

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

1^{er} juillet 2011 – N° 507

En réalité, aucune des solutions discutées pour la Grèce n'est convenable

Nous regardons l'ensemble des possibles en ce qui concerne la résolution de la crise grecque :

- *s'il y a défaut (restructuration) à la charge des prêteurs privés, le risque de crise bancaire ou de contagion à d'autres pays (Espagne) est trop important pour que cette solution soit tentée ;*
- *s'il n'y a pas de défaut à la charge des prêteurs privés, et s'il n'y a aucune implication du secteur privé, il faut que le secteur public (EFSF, FMI) prête à la Grèce les quantités nécessaires, le temps nécessaire, à un taux d'intérêt faible. Ceci fait disparaître à court terme le risque de défaut, mais génère un double aléa de moralité : vis-à-vis des pays de la zone euro, qui savent qu'ils seront secourus, vis-à-vis des prêteurs privés, qui sont assurés contre le risque de défaut des dettes souveraines ;*
- *s'il y a implication du secteur privé, elle ne doit pas déclencher un événement de crédit ; ce ne peut donc être qu'un « roll-over » (réinvestissement dans la dette grecque) volontaire. Mais il ne peut probablement pas se réaliser : si la Grèce réémet au taux d'intérêt de marché, elle se rend insolvable, si elle réémet à un taux d'intérêt faible, il n'y a pas d'acheteur ;*
- *si la Grèce émet (pour que le roll-over volontaire soit possible) avec la garantie des Etats ou de l'EFSF, on ne voit pas bien la différence avec la situation où la Grèce est financée par l'EFSF, lui-même garanti par les Etats, les investisseurs achetant spontanément la dette de l'EFSF.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

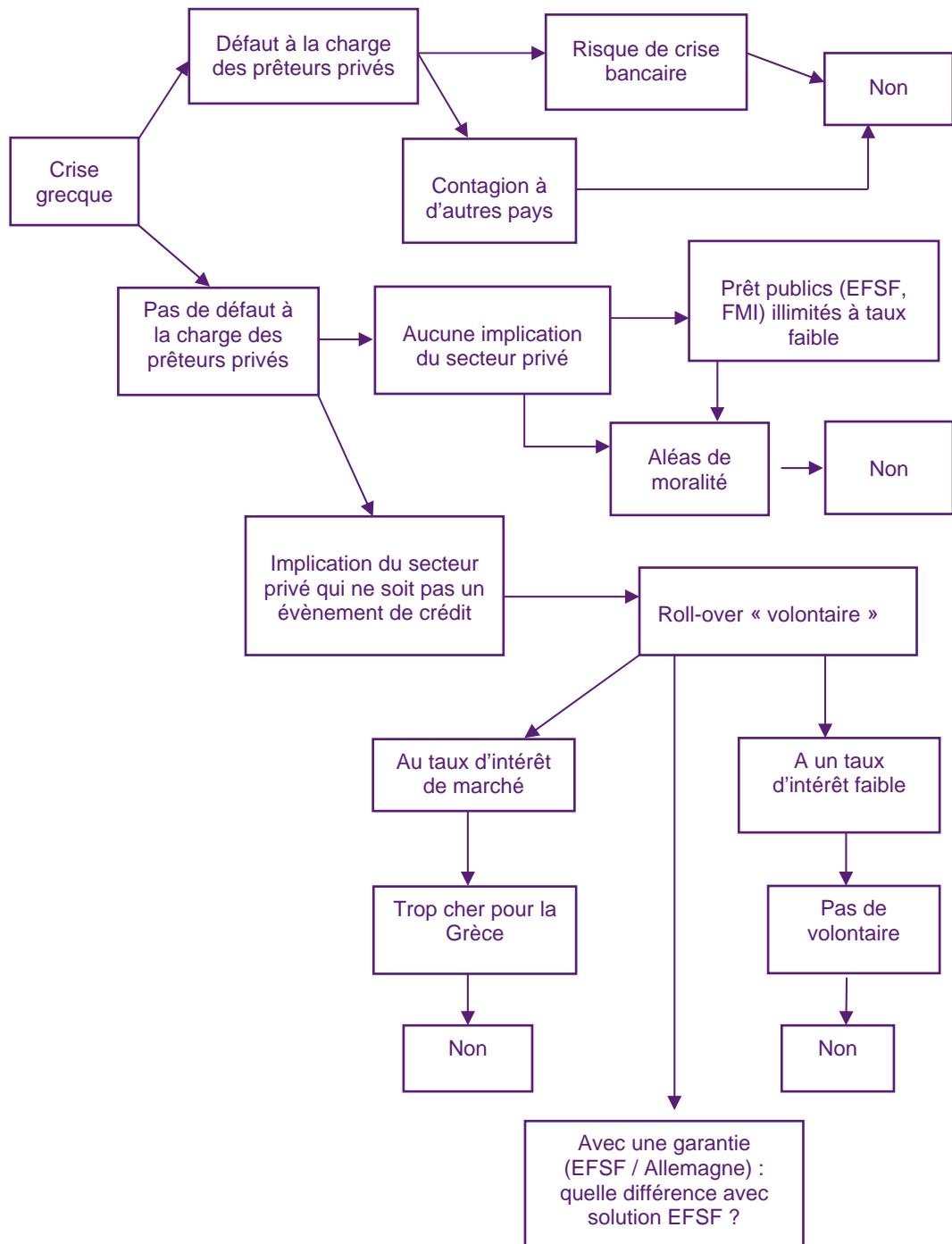
Au total toutes les pistes soient ne marchent pas, soit ont des conséquences très indésirables. La seule praticable est le bail-out complet par les prêteurs publics, avec la mise en place de règles pour essayer d'éviter les aléas de moralité.

