



CBP LUXEMBOURG
COMPAGNIE DE BANQUE PRIVÉE

La tragédie grecque et l'avenir de la zone euro

Depuis le début de l'année, les pays de la zone euro ont emprunté sur les marchés de capitaux un montant record de 110 milliards d'euros, forçant les pays aux finances publiques les plus fragiles à payer un prix plus cher pour financer leurs déficits croissants. Les taux d'intérêt exigés par les investisseurs pour prêter à des pays comme la Grèce, l'Espagne ou le Portugal continueront probablement à augmenter.

Dans ces conditions, le problème du risque souverain se pose avec une acuité nouvelle. Le projet d'une union monétaire européenne entre ainsi vraisemblablement dans la phase la plus critique de son histoire. Mais avant d'étudier les moyens à déployer pour permettre à la zone euro de survivre intacte aux tensions qui se profilent, il est nécessaire de se focaliser d'abord sur le cas de la Grèce, révélateur des problèmes actuels.

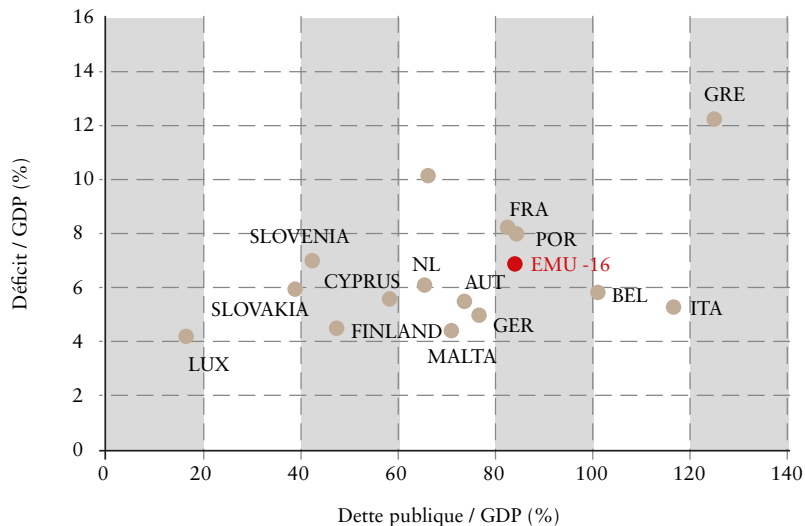
Quels sont les dessous de la "tragédie grecque" ?

L'adoption de l'euro en 2001 fut pour la Grèce une véritable bénédiction. La sous-estimation manifeste du risque de contrepartie grec qui s'en suivait en pleine conjoncture d'explosion mondiale du crédit, donna alors à la Grèce un accès facile au financement à long terme de ses déficits dans la mesure où les marchés obligataires, suite à l'adoption de l'euro, n'eurent plus besoin de s'inquiéter ni des fortes pressions inflationnistes, ni des risques de dévaluation du drachme grec. La baisse des taux d'intérêt en Grèce entraîna, comme partout, une accélération de la consommation privée, basée sur le crédit.

Ainsi, jusqu'en 2008, la Grèce voit son économie progresser à un rythme annuel moyen de 4 %. En conséquence, dès que la Grèce s'est sentie en relative sécurité au sein de la zone euro, elle a assoupli sa discipline budgétaire et a commencé à masquer la gravité réelle de ses déficits. Aujourd'hui, outre les problèmes purement macro-économiques, la Grèce souffre d'un problème de crédibilité et de confiance, certainement difficile à redresser à court terme.

Le problème plus fondamental est que la Grèce, au cours des neuf dernières années, a perdu en compétitivité au sein de la zone euro tandis que le coût de sa main-d'œuvre ne cessait de croître. Certaines rigidités sur les marchés du travail et de la production ont engendré de manière persistante une progression des salaires et une inflation des prix supérieures au reste de la zone euro. Des déficits budgétaires croissants ont poussé le coût du financement de la dette à la hausse, ce qui a pesé en retour sur ces mêmes déficits.

