et avant tout des problèmes de compétitivité, un endettement public excessif aggravé par le renchérissement de son coût selon un schéma auto-entretenu et auto-réalisateur, des chocs aderses qui viennent révéler ces faiblesses, des ajustements réels douloureux avec en toile de fond l'émergence de trappes à austérité... Compte tenu de ces similitudes souvent mises en avant par certains analystes et de la capacité de rebond de l'économie argentine post-crise, certains prédisent voire recommandent une thérapie de choc identique avec dans le cas de la Grèce une sortie de la zone euro, la réintroduction d'une monnaie nationale fortement dévaluée et une cessation de paiement. L'annonce de Georges Papandreou de tenir un référendum (idée enterrée depuis) n'a fait que relancer les débats sur l'opportunité pour la Grèce de sortir de la zone euro. Pourtant, comparaison n'est pas raison et il nous semble qu'il **existe des différences majeures qui rendent le cas grec singulier appelant à la plus grande prudence quant au remède à administrer pour sortir le pays de l'ornière.**

II- Argentine 2001, Grèce 2011 : comparaison n'est pas raison

i. L'ampleur de la problématique grecque est incomparable

L'ampleur des déséquilibres externes et internes en Argentine par rapport à la Grèce n'a rien de comparable. **En effet, un des effets, au départ bénéfique puis pervers, de l'entrée de la Grèce dans la zone euro, a été la convergence des taux d'intérêt qui a permis au pays de s'endetter à bon compte et de financer des déficits extérieurs croissants relativement aisément.** Tout s'est passé comme si l'adhésion à l'euro avait fait



disparaître le risque avec en filigrane un manque de discernement des marchés, en partie justifié par la convergence nominale observée pré-accession. Pourtant, le niveau de dette publique grecque est resté très élevé en niveau absolu, au-dessus de la barre des 100% et donc bien supérieur au cas argentin avec un poids de l'endettement qui a culminé à 54% en 2001. Outre les « présentations » comptables qui ont permis de masquer l'état réel des finances publiques, les problèmes endémiques de collecte fiscale et le gonflement des effectifs publics (à des fins de clientélisme politique) ont entraîné le déficit budgétaire grec sur une trajectoire ascendante avant le dérapage ultime de 2008-2009 suite à la crise financière. Ainsi, le déficit des comptes publics de la Grèce a été en moyenne trois fois supérieur à celui de l'Argentine sur les cinq années ayant précédé la crise malgré des conditions de croissance relativement comparables.

Ces déséquilibres internes trouvent un écho au niveau des comptes extérieurs avec une balance courante structurellement déficitaire. La Grèce accumule depuis des années des déficits commerciaux très importants (en moyenne de 16% du PIB entre 2005 et 2009), ce qui témoigne de la faiblesse chronique de la structure productive du pays (problème amplifié par une perte tendancielle de compétitivité), incapable d'exporter mais aussi de satisfaire la demande domestique d'où une disproportion entre la taille des exportations et celle des importations. La partie de ce déficit qui s'est nourrie des excès de consommation commis pendant la période de boom économique est en train de se résorber, avec la chute concomitante de la demande privée et des importations. Mais, son effacement total nécessiterait un ajustement encore plus drastique de la consommation privée, synonyme de récession aggravée. Le tourisme, la pompe à « devises » du pays, ne permet pas de combler le déficit de la balance des revenus, plombée par le poids des charges d'intérêts payés sur la dette, avec au total un déficit courant qui reste élevé, compris entre 8 et 10%. **Même en cas de cessation de paiement (et donc d'arrêt des versements d'intérêts sur la dette publique détenue par les non résidents, soit 4 à 5% du PIB), le rééquilibrage des comptes extérieurs, rendu incontournable par l'assèchement des financements externes, exigerait une correction aussi sévère que brutale de la demande domestique, d'environ 30% ce qui n'est pas supportable.** L'Argentine n'a pas connu une telle mécanique implacable du fait d'un solde commercial excédentaire (+2,7% du PIB en 2001) et du redressement quasi immédiat des comptes courants dans un contexte de récession sévère et dès la suspension des paiements sur la dette extérieure.

