

Retour en enfer ?*

Perspectives 2011-2012 pour l'économie mondiale

OFCE, Observatoire français
des conjonctures économiques
Département analyse
et prévision

L'économie mondiale se relève avec difficultés du traumatisme de la récession de 2008/2009. Bien sûr, les plans de relance et les stabilisateurs automatiques ont évité l'enclenchement d'un processus dépressif comme dans les années 1930 et les plans de soutien au secteur financier ont empêché les faillites bancaires en cascade et l'anéantissement du système financier. Mais la mobilisation de l'ensemble des moyens de la politique économique, conventionnels et non conventionnels, a conduit à la socialisation de dettes privées insoutenables, a laissé les budgets des États lourdement déficitaires et accru les dettes publiques dans des proportions importantes.

Dans cette situation, les États européens s'alarment d'une possible dégradation de leur note souveraine. Les menaces de défaut gagnent certains grands pays de la zone euro en plus de la Grèce et les primes de risque pour les pays déjà en difficulté montent en flèche. Les politiques économiques prennent donc le tournant de la rigueur en Europe pour tenter de redresser les finances publiques, au risque de faire replonger les économies dans la récession si les objectifs annoncés par les gouvernements étaient tenus coûte que coûte.

* Ce texte synthétise l'analyse de la conjoncture menée par le département analyse et prévision de l'OFCE à l'automne 2011. Il a été rédigé par Bruno Ducoudré, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Danielle Schweisguth et Xavier Timbeau. Il s'appuie sur le travail d'une équipe dirigée par Xavier Timbeau et composée de Céline Antonin, Christophe Blot, Marion Cochard, Bruno Ducoudré, Amel Falah, Éric Heyer, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Hervé Péléraux, Mathieu Plane, Christine Riffart et Danielle Schweisguth, avec la participation de Vincent Touzé. Il intègre les informations disponibles au 13 octobre 2011.

*« Should I stay or should I go now?
If I go there will be trouble
An' if I stay it will be double
So come on and let me know »*
The Clash, Combat Rock, 1981

Après la récession de 2008-2009 qui a frappé les économies développées et par contre-coup les économies émergentes, l'activité mondiale a rebondi en 2010 (tableau 1). Les plans de relance massifs ont enrayeré la spirale dépressive qui s'était mise en place et ont permis le redémarrage de l'économie. Le commerce mondial, traumatisé par l'effondrement des échanges fin 2008, a repris de la vigueur et dépasse désormais son précédent pic. Les soutiens publics aux secteurs bancaire et financier ont normalisé le financement de l'économie privée et desserré la contrainte que les banques, déstabilisées par la crise financière, faisaient peser sur les demandes intérieures.

L'embellie est cependant modeste et la situation des pays développés reste précaire. Les économies portent encore les stigmates de la récession, avec un chômage qui s'est au mieux stabilisé et avec un niveau élevé des déficits publics creusés par le jeu des stabilisateurs automatiques et des plans de relance. Ce sont aujourd'hui les difficultés budgétaires qui risquent de déclencher une nouvelle phase de crise. À la menace de la contagion des crises des dettes souveraines grecque et irlandaise à des pays comme l'Espagne et l'Italie s'ajoute la prise en compte des conséquences d'un défaut souverain, même partiel et limité à un seul petit pays. Une nouvelle panique bancaire est possible et sa seule éventualité suffit à produire des effets négatifs.

En effet, les doutes sur la solvabilité des pays mal « notés »¹ remettent en cause le financement de leur dette publique, dont une fraction importante doit être renouvelée chaque année. Les taux demandés sur leurs nouvelles émissions souveraines s'accroissent. Ce durcissement des conditions d'emprunt, combiné à la dégradation des perspectives d'activité, elle-même amplifiée par la restriction budgétaire, produit un effet en ciseau sur les finances publiques de ces États. Dans le même temps, la recherche de sécurité par les investisseurs a conduit à une baisse des taux d'intérêt souverains des pays les mieux notés. Ainsi, la dégradation de la note souveraine des États-Unis s'est accompagnée d'une baisse du taux à 10 ans et des taux à court terme. La dégradation de la note souveraine des États-Unis masque une dégradation encore plus forte de la note implicite de l'économie mondiale.