Prévisions des dettes et déficits publics en 2010



A l'arrivée, la Grèce se retrouve comme étant le seul des pays actuellement vulnérables présentant à la fois un déficit budgétaire élevé et une dette importante. Les autres pays avec un déficit budgétaire important sont l'Irlande (12,2 % du PIB en 2009) et l'Espagne (9,6 %). Mais, tandis que la dette publique de la Grèce s'élève à 86 % de son PIB en 2009 selon l'OCDE, celles de l'Irlande et de l'Espagne atteignent respectivement à peine 25 % et 33 %. En même temps, l'Italie caractérisée par une dette de 97 % s'en sort avec un déficit de « seulement » 5,5 %. Le Portugal se situe pour sa part au milieu avec une dette nette de 56 % et un déficit de 6,7 %. Bref, sans prétendre que le reste de la zone euro est à l'abri d'éventuelles attaques spéculatives sur les marchés financiers, il est évident que les défis pour la Grèce sont à la fois plus importants et plus urgents à traiter.

Le 14 janvier dernier, les autorités grecques ont annoncé un important resserrement budgétaire structurel qui poussera inévitablement la Grèce dans une profonde récession. Ce plan ambitieux vise à réduire le déficit budgétaire de 12,7 % à 8,7 % du PIB cette année, puis sous le fameux seuil des 3 % imposé aux membres de la zone euro d'ici 2012. Pour ambitieux qu'il soit, ce plan n'a pas été très chaudement accueilli sur les marchés. Les spreads entre les obligations étatiques 10 ans de la Grèce et ceux de l'Allemagne – une mesure de la perception du risque de défaut par les investisseurs – sont repartis à la hausse.

Le problème plus fondamental

Même si une solution à court terme peut être trouvée, une question autrement plus importante demeure : comment traiter le différentiel de productivité croissant entre la force de travail grecque et allemande ? Avant l'introduction de l'euro, si la productivité d'un pays était durablement supérieure à celle d'un de ses voisins, alors le marché forçait ce dernier à dévaluer sa devise, rééquilibrant ainsi le jeu de la compétitivité. Mais qu'en est-il maintenant que les taux de change entre ces pays sont irrévocablement fixés ?

En l'absence d'une politique budgétaire commune, le problème potentiel d'une zone ayant une politique monétaire unique, réside dans l'obligation pour le pays le moins compétitif de baisser ses prix finaux pour retrouver une certaine compétitivité à l'intérieur de la zone, voire même à l'international. Cette baisse des prix finaux engendre une diminution des marges pour les entreprises, ce qui, à son tour, risque de mener droit à une récession profonde et prolongée dans la mesure où la demande finale sera retardée. Pourquoi consommer aujourd'hui, si les prix auront baissé demain ? L'alternative à une baisse continue des prix (déflation) dans le pays le moins compétitif consiste en une hausse (inflation) des prix dans le pays le plus compétitif de la zone. Or, quel pays voudra se rendre lui-même moins compétitif ? Personne ne pourra aujourd'hui convaincre l'Allemagne, le pays le plus compétitif de la zone euro, de s'embarquer dans une stratégie d'inflation accrue, connaissant l'importance attachée par l'ancienne Bundesbank au combat inflationniste.

Quelles sont les solutions mises en place aux Etats-Unis où certains Etats comme la Californie par exemple sont virtuellement en faillite ? Aux Etats-Unis, les recettes fiscales des états plus compétitifs subsidient les dépenses des Etats moins compétitifs. La mobilité du travail y étant plus forte, la main-d'œuvre quitte les régions où il n'y a pas d'emplois pour celles plus productives qui en proposent. En d'autres mots, la solution réside dans le principe des transferts. Le transfert des richesses, par exemple à travers des taxes de redistribution, ou le transfert de la force de travail, de l'Etat le moins productif vers l'Etat le plus productif. Cela étant, si les coûts du travail évoluent généralement très lentement dans le monde, cette tendance est particulièrement marquée en Europe.