Vient alors l'argument suivant lequel la Grèce peut avoir intérêt à traverser un épisode de purge radicale (et temporairement dévastateur) dans l'espoir de mieux rebondir après, l'alternative offerte aujourd'hui étant de souffrir moins mais plus longtemps avec un scénario d'ajustement sur longue période mêlant austérité, récession et déflation des salaires et des prix (dévaluation interne). L'expérience Argentine avec une vraie capacité de rebond a valeur d'exemple. Mais cela à supposer que la Grèce puisse bénéficier du même potentiel de rattrapage grâce au regain de compétitivité occasionné par la forte dévaluation de

sa monnaie. Or, selon nous, le secteur exportateur grec a peu de chance de profiter d'un tel levier.

Grèce vs. Argentine : fondamentaux économiques avant / pendant / après crise

	Argentine Moyenne 1996-2000	Grèce Moyenne 2005-2009	Argentine 2001	Grèce 2011	Argentine 2003-2009
Croissance du PIB (%)	2,7%	2,1%	-4,4%	-5,5%*	7,6%
Dette Publique (% du PIB)	40,1%	110,0%	53,7%	165,4%	82,9%
Déficit public (% du PIB)	-2,9%	-8,7%	6,1%	-8,5%*	-2,2%
Compte courant (% du PIB)	-3,7%	-11,7%	-1,4%	-8,2%	3,2%

* Prévission du gouvernement octobre 2011

ii. Capacité de rebond avérée en Argentine, rêvée pour la Grèce

En Argentine, l'abandon du *currency board* et à sa suite la forte dévaluation du peso ont entraîné un rebond marqué des exportations (+ 16% dès 2003 puis un rythme moyen de progression de l'ordre de 8-10% l'an) qui a tracté l'économie argentine avec une croissance moyenne du PIB de près de 8%. **Si une part de cette belle performance est attribuable au regain de compétitivité des produits argentins grâce à une monnaie dévaluée, il ne faut pas oublier que cette grande puissance agricole a bénéficié à l'époque d'une conjonction de facteurs favorables compte tenu notamment du décollage économique de grands émergents, avec des changements de modes de consommation, éminemment favorables aux exportateurs argentins.** Le dynamisme des échanges avec la Chine, avec un rythme de croissance des exportations proche de 10%, est là pour en témoigner. Si les volumes ont beaucoup progressé, cette forte demande adressée a aussi poussé à la hausse les prix agricoles, notamment celui du soja, synonyme d'envolée des recettes à l'exportation converties en peso. Ces revenus ont permis de soutenir l'emploi et la consommation et leur taxation a aussi donné de nouvelles marges de manœuvre à un Etat-providence. Sans compter que face à des perspectives prometteuses, les avoirs dissimulés à l'étranger (fruits d'une évasion fiscale massive avant la crise) ont été rapatriés pour racheter à bons prix les actifs argentins dépréciés.