1. PIIEG : Portugal, Irlande, Italie, Espagne, Grèce.

Tableau 1 : Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2010	2011	2012
Allemagne	4,2	3,6	2,9	1,2
France	3,1	1,4	1,6	0,8
Italie	2,6	1,2	0,8	0,4
Espagne	2,0	-0,1	0,8	0,9
Pays-Bas	1,0	1,6	1,9	1,2
Belgique	0,6	2,1	2,4	1,3
Autriche	0,5	2,3	3,0	1,3
Finlande	0,5	3,6	3,6	1,6
Portugal	0,3	1,3	-1,9	-2,1
Grèce	0,3	-4,4	-4,9	-2,2
Irlande	0,3	-0,4	1,9	1,3
Zone euro	15,5	1,7	1,6	0,9
Royaume-Uni	3,2	1,8	0,8	0,8
Suède	0,5	5,4	4,4	2,6
Danemark	0,3	1,7	1,5	2,0
Union européenne à 15	19,4	1,9	1,6	0,9
12 nouveaux pays membres	2,7	2,0	2,4	2,1
Union européenne à 27	22,0	1,9	1,7	1,0
Suisse	0,5	2,7	2,2	1,7
Norvège	0,4	0,3	2,8	3,4
Europe	22,9	1,9	1,7	1,1
États-Unis	20,8	3,0	1,5	2,0
Japon	6,3	4,3	-0,4	2,9
Canada	1,9	3,2	2,0	2,0
Pays industriels	53,5	2,6	1,3	1,6
Pays candidats à l'UE ²	1,5	7,9	6,0	2,2
Russie	3,3	3,7	3,8	3,8
Autres CEI ³	1,3	5,4	4,7	4,4
Chine	11,5	10,3	9,2	8,0
Autres pays d'Asie	13,2	8,7	6,6	6,2
Amérique latine	8,7	6,1	4,7	4,1
Afrique	2,3	5,4	5,2	5,8
Moyen-Orient	4,8	4,4	4,0	3,6
Monde	100	4,9	3,6	3,5

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.

2. Croatie, République de Macédoine et Turquie.

3. Communauté des États indépendants.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2011.

Pris dans l'étau de dettes élevées et d'un écart de production qui ne s'est pas refermé, la plupart des pays européens combinent déficits structurels et conjoncturels. La seule issue perçue est le resserrement budgétaire, sensé apporter des assurances aux marchés financiers et aux partenaires européens, gage à la fois de la bonne volonté et de la capacité des gouvernements à « redresser » la situation.

Mais le piège se ferme sur l'Europe. À court terme, les mesures de redressement budgétaire, généralisées dans tous les États membres, provoquent un ralentissement de la croissance. Ce ralentissement s'amplifie parce que ces économies sont interconnectées, ce qui augmente les multiplicateurs budgétaires. Les efforts de réduction des déficits sont alors presque entièrement absorbés par le creusement de l'écart de production qui accroît le déficit conjoncturel (voir *infra* et l'étude spéciale « La multiplication de la rigueur » dans ce dossier). La réduction des déficits publics espérée est réduite à presque rien et les créanciers que l'on souhaitait rassurer s'en inquiètent. Une croissance plus forte soulagerait les perspectives budgétaires et pourrait inverser le jugement sur la solvabilité des différents États. La Grèce illustre ce diagnostic sans appel : le pays s'enfonce dans une récession sans précédent, doublée d'une dissolution de son économie visible et, malgré un redressement budgétaire inimaginable il y a quelques années, reste vue comme insolvable. Il en résulte une montée des taux d'intérêt souverains, s'établissant à plus de 20 % après avoir été inférieurs à 4 % avant 2008, qui rend illusoire le recours aux marchés pour financer son déficit public. La Grèce doit compter sur ses partenaires, résolus à contrôler les déficits publics, y compris grecs, quelles qu'en soient les conséquences sur la croissance.

Les titres souverains européens sont devenus des actifs à risque ; la faiblesse des institutions européennes rend possible le défaut d'un État membre. La monnaie européenne est bancalée puisqu'elle vit sous la menace d'un délitement de l'Union. Pire encore, les États européens agitent la menace du défaut souverain pour renforcer la discipline budgétaire.

