Les marchés financiers, épée de Damoclès de l'élection présidentielle

par Céline Antonin

Même si certains candidats s'en défendent, le risque financier lié à la crise budgétaire en zone euro est l'invité d'honneur de la campagne présidentielle. Preuve que la question est sensible, le lancement d'un nouveau produit financier sur la dette française, mi-avril, a cristallisé les tensions. Il faut dire que le contexte est particulier : le défaut grec a montré que la faillite d'un pays de la zone euro était devenue possible. Malgré les pare-feux budgétaires mis en place depuis mai 2010 (notamment le Fonds européen de stabilité financière), certains pays voisins de la France font face à une défiance des marchés financiers, fragilisant leur capacité à tenir leurs engagements budgétaires et à assurer la soutenabilité de leur dette publique, l'exemple le plus préoccupant en date étant l'Espagne. Quels sont les instruments dont disposent les spéculateurs pour attaquer un pays comme la France et que faut-il craindre au lendemain de l'élection présidentielle ?

L'outil le plus utilisé pour spéculer contre la dette publique d'un pays est le *swap* de défaut (ou CDS, *Credit Default Swap*). Ce contrat procure une assurance contre un événement de crédit et notamment le défaut d'un Etat (voir en annexe "Fonctionnement technique des CDS" *in fine*). Seuls les investisseurs institutionnels, principalement les banques, assurances et *hedge funds*, ont accès directement au marché des CDS sur les Etats souverains[1].

Les CDS n'ont pas seulement un rôle de couverture, ils sont également un moyen privilégié de spéculation. L'une des critiques vis-à-vis des CDS vient du fait que l'acheteur de protection n'a aucune obligation de détenir une exposition crédit à l'entité de référence, autrement dit on peut acheter des CDS sans détenir l'obligation sous-jacente (achat/vente à nu). En juin 2011, le marché des CDS représentait 32 400 milliards de dollars d'encours notionnel. Devant l'ampleur de ces chiffres, l'Union européenne a finalement adopté un règlement portant sur l'encadrement des ventes à découvert : il interdit notamment les CDS à nu sur la dette souveraine des Etats européens, mais ne sera applicable qu'à partir du 1er novembre 2012.

Le FOAT, nouvel instrument de spéculation sur la dette française ?

Ce nouvel instrument financier, mis en place le 16 avril par Eurex[2], est un contrat *futures*, c'est-à-dire un accord entre deux parties pour acheter ou vendre un actif spécifique à une date future et à un prix fixé à l'avance. L'actif spécifique est en l'occurrence une obligation assimilable du Trésor français (OAT), de maturité restante longue (comprise entre 8,5 et 10,5 années), avec un coupon de 6 % et pour un montant nominal de 100 000 euros. Doit-on s'inquiéter du lancement de ce nouveau contrat, à la veille de l'élection présidentielle ? Non si l'on considère que le lancement du FOAT répond au décrochage entre taux obligataires allemands et français, intervenu depuis la récente dégradation de la note souveraine française : auparavant, les taux obligataires allemands et français étant étroitement corrélés, le FOAT sur les obligations allemandes permettait une couverture du risque sur les obligations allemandes et françaises. A la suite du creusement de l'écart de taux entre les deux pays, Eurex a décidé de créer un contrat *futures* spécifique pour les

obligations françaises. Le même phénomène s'est produit pour l'Italie : depuis septembre 2009, l'Eurex a également lancé trois contrats *futures* sur les titres de dette obligataire italienne[3]. En outre, l'Eurex est un marché organisé privé de droit allemand, beaucoup plus transparent que le marché de gré à gré sur lequel s'échangent les CDS. Notons que le lancement du FOAT n'a pas connu beaucoup de succès : le jour de son lancement, il s'est échangé seulement 2 581 contrats *futures* sur les obligations françaises, contre 1 242 000 sur les obligations allemandes et 13 671 sur les obligations italiennes[4].

Même si, comme pour les CDS, la fonction première du FOAT est la couverture contre le risque, il peut également devenir un instrument de spéculation, notamment *via* les ventes à découvert. Alors que la spéculation sur la dette française était réservée aux gros investisseurs, avec un montant notionnel moyen de 15 milliards d'euros par CDS[5], le montant notionnel du nouveau contrat FOAT est de 100 000 euros, ce qui drainera davantage d'investisseurs sur le marché de la dette française. Si les spéculateurs parient sur une dégradation de la soutenabilité des finances publiques, alors le prix des contrats *futures* sur les OAT baissera, ce qui amplifiera les mouvements de marché et provoquera la hausse des taux sur les contrats OAT.