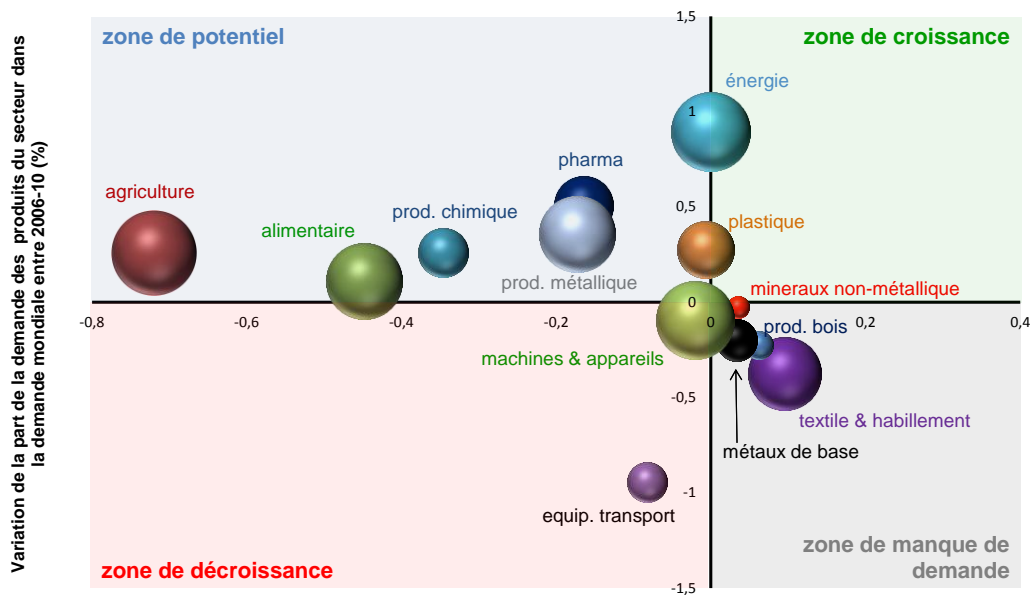
Par analogie, certains prédisent que la Grèce va connaître pareille fortune avec un redémarrage des exportations comme moteur d'une reprise dynamique. Cependant, le positionnement géographique et la spécialisation sectorielle des exportations grecques conduisent à émettre des réserves. En effet, la Grèce exporte surtout vers des marchés matures, essentiellement en Europe, qui ont un potentiel de croissance limité.

Concernant la spécialisation sectorielle, **le graphique ci-dessous illustre les opportunités et les faiblesses du secteur exportateur grec.** Il permet d'identifier quatre zones de performance :

- 1 **Zone de croissance des exportations** : secteurs avec une demande mondiale croissante et des parts de marchés en augmentation pour la Grèce.
- 2 **Zone de potentielle d'exportation** : secteurs avec une demande mondiale croissante mais avec des parts de marchés en recul pour la Grèce.
- 3 **Zone en manque de demande mondiale** : zone de mauvaise spécialisation avec un potentiel de demande en freinage depuis 2006 et des parts de marchés en hausse pour la Grèce.
- 4 **Zone de décroissance des exportations** : Demande mondiale en ralentissement depuis 2006, et des parts de marchés qui reculent pour la Grèce.

Grèce : identification des secteurs exportateurs potentiels

Taille de la bulle : ratio des exportations dans le secteur X par rapport aux exportations totales de la Grèce (%)



Evolution de la part de marché mondiale de la Grèce dans le secteur X entre 2006-10 (%)

Ce qui est frappant est l'absence quasi-totale de secteur de biens en « zone de croissance ». En effet, à l'exception du secteur de l'énergie (notamment des produits de raffinage), sur la période 2006 à 2010 il n'y a pas de secteur de biens en Grèce qui a bénéficié à la fois d'une demande mondiale croissante et de parts de marchés en progression. Il existe toutefois des secteurs à potentiel, notamment dans le secteur pharmaceutique et celui des métaux. Néanmoins vu le fort contenu en produits intermédiaires de ces exportations (cas notamment du secteur de l'énergie), une dévaluation risque d'avoir un effet très limité sur la compétitivité prix de ces produits compte tenu de la répercussion probable sur les prix finaux du surcoût des intrants. Les produits agro-alimentaires exportés (soit 22% des exportations totales en 2010) ne suffiront pas à eux seuls à créer une dynamique suffisante même si on peut imaginer que le pays taille des croupières à ses concurrents du sud de

l'Europe, comme l'Espagne, en cas de baisse marquée de leur prix.