Mais au lieu de la vertu attendue, c'est une nouvelle crise financière qui s'annonce. La perte de richesses liée à la décote anticipée ou constatée des titres souverains des « décotés » aura un impact lourd sur le bilan des agents privés. Ces pertes alimenteront les dettes publiques des États européens qui supporteront les pertes bancaires, soutiendront les économies ou encaisseront des pertes de recettes fiscales. Ce qui accentuera encore la pression sur les États en ajoutant la restriction à la restriction. La croissance qui aurait dû être forte après une récession profonde sera encore retardée et les déficits conjoncturels seront perçus comme structurels.

Les conséquences de cet enchaînement se feront sentir au-delà des pays les plus fragiles : l'ensemble des pays développés sera touché par un ralentissement de l'activité en Europe et une panique bancaire européenne aurait des répercussions sur le système financier international.

En accroissant l'incertitude, en ouvrant la possibilité de scénarios catastrophes, toutes les conditions sont réunies pour que la trappe à liquidité enclenchée en 2008

ne se ferme pas². On observe une baisse des anticipations d'inflation des agents économiques. Le taux d'intérêt réel anticipé s'accroît en conséquence alors que les économies auraient besoin d'une politique monétaire *réellement* accommodante. La politique monétaire, tout au moins dans son volet traditionnel, a des marges de manœuvres limitées ; l'issue est de chercher à regonfler les anticipations de prix, y compris par des mesures non conventionnelles. Mais la situation européenne renforce les anticipations déflationnistes. Hausse de l'épargne nationale (tous agents confondus), persistance du chômage, dégradation des bilans par les pertes de richesse sont autant de facteurs qui se combinent et se renforcent pour annuler les effets des politiques non conventionnelles et pousser à immobiliser l'épargne sur les seuls titres publics qui apparaissent sûrs. Ainsi, les taux souverains de l'Allemagne, mais aussi de la France, du Royaume-Uni ou des États-Unis baissent nettement, en deçà des niveaux jamais observés, y compris dans la première phase de la crise, en 2008 et en 2009. En miroir, les tensions interbancaires réapparaissent, nécessitant à nouveau un soutien aux banques européennes qu'on pouvait croire sorties d'affaire il y a quelques trimestres à la faveur de profits exceptionnels.

À ces désordres s'est ajoutée la résurgence de l'inflation à court terme, relancée par la remontée des prix des matières premières énergétiques, industrielles et alimentaires sur les marchés mondiaux. Les pays développés sont confrontés d'un côté à une accélération de l'inflation importée et de l'autre à un ralentissement des salaires soumis à la pression du chômage. Cette situation dans laquelle se mêlent pressions inflationnistes à court terme et pressions déflationnistes à moyen terme accroît l'incertitude et est préjudiciable aux ménages. Ils n'ont pas la capacité d'imposer l'indexation des salaires sur les prix étant donné le poids du chômage et subissent la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation. La BCE aura entrete nu la confusion en procédant à deux hausses de taux juste avant l'été 2011, le portant à 1,5 % en réponse à l'accélération de l'inflation (à court terme), dans un contexte pourtant désinflationniste³.

Dans ce processus délétère, les pays émergents forment un îlot de croissance, même s'ils ne sont pas découplés de l'environnement international. Les exportations asiatiques, dont les deux tiers sont dirigées vers l'extérieur de la zone, ont pâti du ralentissement du commerce mondial, et l'Amérique latine, exportatrice nette de matières premières, voit ses recettes d'exportations amputées par la baisse du prix des produits de base depuis quelques mois. La maîtrise de l'inflation dans les pays émergents, qui s'appuie sur des politiques monétaires restrictives, reste un enjeu majeur pour ces zones. Dans leur grande majorité, les pays d'Europe centrale et orientale portent encore les stigmates de la crise de 2008-2009. La croissance y est restée faible et essentiellement portée par la reprise du commerce mondial. Le

2. Voir notre analyse précédente, « Le syndrome du poisson rouge », *Revue de l'OFCE*, n° 117, avril 2011, et Krugman, P. R., Dominguez, K. M., & Rogoff, K. (1998). *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998(2), 137.

3. Voir notre analyse précédente, « Le syndrome du poisson rouge », *Revue de l'OFCE*, n° 117, avril 2011, ainsi que la partie politique monétaire.

ralentissement en cours en zone euro empêchera le retour aux taux de croissance qui prévalaient dans ces pays avant la crise.