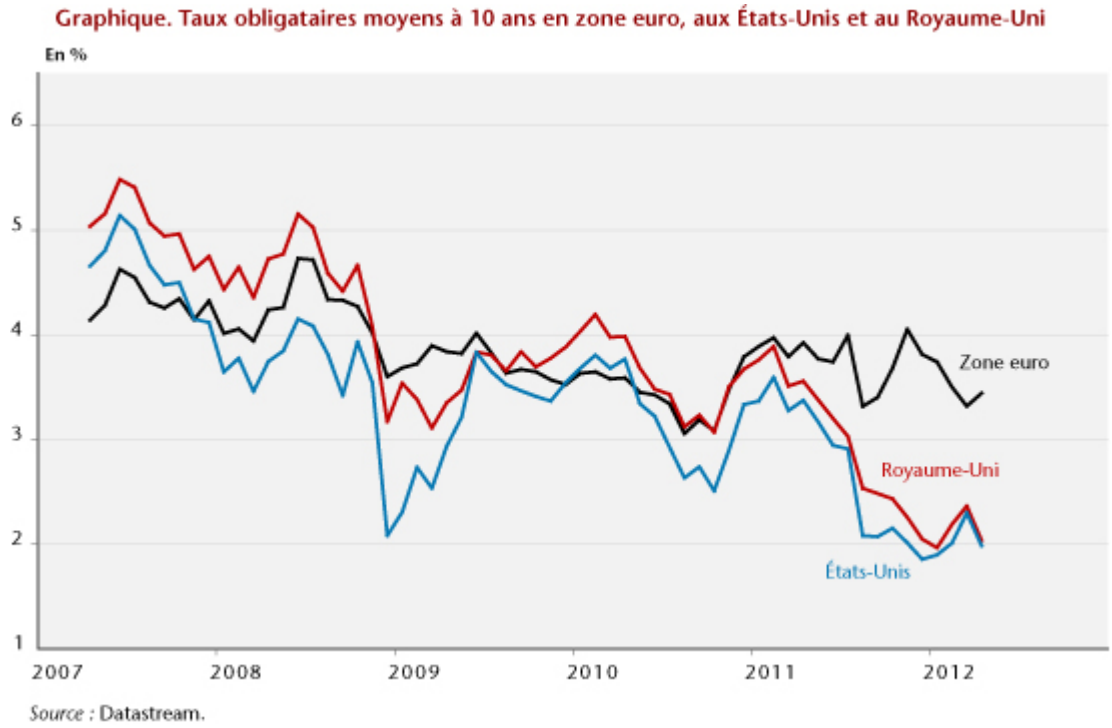
Des lendemains qui déchantent ?

Il est difficile de prévoir l'attitude des marchés financiers au lendemain des résultats des élections présidentielles françaises. L'étude de ce qui se passe dans d'autres pays de la zone euro nous renseigne peu, en raison des situations spécifiques dans chacun d'entre eux. Le pays le plus « comparable » à la France serait sans doute l'Italie. Or, la nomination de Mario Monti en novembre 2011 s'inscrivait dans un contexte particulier, où la constitution d'un gouvernement technique avait précisément pour but de restaurer la confiance des marchés en réduisant le déficit à marches forcées,

l'Italie bénéficiant également de la politique accommodante de la BCE. La configuration budgétaire française est différente, l'impératif financier n'apparaissant qu'au second plan. Les candidats des deux grands partis mettent néanmoins en avant la nécessité de revenir à l'équilibre budgétaire. Le calendrier diffère (2016 pour l'UMP, 2017 pour le PS), ainsi que les moyens d'y parvenir : pour Nicolas Sarkozy, les efforts budgétaires porteront davantage sur une modération des dépenses publiques (0,4 % par an entre 2013 et 2016, contre 1,1 % pour le PS), alors que François Hollande met l'accent sur la hausse des recettes, avec une augmentation du taux de prélèvements obligatoires de 1,8 % entre 2012 et 2017 (contre 1 % pour l'UMP).

Mais l'essentiel n'est pas là. Ce qui frappe, au-delà de l'impératif de réduction des déficits publics dans les pays de la zone euro, c'est le fait que nos destins soient inextricablement liés. Comme le montre le graphique d'évolution des taux d'intérêt obligataires en zone euro (graphique 2), lorsque la zone euro est affaiblie, c'est l'ensemble des pays qui en subissent les conséquences sur leur prime de risque par rapport aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, bien qu'à des degrés divers. Il est donc irréaliste de penser la stratégie budgétaire et la stratégie de croissance française en dehors du cadre européen. Ce qui empêchera les marchés financiers de spéculer sur la dette d'un pays, c'est la constitution d'une Europe budgétaire forte et dotée de règles strictes, assistée d'une politique monétaire active. Cette construction est en marche mais elle est loin d'être aboutie : le FESF n'a pas une force de frappe suffisante pour aider les pays en difficulté, la stratégie de croissance à l'échelle européenne, décidée au sommet du 2 mars 2012, demande à être approfondie, et la BCE doit mener une politique active, à l'instar de la Fed, ce qui exige notamment une révision de ses statuts. Comme l'a rappelé l'agence Standard and Poor's lorsqu'elle a annoncé la dégradation de la note française en décembre dernier, c'est avant tout la cohésion