Côté services, la marine marchande étant une activité offshore peu sensible aux conditions tarifaires grecques, l'espoir est donc essentiellement centré sur le secteur du tourisme. Grâce à des prix rendus attractifs par la dévaluation, la Grèce peut espérer capter une clientèle qui l'a boudée ces dernières années au profit de destinations moins chères, comme la Turquie, le Maroc ou la Tunisie. Mais le prix ne fait pas tout et il faudra sans doute adapter les structures touristiques (taille, qualité, caractéristiques) pour étendre la saison touristique et les capacités d'accueil ainsi que pour cibler la clientèle prisée des retraités. Une telle adaptation demande du temps et des moyens financiers, luxe que ne peut se payer la Grèce avec un potentiel de rebond qui s'en trouve bridé.



Pays destinataires des exportations en Argentine (2001) et en Grèce (2010)

	5 premiers pays destinataires	Part des exportations totales	Croissance du PIB moyenne sur cinq ans après crise
(2001-2005)			
Argentine (2001)	Brésil	23,3%	2,8%
	UE	17,7%	2,0%
	USA	10,9%	2,4%
	Moyen orient	5,1%	5,0%
	Chine	4,2%	9,8%
(2011-2015)			
Grèce (2010)	Allemagne	11,1%	1,7%
	Italie	11,0%	0,7%
	Chypre	7,3%	1,7%
	Bulgarie	6,5%	3,4%
	Turquie	5,3%	4,0%

* donnée & prévisions du FMI

La dévaluation n'apparaît pas dans le cas de la Grèce comme une potion magique qui légitimerait une sortie du pays de la zone euro, même au prix d'une crise sociale temporaire. *A contrario*, une telle éventualité est porteuse d'un risque de déstabilisation majeure pour la Grèce mais aussi pour l'Union monétaire dans son ensemble. Il faut se rappeler que la fin imminente du régime de caisse d'émission en Argentine a entraîné des phénomènes de ruées sur les dépôts bancaires et une quasi-faillite du système financier. Cette insolvabilité généralisée a été aggravée par un système de conversion post-dévaluation différent entre les avoirs et les dettes très pénalisant pour les créanciers. La récession a donc surtout été alimentée par un assèchement brutal et très violent du crédit, avec à sa suite des faillites en chaînes dans la sphère privée. La Grèce a peu de chance d'échapper à ce même destin en cas de sortie imminente de la zone euro, avec un secteur bancaire qui serait très affecté par une ruée des déposants et par l'explosion de son passif libellé en nouvelle monnaie. Face à cette menace, l'Etat devrait recourir à des nationalisations et la banque nationale de Grèce, en tant que prêteur en dernier ressort, n'aura d'autres choix que de faire fonctionner la planche à billets pour arriver à boucler les fins de mois des banques et de l'Etat. Cet équilibre précaire peut rapidement dégénérer s'il entraîne le pays dans une spirale hyperinflationniste, avec des boucles auto-renforçantes entre hausses insoutenables des prix et des salaires et dérive du taux de change, avec à la clef une instabilité économique et financière chronique, déjà vécue par la Grèce dans le passé¹. La possible matérialisation de ce scénario catastrophe fait office de repoussoir, avec une population grecque qui a bien compris que face à la question de la sortie de la zone euro, de l'Union européenne : il n'y a pas de potion magique, mais poison (ciguë !). Les

risques de déstabilisation peuvent par ailleurs dépasser les frontières grecques.

iii La crise grecque, la première d'une nouvelle génération de crise

Le défaut argentin n'a pas eu de répercussion financière majeure en tant que dernier maillon de la chaîne de contagion qui a déstabilisé la sphère émergente au cours de la dernière décennie (Mexique 1995, Asie 1997, Russie 1998...). Le défaut argentin, largement anticipé par la communauté financière, a été absorbé par une multitude d'investisseurs dont la plupart était étranger (hors Amérique latine). Sans parler ici de la différence de taille, cette dissémination du risque argentin contraste avec le fort degré de concentration des détenteurs de dette grecque. Une part importante de la dette publique est détenue par le système bancaire grec (environ 15% de la dette) et le reste est majoritairement aux mains des institutionnels européens (banques, assureurs, gestionnaires d'actifs...), sans compter la part croissante détenue par les officiels (FMI, Etats membres de la zone euro et BCE). L'Union économique et monétaire a logiquement renforcé le maillage financier à l'intérieur de la zone avec une forme d'internalisation du risque souverain et des expositions croisées.