Un autre exemple similaire, mais géographiquement plus proche, est celui de la réunification de l'Allemagne. A travers des taxes spécifiques, l'ancienne Allemagne de l'Ouest a transféré massivement des richesses vers l'Allemagne de l'Est. En même temps, la force de travail moins compétitive à l'Est s'est massivement déplacée vers l'Ouest. Ce dernier processus a été fortement accéléré par une réduction impressionnante des coûts du travail à l'Est, à la fois à travers des licenciements et des diminutions substantielles de salaire. Le processus a pris du temps et fut douloureux dans la mesure où il déboucha sur un taux de chômage élevé et une stagflation prolongée dans l'ancienne Allemagne de l'Est. De là, le déficit budgétaire s'est accru à l'Ouest.

Le contexte global actuel rend toute solution plus difficile à trouver

Nous venons de voir que si l'accroissement de productivité entre deux pays commence à diverger, soit les taux de change, soit les salaires doivent s'ajuster pour retrouver un équilibre stable. Il existe un autre lien entre les déséquilibres et les taux de change. Les anciens systèmes de taux de change étaient liés, directement ou indirectement, à une référence standard fixe, à savoir l'or principalement. L'existence d'un tel standard visait à limiter l'utilisation de la planche à billets par les Etats pour financer leurs déficits. Dans de tels systèmes de change, il était difficile pour les Etats de poursuivre longtemps une politique de déficits internes aussi bien qu'externes. En rattachant les devises à un standard, les gouvernements contraignaient l'économie réelle à absorber les chocs. Dans la zone euro d'aujourd'hui, ce standard est l'Allemagne avec son surplus commercial extérieur confortable. Ce standard implique le besoin de limiter à la fois la croissance des déficits et celle des salaires en dessous de celle de l'Allemagne.

Au lendemain d'une crise financière avec un énorme impact négatif sur la croissance potentielle du PIB futur, regagner une partie de la productivité perdue tout en réduisant de manière crédible les déficits publics et privés risque de faire à nouveau basculer l'économie en récession. Pire encore, cela risque de secouer jusqu'aux fondations de la cohésion sociale au sein de différents pays et, plus globalement, dans toute l'Union européenne. Or, une crise sociale qui viendrait s'ajouter à la crise financière et économique constitue bien la dernière chose dont les pays de la zone euro ont besoin.

Le désir naturel de cohésion social ne doit toutefois pas être détourné pour justifier la protection de certaines professions privilégiées et d'autres « insiders » bénéficiant de jobs permanents sécurisés. Le coût pour protéger ces « insiders » serait largement supporté par les « outsiders » sans emploi, particulièrement les jeunes, détruisant potentiellement cette cohésion sociale que la politique menée est censée précisément préserver. Si la Grèce se montre trop conciliante avec ses « insiders », particulièrement les employés du secteur public, elle aura bien du mal à trouver des investisseurs pour financer ses déficits. Et si les marchés obligataires se ferment à la Grèce, le pays sera confronté à l'absence de refinancement nouveau ou à un défaut de paiement. Aucune de ces deux voies ne contribuera à la paix sociale.

Une solution à trouver dans l'Union européenne ou en-dehors ?

Un renflouement des caisses grecques par la zone euro dans son ensemble créerait un monstrueux hasard moral pour les gouvernements. Si un pays laisse ses déficits publics se creuser jusqu'au défaut, peut-il tout simplement être sauvé via un renflouement par les pays de la zone sans craindre de voir prochainement la même situation se reproduire ailleurs encore et encore ? Pour éviter un tel hasard moral, certains observateurs préconisent une solution en dehors de l'Union européenne. Quelles sont les implications d'une telle sortie pour un Etat membre ? Voici quelques-unes des conséquences probables.