La croissance mondiale sous le signe des restrictions budgétaires

La crise de 2008-2009 aura conduit à la socialisation de dettes privées insoutenables qui ont été transformées en dettes publiques. Cette socialisation a été en partie directe avec, dans certains pays, des recapitalisations du secteur financier (Espagne, Irlande) grâce à de l'argent public et surtout indirecte, par le jeu des stabilisateurs automatiques et des plans de relance. C'est ainsi que les déficits publics se sont creusés et que les États des pays développés ont vu leurs dettes publiques s'accroître. Dans la zone euro, la dette publique devrait atteindre 89 % du PIB en 2011, soit une hausse de 22 points depuis 2007, et le déficit public 4,1 % du PIB. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, la situation est pire encore, avec un déficit qui atteindra 9,1 % du PIB en 2011, plus du double de celui de la zone euro. La dette publique a ainsi augmenté de 32 points de PIB aux États-Unis et 34 au Royaume-Uni. La dette du Japon s'est quant à elle accrue de 49 points de PIB depuis 2007 et devrait atteindre 222 points de PIB en 2012. Mais la position extérieure nette largement positive du Japon, premier créancier mondial, et le fait que la dette publique soit détenue à 95 % par les agents japonais et que la Banque centrale du Japon prévient les risques d'illiquidité du gouvernement japonais, protègent ce pays des attaques des marchés. L'État japonais se finance actuellement à des taux d'intérêt qui sont les plus bas au monde à près de 1 %, ce qui améliore fortement la soutenabilité de cette dette publique.

À la suite de plans de relance massifs, les impulsions budgétaires ont été les plus marquées dans les pays anglo-saxons en 2008 et en 2009 (tableau 2). Au sein de la zone euro, c'est l'Espagne qui a engagé le plus tôt des plans de soutien à destination de son secteur immobilier, sinistré par la crise. L'effort a été plus timoré en Allemagne, en France et en Italie, où dans le même temps les stabilisateurs automatiques ont moins creusé la composante spontanée des déficits que dans les pays anglo-saxons. Au total, la dégradation des soldes publics a été deux fois plus faible dans les principaux pays du Vieux continent, en excluant l'Espagne, que dans les pays anglo-saxons.

En 2010, l'Espagne, l'Italie, ainsi que le Japon, avant la catastrophe de Fukushima, étaient entrés dans une phase de restriction budgétaire avec des réductions du déficit budgétaire structurel de plus de 2 points de PIB. Aux États-Unis, l'impulsion budgétaire a été fortement réduite, mais n'est pas négative, au contraire de la France et de l'Italie. Seule l'Allemagne a conservé une impulsion positive, de telle sorte que son effort budgétaire cumulé sur la période 2008-2010, 2 points de PIB, apparaît plus conséquent que celui de ses principaux partenaires.

Les resserrements budgétaires se sont généralisés en 2011 puisque tous les grands pays développés afficheront des impulsions négatives. En 2012, seuls les pays européens, y compris le Royaume-Uni, poursuivront la réduction des déficits alors

que les États-Unis et le Japon mèneront à nouveau des politiques budgétaires expansionnistes. L'impulsion positive aux États-Unis témoigne encore de la réactivité et du pragmatisme des autorités publiques américaines face à la menace d'une nouvelle récession que le ralentissement de 2011 fait planer. Elle témoigne aussi du peu de cas que font l'administration américaine et le parlement de la récente dégradation de la note de sa dette souveraine. Celle-ci n'affecte pas sa capacité à se financer sur les marchés et permet au gouvernement de mener une politique indépendante, inverse de celles menées dans le reste du monde. La politique budgétaire du Japon sortira également de la discipline budgétaire en 2012 pour financer la reconstruction de l'après-tsunami.