Prêts officiels Grèce vs. Argentine

	Prêts du FMI		Prêts officiels (totaux)	
Argentine (2001)	22 Mds\$	8% du PIB	48 Mds\$	17% du PIB
Grèce (2010)	30 Mds€	13% du PIB	110 Mds€	48% du PIB

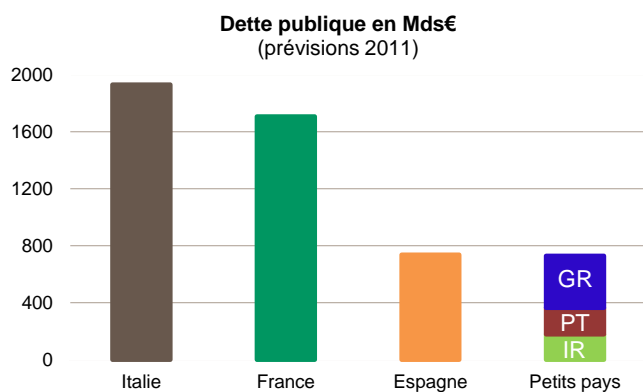
Et, si le problème de la Grèce est petit par sa taille (2,1% du PIB de la zone et 4,5% de la dette agrégée de l'Union), il est grand par ses implications, c'est en substance la leçon à tirer de la crise larvée des dettes souveraines qui ébranle aujourd'hui toute l'Europe.

L'impuissance des officiels européens à gérer le problème grec a induit de la part des investisseurs des comportements d'extrême réserve à l'égard de tout

¹ Rappelons que la Grèce a connu des épisodes d'hyperinflation avant son entrée en zone euro. De plus, depuis son indépendance en 1829, la Grèce s'est retrouvée 5 fois en cessation de paiements, passant plus de la moitié de la période en situation de défaut. Le pays a donc un historique de discipline budgétaire et monétaire très discutable.



souverain européen à finances fragiles. A la question de l'arbitrage risque/rendement est venue s'ajouter celle du risque de perte en capital, en cas de défaut et/ou de restructuration. Dans un premier temps, ce *run* sur les souverains a contraint l'Europe à mettre sous assistance financière d'autres petits États de la périphérie (Irlande, puis Portugal) afin de les sortir des marchés. Lorsque la contagion a atteint des poids lourds de la zone euro (Italie surtout, mais aussi Espagne), la BCE n'a eu d'autre choix que se porter acheteur en dernier ressort de titres publics, afin de faire redescendre la pression sur les rendements des États attaqués. La BCE a cependant endossé ce rôle de prêteur en dernier ressort à contrecœur et à dose trop homéopathique pour être de fait un coupe-circuit efficace, d'où la décision en octobre de démultiplier la capacité de tir du fonds de sauvetage européen (FESF) pour tenter de faire rempart aux risques d'enchaînements systémiques. Car, ces effets de contagion entre États s'alimentent d'eux-mêmes selon un schéma circulaire lorsque la hausse de la probabilité de défaut entraîne un renchérissement du coût de la dette, ce qui pèse sur les équilibres budgétaires et en retour rehausse la probabilité de défaut... Le caractère procyclique des notations d'agence n'a fait qu'amplifier cette dynamique auto-réalisatrice avec le déclenchement mécanique de ventes en cas de dégradations des notes.



Source : Crédit Agricole S.A.