budgétaire en zone euro qui sera regardée de près par les marchés financiers. Le 6 mai 2012, ce sera donc davantage l'attitude du prochain Président vis-à-vis de cette construction budgétaire et sa capacité à faire valoir sa position au sein de la zone euro qui détermineront l'attitude future des marchés financiers, non seulement vis-à-vis de la France, mais également vis-à-vis de chacun des pays de la zone euro.

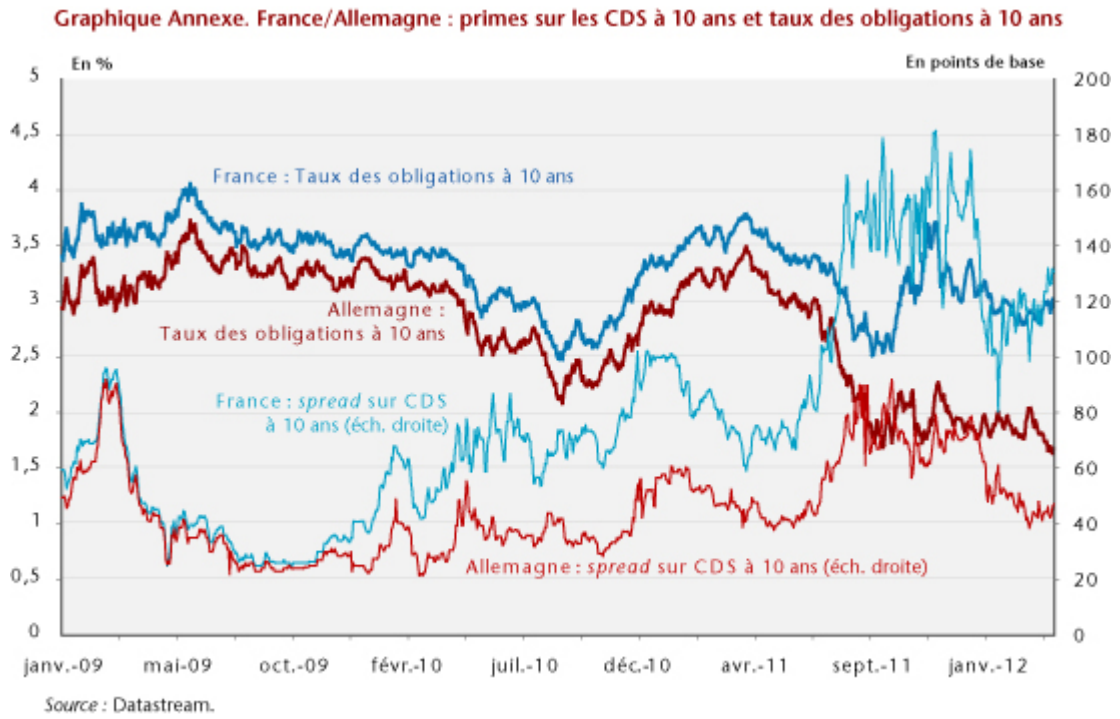


Annexe : Fonctionnement technique des CDS

L'acheteur du contrat acquiert le droit de vendre une obligation de référence à sa valeur nominale (qualifiée de « principal ») en cas d'événement de crédit. L'acheteur du CDS paie au vendeur des montants convenus, à intervalles réguliers, jusqu'à l'échéance du CDS, ou à la survenance de l'événement de crédit. Le swap est alors dénoué, soit par livraison du sous-jacent, soit en cash. Si les termes du contrat prévoient un règlement physique, l'acheteur du CDS livre les obligations au vendeur en échange de leur valeur nominale. Si le CDS est dénoué en cash, le vendeur du CDS rembourse à l'acheteur la différence entre le montant nominal des obligations de l'acheteur et le montant des obligations

cotées à la suite de l'événement de crédit (valeur de recouvrement), sachant que dans ce cas, l'acheteur du CDS conserve ses obligations décotées. Dans la plupart des cas, la valeur de recouvrement est déterminée officiellement par un processus d'enchère organisé par l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association). La prime annuelle que versera la banque à la compagnie d'assurance pour avoir le droit à une couverture s'appelle le spread du CDS et constitue la valeur cotée sur le marché : plus le risque de défaut est élevé, plus le spread des CDS augmente (graphique 1). En réalité, les banques étant à la fois des acheteurs et des vendeurs de protection, le spread est généralement présenté comme une fourchette : une banque peut proposer une fourchette 90-100 points de base sur le risque de défaut de la France. Elle est donc prête à acheter une protection contre le risque de défaut en payant 90 points de base sur le principal, mais elle en exige 100 pour fournir cette protection.