Tableau 2 : Variation des soldes publics et impulsions budgétaires

En points de PIB

		Cumul 2008/09	2010	2011	2012	Cumul 2008/12
Allemagne	Variations du solde public*	-3,5	-1,3	2,6	0,2	-2,0
	Impulsion budgétaire spontanée	2,7	0,1	-1,9	0,1	1,0
	Impulsion délibérée	0,8	1,2	-0,7	-0,3	1,0
France	Variations du solde public*	-5,1	0,6	1,5	0,7	-2,3
	Impulsion budgétaire spontanée	2,8	0	-0,1	0,4	3,1
	Impulsion délibérée	2,3	-0,6	-1,4	-1,1	-0,8
Italie	Variations du solde public*	-4,0	0,7	0,9	0,9	-1,5
	Impulsion budgétaire spontanée	3,6	-0,1	0,1	0,7	4,3
	Impulsion délibérée	0,4	-0,6	-1,0	-1,6	-2,8
Espagne	Variations du solde public*	-12,8	2,0	2,1	2,7	-6,0
	Impulsion budgétaire spontanée	9,1	0,6	0,3	0,2	10,2
	Impulsion délibérée	3,7	-2,6	-2,4	-2,9	-4,2
RU	Variations du solde public*	-8,9	2,2	1,1	1,1	-4,5
	Impulsion budgétaire spontanée	5,2	0,4	0,9	0,8	7,3
	Impulsion délibérée	3,7	-2,6	-2,0	-1,9	-2,8
États-Unis	Variations du solde public*	-9,1	1,1	0,9	-0,9	-8,0
	Impulsion budgétaire spontanée	4,9	-1,4	0,1	0	3,6
	Impulsion délibérée	4,2	0,3	-1,0	0,9	4,4
Japon	Variations du solde public*	-8,4	3,5	-0,4	-0,5	-5,8
	Impulsion budgétaire spontanée	3,6	-1,4	0,5	-0,9	1,8
	Impulsion délibérée	4,8	-2,1	-0,1	1,4	4,0

* Le solde public considéré ici est le solde primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt, puisqu'à court terme cette composante du déficit ne dépend ni de la conjoncture ni de mesures délibérées. La variation du solde public primaire est égale à l'opposé de la somme de l'évolution spontanée, qui est liée au jeu des stabilisateurs automatiques (moins de rentrées fiscales, plus de dépenses sociales durant la récession), et de l'impulsion qui reflète l'évolution délibérée des déficits sous l'effet principalement des plans de relance ou de restriction.

Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévisions OFCE.

Au total, sur les années 2011-2012, le Royaume-Uni et l'Espagne feront les efforts budgétaires les plus conséquents, avec des impulsions délibérées cumulées

fortement négatives de respectivement -3,9 et -5,3 points de PIB. En conséquence, leur taux de croissance ne dépassera pas 0,9 % en 2011 comme en 2012. L'Italie et la France consentiront des efforts budgétaires moins marqués, de -2,5 points de PIB et connaîtront des taux de croissance légèrement inférieurs à leur potentiel. L'Allemagne se démarquera de l'ensemble européen, avec une impulsion cumulée délibérée négative de -1 point de PIB et un taux de croissance de 2,9 % en 2011 et 1,2 % en 2012.

L'ensemble de la période 2008-2012 aura finalement été marqué par des politiques budgétaires restrictives. Les impulsions délibérées cumulées auront été négatives en France, en Italie, en Espagne et au Royaume-Uni. En Europe, seule l'Allemagne affichera une impulsion positive comme aux États-Unis et au Japon. Et c'est en Europe que, paradoxalement, les difficultés budgétaires sont les plus aiguës. La croissance attendue en 2012 dans la zone euro, +0,9 %, serait moitié moindre que celle de 2011, +1,7 %. Les mesures d'austérité annoncées vont peser sur les demandes intérieures de chaque pays mais aussi sur les demandes extérieures, de telle sorte que l'effet des resserrements budgétaires va se démultiplier.

Zone euro : prise à son propre piège

Comme dans le reste du monde, la croissance dans la zone euro a ralenti à partir de la mi-2011. La zone euro, incapable depuis 2010 d'une réaction rapide et franche pour calmer les marchés financiers, ne parvient toujours pas à endiguer la crise de la dette. La Banque centrale européenne a les mains liées par le Traité de Maastricht, tandis que les décisions concernant les aides financières aux pays souffrant de difficultés budgétaires sont soumises à l'approbation unanime de tous les États membres. La méfiance des marchés engendre à la fois la chute des valorisations boursières et l'envolée des taux d'intérêts sur la dette publique des pays les plus fragiles. Si ces taux restent inférieurs à 6 % en Italie et en Espagne, ils atteignent près de 8 % en Irlande, 12 % au Portugal et dépassent 20 % en Grèce. À ces niveaux de taux d'intérêt, le refinancement de la dette publique est insoutenable et l'Europe est contrainte de venir en aide à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce en leur prêtant à des taux plus avantageux (3,5 %) par l'intermédiaire du FESF. L'inquiétude des marchés vient du fait que les ressources du FESF sont limitées et seraient insuffisantes si des pays comme l'Espagne ou l'Italie n'étaient plus capable de se financer aux taux du marché. Le manque de garanties apportées par les instances dirigeantes européennes à la dette souveraine des pays membres plonge l'Europe dans la tourmente.