La contagion s'est également frayée un chemin en direction du système bancaire européen qui porte ce risque souverain. Les canaux de transmission sont multiples (exposition directe, dégradations concomitantes des notes souveraine et bancaire, valorisation des collatéraux éligibles à la BCE ou utilisés dans le cadre d'autres opérations sécurisées...) avec pour ultime résultante une hausse du coût de (re)financement des banques. Le déploiement par la BCE de ses outils de crise avec des enchères illimitées et à taux fixe sur des maturités de plus en plus longues permet de contenir (sans les faire disparaître) les pressions sur la liquidité court terme, mais le renchérissement du coût de refinancement à plus long terme devrait avoir des implications sur les activités d'intermédiation des banques, avec au final des contraintes plus fortes sur la distribution de crédits. Surtout que les nouvelles normes prudentielles (Bâle III), les 106 Mds de recapitalisations décidées en octobre et l'arrivée à échéance en 2012 d'un flux important de dette devraient contraindre les banques à lever davantage de fonds sur les marchés. Ces interactions délétères entre risques, souverain et bancaire, menacent la croissance qui est le dernier

maillon de la chaîne de contagion, avec à brève échéance un risque de plongeon en récession de la zone euro qui ne ferait qu'aggraver les problèmes de surendettement.

Comme la Grèce se trouve à l'épicentre de la crise, on aurait bien envie de se débarrasser de ce maillon faible pour que la zone euro retrouve des forces. **Mais une sortie du pays de la zone euro risque de ne pas enrayer les phénomènes de contagion mais au contraire de les décupler avec des marchés prompts à tester les scénarios de l'extrême de défauts en cascade des États (avec maintien ou non dans la zone euro) et par suite d'effondrement du secteur bancaire européen, incapable d'absorber des pertes à grande échelle...** Cette menace systémique ne peut être prise à la légère avec en toile de fond un risque d'éclatement pur et simple de la zone euro aux conséquences inconnues mais sans doute ravageuses. Garder la Grèce au sein de la zone euro, c'est l'aider mais c'est aussi aider tous les membres de l'Union.

III- Pas de sortie mais pour quelle voie de sortie ?

La Grèce pour son propre salut et celui des membres de la zone euro doit rester au sein de l'Union. Ce qui ne veut pas dire que la stratégie adoptée jusqu'à présent soit la bonne. **La rigueur budgétaire et l'orthodoxie monétaire sont les deux faces d'une même stratégie qui est vouée à l'échec car sans croissance, le poids des dettes va s'alourdir inexorablement sauf à imposer des cures d'austérité socialement insupportables.** Si on ne devait retenir qu'une leçon de la crise Argentine, c'est bien celle de l'échec de plans d'ajustements mêlant de l'austérité, des baisses nominales de salaires et de prix (dévaluation interne) et une récession sévère et persistante. Un tel équilibre est fondamentalement instable avec le risque de développement d'une instabilité chronique entre finance-économie et politique.

Il existe une stratégie alternative de reflation à l'échelle européenne qui implique de réviser en baisse les cibles budgétaires (en les liant aux conditions de croissance notamment) afin de lisser dans le temps les ajustements au Sud et de l'assortir d'une politique plus stimulante au Centre (avec un engagement crédible d'ajustement des finances publiques à moyen long terme). Et pour couper court à la spéculation et à la contagion, la BCE doit jouer un rôle de prêteur en dernier ressort pour les États, comme elle le fait déjà pour les banques.