A titre d'illustration, on peut considérer l'exemple suivant. Le 7 mai 2012, une banque (acheteuse) signe un CDS sur un principal de 10 millions d'euros pour 5 ans avec une compagnie d'assurance (vendeuse). La banque s'engage à payer 90 points de base (spread) pour se protéger contre le défaut de l'Etat français. Si la France ne fait pas défaut, la banque ne recevra rien à l'échéance, mais paiera chaque année 90 000 euros chaque 7 mai des années 2012 à 2017. Supposons qu'un événement de crédit survienne le 1er octobre 2015. Si le contrat spécifie la livraison du sous-jacent, l'acheteur a le droit de livrer ses 10 millions d'euros de nominal d'obligations françaises et recevra en échange 10 millions d'euros en cash. S'il est prévu un dénouement en cash, et si les obligations françaises ne sont plus cotées qu'à 40 euros, alors la compagnie d'assurance versera 10 000 000-4 000 000 = 6 millions d'euros à la banque.



---

[1] Les particuliers pouvent jouer sur les marchés de CDS d'entreprise *via* les *trackers* (placements collectifs en valeurs mobilières qui répliquent la performance d'un indice boursier).

[2] L'Eurex a été créé en 1997 par la fusion du marché à terme allemand, la Deutsche Termin-Börse (DTB), et le marché à terme de Zurich, le Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX), entre autres pour concurrencer le LIFFE. Il appartient à Deutsche Börse et domine le marché des contrats de taux à long terme.

[3] En septembre 2009 pour les obligations à maturité restante longue (8,5 à 11 ans), octobre 2010 pour les obligations à maturité restante courte (2 à 3,25 ans) et juillet 2011 pour les obligations à maturité restante moyenne (4,5 à 6 ans).

[4] Notons que cette comparaison est biaisée du fait qu'il existe 4 contrats *futures* sur la dette allemande, 3 sur la dette italienne, et seulement 1 sur la dette française.

[5] Données hebdomadaires fournies par la DTCC pour la semaine

du 9 au 13 avril 2012 sur les CDS souverains sur la dette française : le notionnel brut atteint 1 435 milliards de dollars et 6822 contrats ont été échangés.

La Très Grande Récession

Perspectives économiques mises à jour pour les grands pays développés en 2012

Département Analyse et Prévision, sous la direction de Xavier Timbeau

Les perspectives de croissance pour les pays développés et plus particulièrement européens se sont dégradées spectaculairement au cours des dernières semaines. La dépréciation « volontaire et négociée » des titres de dette souveraine grecque, qui n'est autre qu'un défaut souverain, la vague de plans de restriction budgétaire annoncés alors que les lois de finance sont encore en train d'être débattues, l'impuissance de l'Union européenne à mobiliser ses forces dans la crise sont autant de facteurs qui ont rendu les prévisions faites il y a deux mois obsolètes. L'année 2012 sera marquée par une récession dans plusieurs pays européens, dont la France.

Publiés en août 2011, les chiffres de croissance pour le deuxième trimestre 2011 dans les pays développés ont relativisé les signaux positifs du début de l'année 2011. Au troisième trimestre 2011, les comptes nationaux ont été meilleurs qu'attendu, mais le répit serait de courte durée. Les indicateurs conjoncturels pour la majorité des pays développés (cf. note associée) annoncent une réduction de

l’activité au quatrième trimestre 2011 et au début de l’année 2012. La zone euro stagnerait en 2012 ; avec +0,4 % de croissance du PIB, l’Allemagne enregistrerait la « meilleure » performance de la zone euro (tableau 1).