Pourtant la situation budgétaire est relativement moins dégradée que dans les autres pays développés. Le creusement des soldes publics résulte d'un écart important entre le niveau actuel de la production et son niveau potentiel et de charges d'intérêt en hausse. Ainsi les soldes structurels primaires seraient positifs ou quasi-nuls dans tous les pays de la zone euro en 2012, et la plupart des pays européens auraient déjà accompli un effort structurel suffisant pour stabiliser leur

dette (voir tableau 3 et l'étude spéciale « La multiplication de la rigueur » dans ce dossier). Cela signifie qu'il suffirait pour ces pays d'attendre la résorption de l'écart de production au potentiel pour redresser leurs finances publiques. Seule l'Irlande aurait encore un effort structurel de 2,6 points de PIB à accomplir.

La situation de la Grèce est emblématique de l'arithmétique infernale de la dette. La hausse du ratio dette sur PIB (156 points en 2011 contre 104 en 2008) engendre une augmentation de la charge d'intérêt, qui s'élève à 6,8 points de PIB en 2011, accentuée par la hausse des taux de refinancement. La récession que connaît la Grèce depuis 2008 aura engendré une perte totale de 13 points de PIB entre 2008 et 2012, et l'écart de la production au potentiel se sera creusé de 18 points sur la période. Ainsi le déficit conjoncturel s'élève à 7,3 points de PIB en 2011 pour un solde public de 9,4 points de PIB. Entre 2010 et 2011, la Grèce a fourni un effort structurel de 5,4 points de PIB, mais n'est parvenu à réduire le déficit public effectif que de 1,1 point de PIB et a vu sa dette publique augmenter de 17 points. Le retour de la croissance permettrait à la Grèce de rétablir l'équilibre de ses finances publiques à moyen terme.

L'urgence pour les pays européens est donc de circonscrire la crise de la dette, en garantissant l'accès à des liquidités suffisantes aux gouvernements des pays membres pour se financer à un taux d'intérêt soutenable et relâcher la pression sur l'effort budgétaire restant à accomplir afin de ne pas casser la reprise de la croissance.

Tableau 3 : Finances publiques dans quelques pays de la zone euro

En % du PIB

	Solde public		Solde structurel primaire		<i>Tax gap</i>		Dette publique brute	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Allemagne	-1,6	-1,4	2,1	2,4	-1,7	-2,1	80,9	80,6
France	-5,8	-5,2	-0,9	0,2	0,9	0,0	85,6	89,0
Italie	-4,0	-3,5	3,3	4,2	-1,4	-2,0	120,6	121,8
Espagne	-7,4	-5,0	-2,3	0,6	2,7	0,3	69,0	72,1
Irlande	-10,2	-8,6	-2,7	-0,2	4,7	2,6	108,6	115,5
Portugal	-5,9	-4,5	0,7	3,6	1,4	-1,5	101,3	107,3
Grèce	-9,4	-8,2	4,7	8,1	-1,8	-3,3	156,7	171,1

Note : le « tax gap » mesure la variation des impôts qui assurerait la stabilisation de la dette si l'économie retrouvait un niveau de production correspondant à son potentiel. Un tax gap négatif correspond à une situation dans laquelle une baisse des prélèvements serait possible sans alourdissement de la dette en situation de plein emploi des capacités de production.

Source : calculs et prévisions OFCE octobre 2011

La pression cumulée des politiques budgétaires restrictives, de la hausse des taux d'intérêt de la BCE et du ralentissement de la demande mondiale se fait lourdement sentir sur la croissance du Vieux continent. Après une progression de 1,7 % en 2010 et 2011, le PIB de la zone euro n'augmenterait que de 0,9 % en 2012. Le Portugal et

la Grèce seraient encore en récession (-2,1 % et -2,2 % respectivement). Parmi les grands pays, seule l'Allemagne connaîtrait une croissance supérieure à 1 %.