Il est certes difficile pour une Banque centrale ayant un mandat exclusif d'ancrage nominal de s'embarquer dans une telle stratégie de « monétisation », même indirecte (si l'intervention se fait sur le marché secondaire) des déficits publics. Mais en temps de crise, le pragmatisme devrait pouvoir l'emporter sur le dogmatisme, surtout lorsque l'intégrité de la zone euro est en jeu. Les États-Unis ou le Royaume-Uni ne se privent pas de faire fonctionner la planche à billets. Résultat, ces deux pays, qui font face aux mêmes défis budgétaires, se refinancent aujourd'hui à des taux réels négatifs, avec des rendements publics à dix ans déqualifiés de l'inflation d'environ -2%, une manière indolore d'apurer leurs déséquilibres financiers. Le pendant de cette politique est, en outre, un affaiblissement de leur monnaie,



avec à la clef des gains de compétitivité appréciables à l'heure où tout le monde aspire à être tracté par l'extérieur. D'ailleurs, un euro trop fort est une punition supplémentaire pour les pays du Sud sous ajustements à qui on demande de restaurer la compétitivité perdue pendant la période du boom économique à coup de baisses de salaires et de prix. Se priver en zone euro de cet outil est donc préjudiciable à double titre, puisque des conditions financières onéreuses et la force de l'euro inhibent la croissance et ce faisant, fragilisent encore davantage les équilibres budgétaires.

Racheter de la dette publique est aussi perçu comme périlleux pour les équilibres bilanciaux de la BCE, laquelle risque de devoir absorber des pertes en cas de défaut. Ce constat est valide si l'on pense que les États, aujourd'hui dans le collimateur des marchés, sont insolubles, ce qui nécessitera tôt ou tard, comme pour la Grèce, de passer un coup de rabot sur leur dette (sachant que même dans ce cas, la perte ne sera pas nécessairement avérée puisque la BCE achète sur le marché à des prix déjà très décotés). En revanche, si ces pays ne font face qu'à des problèmes de liquidité alors, théoriquement, la BCE n'encourt aucun risque si elle conserve ces titres jusqu'à leur remboursement à maturité. Cette réticence de la BCE à jouer un rôle de prêteur en dernier ressort pour les États instille le doute sur la qualité intrinsèque de ces actifs et donc sur la solvabilité des émetteurs, de quoi alimenter spéculation et contagion.

L'engagement formel de la BCE à assurer coûte que coûte la liquidité des souverains en difficulté mais fondamentalement solvables est aussi important que l'action elle-même tant pour rassurer les marchés que pour les dissuader de parier contre les Etats.

Là seulement, on peut espérer enclencher un cercle vertueux où la décompression des primes de risque allège la pression sur les États et fait renaître des espoirs de croissance, seule garante de la soutenabilité des dettes à long terme. Cependant, effacer les déficits publics ne va pas être suffisant pour résorber les déséquilibres financiers intra-zone puisque les excès d'endettement au Sud et les surplus d'épargne au Nord sont surtout le reflet de positions compétitives diamétralement opposées. Ce processus de convergence va s'inscrire dans la durée, avec d'importants sacrifices au Sud mais des besoins de financement récurrents qui devront être couverts par des transferts de revenus en provenance du Nord, ce qui pose en filigrane la question du degré souhaitable de fédéralisme budgétaire.

Nul ne doute que la discipline budgétaire doit être érigée en règle mais les réformes de structures importent autant et doivent être au cœur des plans d'ajustement aujourd'hui mis en place. Insérer la Grèce (ou d'autres pays du Sud fragiles) dans la chaîne de la valeur ajoutée mondiale demande une réflexion sur le maillage industriel à l'échelle de la zone euro, sur le développement d'infrastructures paneuropéennes de qualité et des flux de capitaux et de main-d'œuvre pour diffuser savoir-faire et innovation. Ce que nous faisons à l'échelle des pays pour développer les régions, doit être désormais pensé à l'échelle de la zone euro, ce qui appelle une gouvernance économique et politique autre, faite de fédéralisme et de péréquation. Si la Grèce ou d'autres pays aujourd'hui en difficultés ont certainement besoin qu'on les soutienne financièrement, ils ont encore plus besoin d'une vision et d'un projet d'avenir pour créer un nouvel élan. ■

Directeur de la publication : Jean-Paul Betbèze

Rédaction en chef : Isabelle Job

Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure

Crédit Agricole S.A. – Études Économiques Groupe

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 décembre 2011