Crise grecque : l'arbre des solutions possibles

Le schéma 1 décrit les solutions possibles à la crise grecque :

- défaut (restructuration) à la charge ou non des prêteurs privés ;
- implication ou non du secteur privé, d'une manière qui ne soit pas un évènement de crédit ;
- nature des titres émis par la Grèce s'il y a « roll-over » volontaire.

Schéma 1 – Grèce
L'arbre des solutions possibles



Nous allons montrer que **toutes ces pistes conduisent à des impossibilités ou à des conséquences très indésirables.**

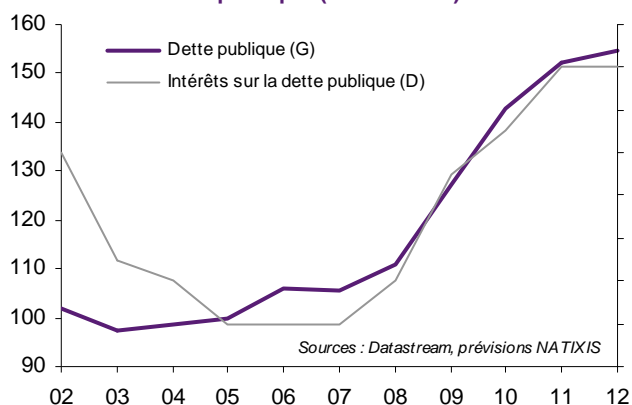
Restructuration à la charge des prêteurs privés

Restructurer la dette publique de la Grèce pour en diminuer le poids permettrait de réduire le service de la dette (**graphique 1**) et l'excédent budgétaire primaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public.

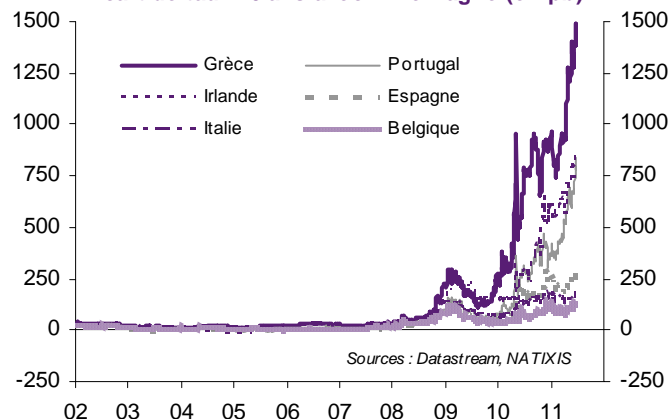
Mais cette solution est nécessairement rejetée :

- **en raison du risque de crise bancaire** qui pourrait résulter (comme après la faille de Lehman) de l'**observation des pertes réalisées par les banques** sur leur détention de dette grecque (**tableau 1 a**) ou sur l'**exercice des CDS en cas de défaut (tableau 1 b)** ;
- en raison **du risque d'extension de la crise (graphique 2)** à d'autres pays (Espagne, Italie, Belgique) : si la solution retenue pour la Grèce est le défaut, les investisseurs peuvent anticiper que la même solution sera retenue pour les pays à dette publique élevée (Italie, Belgique, **graphique 3**) ou en difficulté avec leurs finances publiques en raison de la faiblesse de leur économie (Espagne, **graphiques 4 a – b**).