L'investissement des entreprises, l'un des moteurs de la croissance jusqu'au deuxième trimestre 2011, donne des signes de faiblesse. Les taux d'utilisation des capacités de production stagnent sur les derniers mois, tandis que les perspectives de production et les carnets de commandes se dégradent. En outre, le marasme des marchés financiers pourrait dégrader les ratios de capital des banques et les pousser à durcir leurs conditions de crédit. Nous anticipons donc une hausse très modérée du taux d'investissement de la zone euro à l'horizon 2012 (+0,2 point).

Du côté de l'emploi, les bons chiffres du deuxième trimestre 2011 ne seraient pas annonciateurs d'une reprise à plus long terme. La croissance de l'emploi serait faible en 2011 et 2012 (0,5 % et 0,3 % respectivement avec une hausse de la productivité de 1,2 et 0,6 %), et ne permettrait pas au chômage de refluer. Le taux de chômage augmenterait en 2012 à 10,2 % de la population active (+0,2 point) après une légère baisse en 2011 (-0,1 point). La croissance de la population active serait soutenue par un moindre effet de flexion et par le report de l'âge de la retraite dans certains pays. Parmi les grands pays, seule l'Allemagne connaîtrait une baisse du taux de chômage alors qu'il augmenterait de 0,4 à 0,5 point en France, en Italie et en Espagne.

La persistance d'un chômage élevé et les difficultés de l'Europe à gérer la crise de la dette ont grevé la confiance des ménages européens. Alors que la baisse du taux d'épargne était le principal soutien à la consommation depuis la fin de l'année 2009, celui-ci stagne depuis le début de l'année 2011 dans la zone euro, et il devrait rester stable à l'horizon 2012. La consommation pourrait cependant être soutenue par la progression du revenu réel qui bénéficierait de la décrue de l'inflation. En sens inverse, la hausse de la pression fiscale pèserait sur le revenu des ménages et au total la consommation ne progresserait que modérément de 0,6 % en 2011 et 0,5 % en 2012, contre une tendance moyenne de près de 2 % avant la crise.

Le commerce extérieur constituerait un maigre relais de croissance. En effet, la phase de rattrapage du commerce extérieur qui a fait suite à sa chute brutale de 2009 est désormais achevée. Après avoir progressé de 12,4 % en 2010, la demande adressée à la zone euro ralentirait à 7,8 % en 2011 et 3,8 % en 2012. L'impact négatif des plans d'austérité européens entamerait la demande adressée à la zone d'environ 2 points en 2011 et 1,3 point en 2012. La contribution du commerce extérieur à la croissance serait de 0,7 point en 2011 et 0,4 point en 2012, principalement soutenue par la faiblesse des importations.

Multiplicateurs interne et externe

Les plans de resserrement budgétaires affectent non seulement la demande interne des pays qui les conduisent mais ils réduisent aussi leur demande d'importations. La restriction budgétaire d'un pays se transmet ainsi aux partenaires

par le canal du commerce extérieur, de telle sorte que même un pays qui ne mènerait pas de resserrement budgétaire verrait son activité freinée par celui de ses partenaires. Si en plus ce pays conduit une politique restrictive, alors vient s'ajouter à l'effet indirect précédent l'effet direct de sa propre restriction.

En estimant l'élasticité des importations de chaque pays par rapport à son PIB, on peut calculer l'effet négatif qu'exerce une restriction budgétaire dans un pays donné sur les exportations et donc l'activité de ses partenaires (voir étude spéciale « La multiplication de la rigueur » dans ce dossier). Pour un pays, on peut ainsi mesurer l'effet global des ressernements simultanés comme la somme d'un effet direct, la restriction conduite dans ce pays, et d'un effet indirect des restrictions mises en œuvre chez ses partenaires et qui transite *via* la demande adressée à ce pays (tableau 4).