Les taux d'intérêts nominaux augmenteraient, entraînant une hausse du coût de la dette et sapant par là même l'ajustement budgétaire. L'augmentation des taux nominaux serait en effet la conséquence des anticipations des dévaluations futures escomptées de la nouvelle devise, des attentes d'une inflation accrue et l'absence de crédibilité de la politique monétaire. La prime de risque de change augmenterait également, tout comme celle liée au risque souverain. Toute dévaluation de la nouvelle monnaie domestique contre l'euro augmenterait le poids de la dette dans la mesure où la dette existante libellée en euros deviendrait une dette en devise étrangère.

Enfin, les coûts de change avec les membres restants de la zone euro seraient réintroduits. De quoi inhiber les échanges commerciaux et l'investissement.

A quoi ressemblerait une solution à l'intérieur de l'Union européenne ?

Les traités qui régissent le fonctionnement de l'Union européenne comprennent une clause de « non renflouement » qui interdit à un ou plusieurs Etats d'assumer la dette d'un ou de plusieurs Etats membres tiers. D'autres clauses prévoient toutefois les modalités d'une aide éventuelle à un Etat membre en difficulté. Quelles sont les solutions pratiques envisageables ?

Un remède pour la Grèce peut consister en un prêt relais contracté auprès d'un autre Etat membre de l'Union européenne bénéficiant de la confiance des investisseurs. Un pays comme l'Allemagne par exemple.

Mais pour garantir que la « bonne » monnaie ne soit pas gérée comme l'a été la « mauvaise » monnaie, un tel emprunt devrait être accordé sous certaines conditions, impliquant que le pays qui consent le prêt aurait son mot à dire dans l'établissement du budget du pays qui le reçoit. La chose est pour le moins difficilement concevable.

Faire appel au FMI (Fonds Monétaire International) est une autre alternative. Dans la mesure où le FMI a déjà aidé d'autres pays comme la Hongrie et qu'il a acquit avec l'Argentine suffisamment d'expérience pour restructurer la dette souveraine, faire appel à ses compétences fait certainement beaucoup de sens d'un point de vue strictement économique. Mais devoir se tourner vers Washington où siège le FMI pour demander de l'aide serait certainement ressenti comme une humiliation par l'Europe qui reconnaîtrait alors qu'elle n'est pas capable de régler elle-même ses propres problèmes.

Si l'Europe est trop fière pour faire appel au FMI, elle pourra songer à créer son propre Fonds Monétaire Européen. Ce fonds pourrait accorder des facilités de prêts financés par des obligations adossées à l'Union européenne. Cela signifierait que les pays qui soutiennent l'émission se portent caution si l'obligation venait à n'être pas remboursée. Une telle solution pourrait être déployée chaque fois qu'un Etat membre se verrait privé de l'accès aux marchés obligataires.

Une alternative à ce système est la mise en place d'un type prédéfini de système d'assurance.