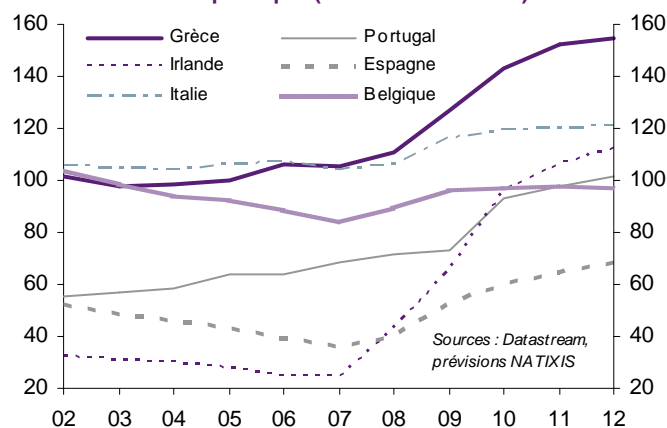
Graphique 1
Grèce : dette publique et intérêts sur la dette publique (en % du PIB)



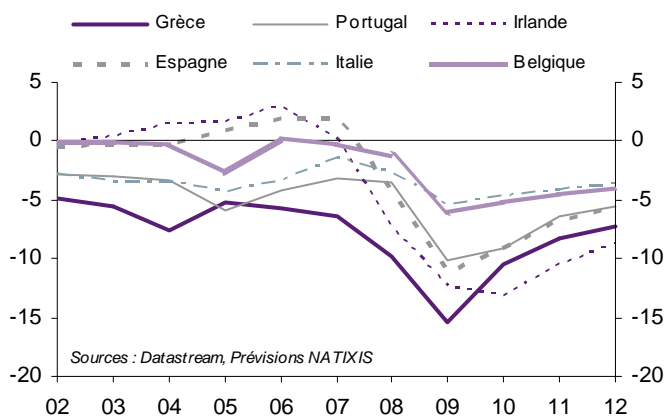
Graphique 2
Ecart de taux 10 ans avec l'Allemagne (en pb)



Graphique 3
Dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 4 a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 4 b
Espagne : croissance du PIB, emploi et taux de chômage

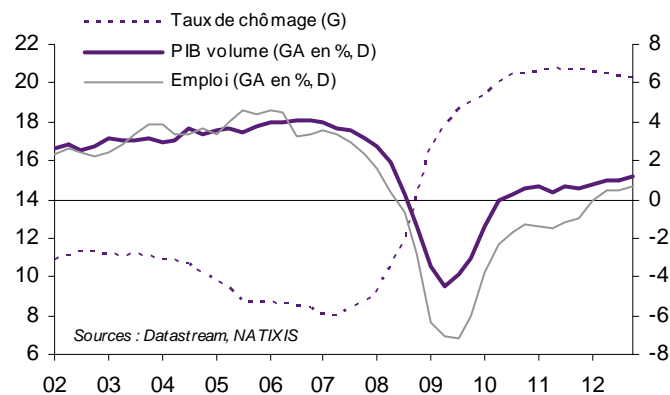


Tableau 1 a
Détentions des dettes publiques en Mds euros

Banques de ..	Allemagne	Autriche	Belgique	Chypre	Danemark	Espagne	Finlande	France	Grèce	Hongrie
Dette de ...										
Grèce	18,72	0,78	4,66	4,84	0,00	1,02	0,02	11,62	56,15	0,00

Banques de ..	Irlande	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Pologne	Portugal	Royaume Uni	Slovénie	Suède
Dette de ...										
Grèce	0,04	1,78	0,15	0,01	3,16	0,00	1,74	3,59	0,03	0,40

Source : Natixis

Tableau 1 b
Encours de CDS souverains (Mds de dollars notionnel)

Montant brut	Grèce	Irlande	Portugal	Espagne	Italie	Belgique
Encours de CDS souverains	79,19	40,38	65,30	158,38	282,66	54,80

Source : DTCC

Personne ne sachant ce que seraient les conséquences induites d'un défaut de la Grèce, avec pertes subies par les prêteurs privés, cette solution ne sera pas essayée.