Tableau 1. prévisions pour 2012

		2011				2012				2011	2012
		t1	t2	t3	t4	t1	t2	t3	t4		
Allemagne	PIB	1,3	0,3	0,5	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	3,0	0,4
	Taux de chômage	6,1	5,9	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,8	5,7
	Solde public*									-1,2	-1,4
France	PIB	0,9	-0,1	0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,6	-0,2
	Taux de chômage	9,2	9,1	9,3	9,6	9,9	10,2	10,5	10,7	9,3	10,3
	Solde public*									-5,8	-5,3
Italie	PIB	0,1	0,3	0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	0,7	-0,9
	Taux de chômage	8,2	8,1	8,2	8,4	8,6	8,8	8,9	9,0	8,2	8,8
	Solde public*									-3,9	-2,3
Espagne	PIB	0,4	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0
	Taux de chômage	20,6	21	22,2	22,6	22,8	23	23	23	21,6	23,0
	Solde public*									-7,4	-5,4
Zone euro	PIB	0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0
	Taux de chômage	10,0	10,0	10,6	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2	10,3	11,1
	Solde public*									-3,5	-2,9
Royaume-Uni	PIB	0,4	0,1	0,5	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,9	0,5
	Taux de chômage	7,7	7,9	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,1	8,7
	Solde public*									-9,1	-8,5
États-Unis	PIB	0,1	0,3	0,6	0,4	0,4	0,1	0,2	0,3	1,7	1,4
	Taux de chômage	8,9	9,1	9,1	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	9,0	8,7
	Solde public*									-9,2	-9,2
Japon	PIB	-0,7	-0,3	1,5	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	-0,1	2,4
	Taux de chômage	4,7	4,6	4,4	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,5	4,6
	Solde public*									-8,8	-9,4

* En points de PIB.
Sources : Comptes nationaux, prévisions OFCE décembre 2011.

La première phase de la Grande Récession, en 2008-2009, a induit le gonflement des dettes publiques (de l’ordre de 16 points dans la zone euro, de plus de 30 points aux Etats-Unis et au Royaume Uni, cf. tableau 2). La phase II sera conditionnée par la façon dont sont digérées ces dettes publiques induites par la crise : ou bien les taux d’intérêts bas permettent de reporter l’ajustement des déficits publics à plus tard et les économies peuvent rebondir, allégeant en conséquence l’ajustement nécessaire ; ou bien l’ajustement est fait immédiatement, amplifié par la hausse des taux publics et par la persistance du sous-emploi (tableau 3). Parce que l’Europe est soumise à la peur du défaut, elle transforme la G*rande* Récession amorcée en 2008 en *Très Grande* Récession.

Tableau 2. Besoins de financement, dettes publiques et caractéristiques de ces dettes

	All	Fra	Ita	Esp	RU	USA	JPN	ZE 4
Besoin de financement sur les marchés en 2012								
En milliards	235 M€	295 M€	391 M€	175 M€	257 M£	3151 M$	226 tb ¥	1116 M€
En point de PIB	9,8	14,1	24,4	15,8	16,5	19,8	47,4	15,3
dont déficit public financé par appel au marché en 2012								
En milliards	20 M€	78 M€	11 M€	67 M€	114 M£	910 M$	62 tb ¥	186 M€
En point de PIB	0,8	3,7	1,9	3,1	8,6	5,7	6,7	2,5
dont dette arrivant à maturité financée par appel au marché en 2012								
En milliards	235 M€	217 M €	368 M€	118 M€	122 M£	2240 M$	194 tb ¥	930 M€
En point de PIB	9,8	10,4	22,5	10,6	7,8	14,1	40,7	12,6
Dette publique totale - 2011								
En milliards d'euros	2 062	1 693	1 884	668	1 381	11 064	9 516	6 207
En milliards de dollars	2 795	2 294	2 553	770	1 871	14 994	12 896	8 412
En milliards d'euros PPA 2010	2 051	1 825	1 869	580	1 281	10 210	11 144	6 216
En dollars par tête	34 181	33 208	42 109	34 695	29 972	46 530	101 136	35 171
En point de PIB	80,3	83,7	118,7	52,4	78,3	98,3	213,4	83,3
Variation par rapport à 2007	33,4	19,9	19,1	16,5	34,0	33,5	46,3	36,8
Dette publique de marché estimée au 31 décembre 2011								
En milliards d'euros	1 108	1 335	1 571	558	1 526	7 297	6 727	4 555
En milliards de dollars	1 502	1 782	2 129	756	1 797	9 890	9 116	6 168
En milliards d'euros PPA 2010	1 102	1 416	1 588	490	1 809	9 890	11 168	4 538
En point de PIB	45,3	65,0	99,0	51,4	75,4	64,8	150,8	62,7
En dollars par tête	18 368	27 385	35 116	34 572	28 786	30 678	71 505	24 322
Caractéristiques de la dette de marché								
Taux d'intérêt moyen sur la dette en 2011	nd	3,1	nd	4,0	2,2	3,1	1,9	nd
Taux d'intérêt moyen sur les émissions en 2011	nd	nd	3,5	nd	2,8	nd	0,5	nd
Taux d'intérêt moyen sur les émissions en 2012	0,9	1,5	4,3	5,0	2,0	1,4	0,5	2,9
Taux d'intérêt sur les émissions à 10 ans en 2012	2,8	3,2	6,3	5,3	2,3	2,2	1,1	4,3

Note : la PPA est calculée par rapport à la zone euro, et tient compte des différentiels de niveaux de prix entre pays de la zone euro.
Source : calculs OFCE décembre 2011, Eurostat, Agences du trésor nationales.