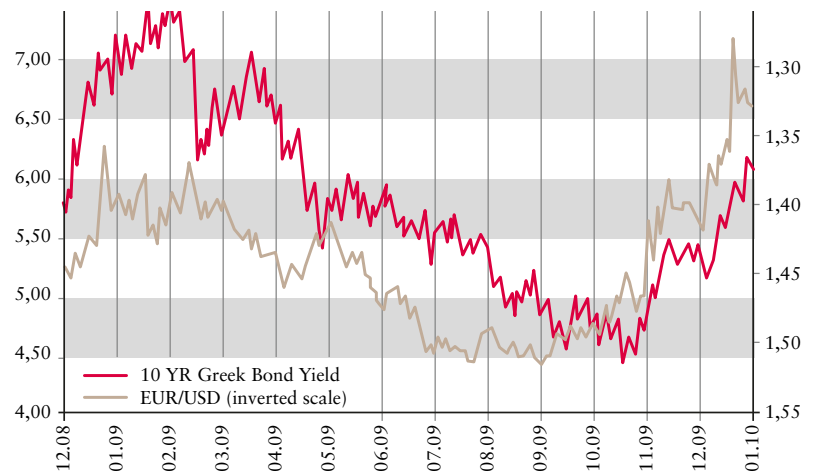
Ici, les Etats membres seraient obligés en permanence, avant toute crise, d'acheter des contrats d'assurance émis par ce Fonds Monétaire Européen. Un tel achat se ferait sous la forme du paiement d'une prime d'assurance dont le niveau pourrait se baser par exemple sur le niveau du déficit du pays, ses projections de déficits et son stock de dettes en absolu et en termes de PIB. Plus les déficits ou la dette sont élevés, plus la prime à verser est conséquente. La somme globale récoltée refléterait le risque souverain global du système et pourrait être utilisée pour consentir un prêt à un Etat membre qui se verrait refuser l'accès aux marchés obligataires. Afin de rendre un tel système crédible et pérenne, le Fonds, conjointement avec l'Etat qui le sollicite, prendra en charge la surveillance du retour à la discipline et à la stabilité budgétaire. Ainsi la transparence requise dans un tel processus serait garantie.

Impact sur les marchés financiers

Laisser la Grèce faire défaut est une issue possible des problèmes actuels, mais ne constitue certainement pas une option enviable. Si la Grèce devait s'écrouler, le coût de financement de la dette exploserait également pour d'autres Etats vulnérables de la zone euro. Le problème du risque souverain pour la zone euro en est donc peut-être uniquement à ses débuts.

Des primes de risque plus élevées sur les obligations d'Etat entraîneront presque invariablement l'augmentation des primes de risque pour toutes les autres classes d'actif, notamment les actions, voire même les obligations corporate dans la mesure où les spreads de crédit sont déjà très serrés.

Evolution du cours de l'euro et celui des taux de rendement grecs



En tant que secteur, les banques européennes semblent particulièrement vulnérables vu qu'elles ont commencé à prendre d'énormes positions obligataires sur leurs bilans en 2009. Des positions qui résultent de l'abondante liquidité mise à leur disposition par la Banque Centrale Européenne.

Enfin, l'incertitude qui pèse sur le futur de la zone euro affaiblit l'euro lui-même. Ce n'est pas nécessairement une mauvaise chose : l'euro a été surévalué par rapport au dollar et la reprise tirée par les exportations en Allemagne cale probablement déjà. Une course effrénée au dollar, vraisemblablement aggravée par le débouclage de carry trades, pourrait provoquer une panique et la vente à tout prix d'un large éventail d'actifs plus risqués. Les matières premières semblent particulièrement vulnérables compte tenu des faibles perspectives de croissance. En effet, malgré son statut de valeur refuge, même l'or a souffert lorsque le dollar a repris des couleurs. Il se peut qu'après 2009, où toutes les classes d'actifs se sont redressées à partir de début mars, 2010 sera l'année de la différenciation, en termes de risque et de qualité des investissements. Les investisseurs deviendront plus sélectifs, et les obligations étatiques ne pourront plus nécessairement être considérées comme valeur de refuge, ou actif sans risque par excellence.

Conclusion

Compte tenu de tous les bénéfices suite à l'introduction de l'euro comme monnaie unique, il ne faut pas oublier que l'union monétaire est davantage une affaire de politique que d'économie. La volonté politique de maintenir le projet sur les rails est forte. Mais pour que l'euro survive en sa forme actuelle, les pays les plus efficaces et les plus productifs, comme l'Allemagne par exemple, devront payer sous la forme d'un transfert de richesses. Ce transfert sera nécessaire et cela même si les pays les moins productifs s'astreignent à une discipline budgétaire. Pour évident qu'il soit, le constat n'en reste pas moins difficile à avaler.

Marc Flammang

Compagnie de Banque Privée

Membre du Comité de Direction



CBP

LUXEMBOURG

COMPAGNIE DE BANQUE PRIVÉE