Prêts publics illimités à taux d'intérêt faibles

Pour éviter les risques de crise bancaire et de contagion à d'autres pays l'Europe et le FMI peuvent décider de prêter à la Grèce les sommes nécessaires au remboursement des vieilles dettes (tableau 2) et du financement des nouveaux déficits publics (tableau 3), à un taux d'intérêt faible (légèrement au-dessus de 4 %), aussi longtemps que la Grèce ne pourra pas réemettre sur les marchés financiers.

Tableau 2
Échéanciers des tombées de remboursements de la dette grecque

Grèce	Notionnel (cumul par année, Mds d'euros)
2011	24,05
2012	31,28
2013	22,86
2014	31,32
2015	19,98
2016	13,55
2017	20,83
2018	9,83

Tableau 2 (suite)
Echéanciers des tombées de remboursements de la dette grecque

Grèce	Notionnel (cumul par année, Mds d'euros)
2019	23,82
2020	5,00
2021	-
2022	8,93
2023	-
2024	10,46
2025	7,20

Source : Bloomberg

Tableau 3
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (2008-2014)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Grèce	- 7,7	- 15,4	- 10,6	- 7,6	- 6,5	- 4,9	- 2,6

Cette solution évite les crises, mais génère un double aléa de moralité :

- **vis-à-vis des pays de la zone euro** : le message passé est que si ils accumulent une dette publique insupportable, elle sera refinancée à un taux d'intérêt faible par les autres pays de la zone euro ;
- **vis-à-vis des prêteurs privés** : ils vont considérer qu'ils sont assurés contre le risque souverain, donc qu'ils n'ont pas à évaluer le risque des emprunteurs souverains.

Pour corriger cela et éviter les aléas de moralité, la seule solution est de mettre en place :

- des règles budgétaires pour les pays, assorties des pénalités crédibles en cas de non respect ;
- une surveillance accrue de la composition des portefeuilles des investisseurs.

Implication du secteur privé qui ne soit pas un « évènement de crédit »

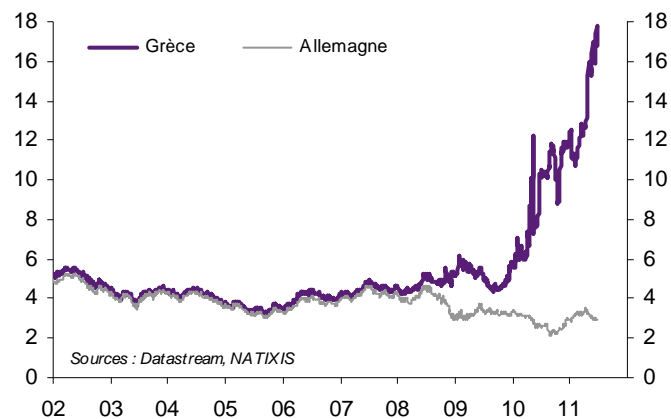
Pour responsabiliser le secteur privé, on peut **l'impliquer dans le processus de résolution de la crise grecque d'une manière qui ne soit pas un évènement de crédit** (pour les Agences de Rating et pour l'ISDA).

Il ne peut s'agir alors que d'un « roll-over volontaire » : les porteurs de dette grecque réinvestissent volontairement en dette grecque lorsque les titres qu'ils détiennent sont remboursés à l'échéance.

Nous ne croyons pas au roll-over volontaire :

- soit la nouvelle dette émise par la Grèce est **au taux d'intérêt de marché (graphique 5), et elle est insupportable pour la Grèce ;**
- soit elle est émise **à un taux d'intérêt faible**, (entre 4 et 5 % par exemple) **et il n'y a pas d'acheteur volontaire** pour cette dette.

Graphique 5
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Il a parfois été suggéré que cette nouvelle dette émise par la Grèce **soit garantie** (par l'EFSF, le pays du « cœur » de la zone euro) : il ne s'agit alors que **d'une version plus compliquée de la solution où l'EFSF prête à la Grèce** avec la garantie des pays du cœur.

Synthèse : que faire ?

Toutes les pistes pour résoudre la crise grecque aboutissent donc à une impossibilité ou à un problème grave :

- risque de crise bancaire de contagion s'il y a défaut ;
- risque d'aléas de moralité s'il y a bail-out ;
- impossibilité dans la pratique d'avoir un roll-over volontaire.

La solution praticable la moins dangereuse est celle qui va être retenue : des prêts publics de taille considérable à taux faible à la Grèce, avec la mise en place de règle pour essayer d'éviter les aléas de moralité.