Tableau 3. Évolution de la situation des chômeurs entre 2007 et 2010

En points de population active

Évolution entre 2007 et 2010	Allemagne	Espagne	France	Italie	RU
chômage	-1,6	11,9	1,3	2,4	2,6
chômage de longue durée	-1,5	5,7	0,5	1,2	1,3
chômage non indemnisé	-0,3	5,7	0,5	2,0	4,3

Source : Eurostat.

Après le défaut « volontaire » grec, les pays de la zone euro se sont infligés non seulement un ajustement encore plus brutal que le Pacte de stabilité et de croissance ne l'exigeait, mais aussi la contagion et la débâcle générale des dettes souveraines. Les dispositifs, du FESF aux règles d'or, proposés par l'Union européenne n'ont pas convaincu quant à la capacité à résoudre dans le court comme dans le long terme le problème des finances publiques des Etats de la zone euro. D'autant que l'Europe semble oublier que la croissance et le retour au plein emploi sont des éléments fondamentaux de la soutenabilité des dettes publiques et, plus généralement, du projet européen.

Face au risque d'insolvabilité sur les titres souverains, les créanciers exigent des primes de risque plus élevées pour continuer à financer à la fois la dette nouvelle et le renouvellement de la fraction de dette ancienne arrivée à échéance. Ce durcissement des conditions de financement, alors même que les perspectives d'activité se dégradent sous l'effet des restrictions budgétaires, tue dans l'œuf les tentatives d'assainissement des finances publiques. S'engage alors une

spirale infernale. Le renchérissement du coût de la dette alourdit les charges d'intérêt, ce qui hypothèque la réduction des déficits et appelle des mesures restrictives supplémentaires pour rassurer les bailleurs. La restriction pèse alors sur l'activité et, en bout de course, creuse les déficits conjoncturels. A quoi les gouvernements, affolés par la résistance des déficits et la perspective d'une dégradation de leur note souveraine, répondent par l'accentuation de la rigueur.

Parce que les économies des pays européens sont étroitement interconnectées, la simultanéité de la mise en œuvre de politiques budgétaires restrictives conduit à amplifier le ralentissement économique global, *via* un affaiblissement du commerce extérieur (nous avions développé ce point dans notre précédent exercice de prévision). En effet, les politiques de restriction affectent la demande intérieure des pays qui les conduisent et donc réduisent leur production mais également leurs importations. Ce mécanisme réduit les exportations de leurs partenaires commerciaux et donc leur activité, indépendamment de leurs propres politiques budgétaires. Si ces pays conduisent eux aussi une politique restrictive, il faut ajouter à la restriction interne l'effet extérieur (indirect). L'ampleur de ces effets est fonction de plusieurs facteurs. Les effets directs sont essentiellement liés aux impulsions négatives propres à chaque pays. L'effet indirect est plus difficile à mesurer, puisqu'il dépend du degré d'ouverture de chaque pays, de la répartition géographique de ses exportations et de l'élasticité des importations au PIB des pays qui pratiquent la rigueur. Ainsi, un pays très ouvert et dont la majorité des exportations est dirigée vers un pays où la restriction budgétaire est intense subira un effet indirect fort. A cet égard, les pays de la zone euro, très intégrés, vont davantage subir la restriction de leurs partenaires que les Etats-Unis ou le Japon. Leur croissance va donc être largement amputée, repoussant la réduction des déficits conjoncturels. La récession qui s'annonce dans de nombreux

pays est le résultat de mesures toujours plus restrictives prises pour tenter de stabiliser le plus rapidement possible leur ratio dette/PIB dans un contexte conjoncturel de plus en plus défavorable.

La course à la rigueur pour tenter de ramener les déficits publics sous la barre des 3 % du PIB et pour stabiliser les ratios de dette vise autant à répondre aux exigences des accords européens qu'à rassurer les agences de notation et les marchés financiers. Ces derniers, et parmi eux les banques européennes, détiennent en effet au moins 50 % des dettes publiques des pays développés, *via* les titres émis par les agences nationales de la dette publique. De 77 % de la dette publique détenue par les institutions financières en France, ce pourcentage monte à 97% pour l'Espagne.

Dans la zone euro, entre 9 et 23 points de PIB de dette publique selon les pays devront être renouvelés en 2012 (cf. tableau 2). En dehors du Japon, c'est en Italie, qui associe dette élevée et part importante de titres de court terme, que le besoin de financement sera le plus élevé. Si l'on ajoute à ces émissions les besoins liés au financement du déficit public de 2012, le potentiel d'émissions brutes dans la zone euro est compris entre 10 % du PIB en Allemagne et 24 % en Italie.

Ces montants élevés posent problème aux pays soumis à la défiance des marchés. Si le taux d'intérêt auquel ces pays se financent se maintenait en 2012 aux niveaux moyens observés au dernier trimestre 2011, l'Espagne emprunterait à 5 % et l'Italie à 4,3 %. La France et l'Allemagne continueraient en revanche de bénéficier de taux bas (respectivement 1,5 % et 0,9 %). Les taux des émissions de décembre 2011 pour ces deux pays ont, pour l'instant, été peu affectés par les menaces de dégradation des dettes souveraines des pays de la zone euro. Malgré des besoins de financement sur les marchés plus élevés que dans la zone euro en 2012, les taux restent bas au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et au Japon. Paradoxalement, la

dégradation de la note souveraine américaine en août 2011 s'est accompagnée d'une baisse du taux à 10 ans et des taux à court terme aux Etats-Unis. Dans ce contexte de fuite vers la sécurité, les programmes massifs d'achats de titres publics sur le marché secondaire, mis en œuvre par la Réserve fédérale (FED), la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque du Japon, maintiennent les taux longs publics à un bas niveau. La politique monétaire joue ainsi à la fois sur les taux d'intérêts à court terme mais également sur les taux à long terme. Le rôle de prêteur en dernier ressort qu'adoptent ces banques centrales en procédant de la sorte rassure les marchés et évite la hausse des taux lors des adjudications. A contrario, le mandat de la BCE et son encadrement strict par l'échafaudage juridique européen limitent son action. La faiblesse relative (2,3% du PIB de la zone Euro contre 11% du PIB américain pour la FED et 13% du PIB britannique pour la BoE) des montants d'obligations publiques achetées depuis 2010 et les dissensions entre pays de la zone euro sur le rôle de la banque centrale alimentent les exigences de couverture des investisseurs par la hausse des primes de risque.

Pour mettre un terme à la débâcle des dettes souveraines européennes, il faut écarter toute possibilité de défaut souverain ; il faut ramener par tous les moyens possibles les taux d'intérêts publics au plus bas ; il faut mettre en place une stratégie européenne de stabilisation de la dette publique d'abord par la sortie du sous-emploi et donc par la croissance, ensuite par l'ajustement des finances publiques.

Retour en enfer ?

par Xavier Timbeau

A propos des perspectives de l'économie mondiale pour 2011-2012

Si la Grèce venait à faire défaut, même partiellement, sur sa dette souveraine, il pourrait se produire un évènement de nature au moins aussi grave que celui qui a suivi la chute de la banque *Lehman Brothers* à l'automne 2008.

Le choc initial, une fraction (60% ?) des 350 milliards d'euros de dette publique grecque, frapperait directement les agents qui détiennent cette dette. Quelques centaines de milliards d'euro (210 M€ ?) seraient inscrits en moins au bilan de ménages ou de banques grecs, mais aussi d'agents économiques d'autres pays européens. Il faudrait alors recapitaliser le système bancaire européen (quelques dizaines de milliards d'euros), probablement quelques assureurs ou fonds de pension (on ne sait pas combien) et espérer que le reste, c'est-à-dire les pertes financières des ménages se limiteraient à un simple effet richesse.

La Grèce ne serait pas sortie d'affaire pour autant, puisque son déficit primaire (hors charge d'intérêt) sera en 2011 supérieur à 2,5 % de son PIB. Même dans le cas d'un défaut partiel sur sa dette souveraine, la Grèce serait probablement exclue des marchés financiers et devrait à nouveau réduire, brutalement, son déficit public, à moins que le FESF ne s'y substitue. Mais tout comme dans l'enchaînement qui a conduit de la faillite de la 5eme banque d'affaire américaine à la plus grande crise financière, bancaire et économique de l'après-guerre, l'affaire ne s'arrêterait pas là (nous décrivons ce scénario en détail dans notre analyse de la conjoncture d'octobre 2011).

Il serait alors démontré que les titres publics de la zone euro ne sont plus des titres sûrs. N'étant plus sûrs, ces titres souverains seraient moins recherchés et ne serviraient plus de valeur refuge comme ils le sont aujourd'hui. Le taux d'intérêt souverain deviendrait plus élevé, mesure supposée du

risque qu'il y aurait à en détenir désormais. Plus le pays serait susceptible de suivre la Grèce dans le défaut, plus son taux s'envolerait. Partant de niveaux de dettes publiques égales au PIB – conséquences en partie de la phase I de la grande récession de 2008 – la hausse des taux creuserait les déficits publics plus qu'ils ne le sont. Elle accroîtrait le risque de défaut, jusqu'à le provoquer. Les pays qui le peuvent tenteraient d'échapper à ce cercle vicieux par une vertu budgétaire encore plus exemplaire.

Tout ceci conduirait à de nouvelles moins-values pour les imprudents qui auraient acquis des titres souverains portugais, espagnols, irlandais ou italiens. Au lieu de quelques centaines de milliards d'euros perdus sur la dette publique grecque, ce sont là quelques milliers de milliards d'euros de moins-values qui appelleraient à la fois de sérieuses recapitalisations du secteur bancaire européen (on évoque jusqu'à 300 milliards d'euros) et une perte de richesse des ménages européens qui devrait se traduire par un sérieux ralentissement de leur consommation. Combiné à l'effet des restrictions budgétaires impliquées par l'arrêt du financement des déficits publics, par les restrictions budgétaires dans les pays « vertueux », la phase II de la récession ferait passer la phase I pour une aimable plaisanterie.

Un plan audacieux de recapitalisation vigoureuse des banques européennes, de refinancement à long terme de la Grèce et de vertu budgétaire affichée et partagée par les Etats membres de l'Union Européenne pourrait retarder le scénario du pire pendant quelques mois. On pourrait ainsi entretenir l'illusion que les titres publics sont sûrs, à l'exception de ceux émis par la Grèce. Mais, lorsqu'on s'apercevra que les engagements budgétaires de certains étaient optimistes et avaient sous-estimé les possibilités d'une nouvelle mauvaise fortune, qu'elle soit tombée du ciel ou simplement la conséquence des plans de restrictions sur l'activité en Europe et donc sur les recettes fiscales, alors, la certitude de la sûreté des titres

publics s'effondrera à nouveau. Et aux exceptions, on ajoutera le Portugal à la Grèce. Mais l'exception devenant règle, la digue cèdera à nouveau et plus facilement à chaque nouveau pays. L'Allemagne sera le dernier pays à faire défaut, triste consolation pour avoir été le plus vertueux, ce que les marchés financiers semblent anticiper par des CDS à plus de 70/10 000 sur les titres souverains allemands.

Pour éviter ce scénario du pire, il nous reste peu de solutions. Quatre principes doivent être suivis. Le premier est qu'il ne faut aucun défaut sur des titres souverains. La Banque Centrale Européenne (BCE) multiplie les déclarations dans ce sens, à juste titre. En second lieu, la Grèce doit payer sa dette publique. C'est à la fois pour des raisons morales (personne ne doit payer à la place des grecs), pour des raisons économiques (la perte sur les titres souverains grecs est une perte pour quelqu'un) mais aussi parce que les grecs le peuvent. Leur économie connaît depuis 2008 une récession comme peu d'économies développées en ont traversé, l'ajustement budgétaire sera brutal, mais les ménages ou institutions grecs détiennent un patrimoine important. De plus, par la lutte contre la fraude et l'évasion fiscale, la Grèce a un potentiel de recettes à la hauteur de sa dette publique. Il est, en revanche, indispensable que la dette publique grecque puisse être financée à un taux suffisamment bas pour que l'effet boule de neige, démultiplié dans la récession, ne l'emporte sur le reste. En troisième lieu, et c'est là que les choses se compliquent, les titres de dette publique doivent être des actifs parfaitement liquides. Pour ce faire, il faut une institution qui peut acquérir, sans aucune limite, les dettes publiques lorsque cela s'impose. La BCE peut techniquement remplir ce rôle, comme le font aujourd'hui toutes les grandes banques centrales (FED, BoE, BoJ). La BCE le fait depuis quelques mois, même si le montant des titres qu'elle détient reste faible (voir « L'histoire sans fin » dans notre dossier de prévision). Mais pour avoir un dispositif crédible, il faut en démultiplier les moyens, en

assumer le fonctionnement et s'attacher au quatrième point : la stratégie budgétaire à moyen terme. Car, en effet, pour que les titres publics soient sûrs, il faut qu'ils soient non seulement liquides mais aussi solvables. Les règles d'or constitutionnelles répondent maladroitement à cette nécessité. Il reste à inventer une meilleure approche, applicable dans la structure institutionnelle actuelle de l'Europe, pour assurer la solvabilité dans le moyen terme des finances publiques des Etats membres.

Ce texte fait référence à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012 que le département analyse et prévision a présentées le vendredi 14 octobre 2011. Les analyses sont disponibles sur le site internet de l'OFCE et dans la revue de l'OFCE n°119*.*