Tableau 4 : Effets directs et indirects des politiques budgétaires

En points de PIB

		Effet direct	Effet <i>via</i> la demande adressée	Effet total*	PIB prévu	PIB hors politiques budgétaires
Allemagne	2011	-0,6	-1,0	-1,6	2,9	4,6
	2012	-0,3	-0,7	-1,0	1,2	2,2
France	2011	-1,4	-0,8	-2,2	1,6	3,8
	2012	-1,0	-0,7	-1,7	0,8	2,4
Italie	2011	-0,7	-0,9	-1,6	0,8	2,4
	2012	-2,1	-0,6	-2,6	0,4	3,0
Espagne	2011	-2,2	-0,8	-3,0	0,8	3,9
	2012	-2,3	-0,6	-2,9	0,9	3,8
RU	2011	-2,2	-0,6	-2,8	0,8	3,6
	2012	-1,9	-0,4	-2,3	0,8	3,0
États-Unis	2011	-0,8	-0,3	-1,0	1,5	2,5
	2012	0,7	-0,2	0,5	2,0	2,5
Japon	2011	-0,1	-0,3	-0,4	0,4	0,8
	2012	1,4	-0,1	1,3	2,9	1,6

* L'effet total peut n'être pas strictement égal à la somme de l'effet direct et de l'effet indirect du fait des arrondis.
Sources : Comptabilités nationales, Projets de lois de finance, calculs et prévisions OFCE.

Les effets directs des plans de restriction dépendent de l'ampleur des impulsions négatives propres à chaque pays. L'effet indirect dépend du degré d'ouverture de chaque pays et de la répartition géographique de ses exportations. 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. Le taux d'ouverture de l'économie allemande, plus élevé que celui de ses partenaires, induira un effet indirect en Allemagne plus prononcé que dans les autres pays de la zone euro.

En Allemagne, en 2011 comme en 2012, l'effet récessif *via* la demande adressée serait plus important que l'effet direct. Pour les autres pays de la zone euro, les effets indirects sont relativement homogènes. Étant donnée l'importance du commerce intra-zone dans les échanges extérieurs européens, les pays industrialisés non européens, les États-Unis et le Japon, subiront des effets indirects bien moindres. Au total, les restrictions budgétaires en Europe coûteront cher en termes de croissance et donc de réduction des déficits conjoncturels. En bridant le retour spontané de la croissance, les gouvernements retardent l'amélioration des ratios de finances publiques et sont contraints d'engager un nouveau train de mesures restrictives qui pourrait finalement déboucher sur une nouvelle récession.

Dans le scénario où les gouvernements tiennent à respecter leurs engagements budgétaires quelle que soit la conjoncture, chacun de ces pays adopterait un nouveau plan d'austérité dans les mois à venir (voir étude spéciale « La multiplication de la rigueur » dans ce dossier). Le choc sur l'activité de ces pays serait alors massif : il provoquerait en 2012 une récession violente avec une chute de -3,9 % de l'économie italienne (contre -5,1 % en 2009), de -2,6 % de l'économie britannique (contre -4,9 % en 2009). La récession serait proche de -1,6 % en France et en Espagne alors que l'économie allemande baisserait plus faiblement (-0,3 %).

Le pire est à venir

La synchronisation des plans d'austérité a encore compliqué la tâche des autorités grecques qui était déjà très délicate : le premier plan d'aide de 2010 lui impose en effet des objectifs de déficits publics difficiles à atteindre dans un contexte conjoncturel très dégradé, sans qu'elle puisse compter sur le dynamisme du commerce avec ses partenaires. Les mesures d'austérité mises en œuvre depuis 2010 ont ainsi enfoncé le pays dans la récession (voir Annexe 1), avec déjà deux années de forte baisse du PIB (2009 : -2,3 % ; 2010 : -4,4 %), sans que les objectifs de réduction de déficit soient atteints.

Les révisions successives à la baisse de la croissance et des objectifs de déficit public de la Grèce ont imposé l'idée qu'une restructuration était inévitable. Le 21 juillet 2011, en plus d'une réforme du FESF (Annexe II), les dirigeants de la zone euro ont adopté un deuxième plan d'aide à la Grèce. Ce plan comporte deux volets. Le premier consiste en une aide d'un montant de 109 milliards d'euros versés par les pays européens et par le FMI. Le deuxième prend la forme d'une contribution volontaire du secteur privé principalement *via* la renégociation d'une partie de l'encours de dette détenue par le secteur bancaire privé (principalement les banques grecques et étrangères), estimée à 130 milliards d'euros par l'Institute of International Finance⁴ (IIF), sous l'hypothèse d'une participation au plan de 90 % des créanciers privés membres de l'IIF.

4. L'Institute of International Finance regroupe les grandes institutions financières privées internationales. Ses membres sont principalement des banques. Cette organisation a été mandatée par ses membres pour négocier avec l'État grec d'une restructuration de sa dette.

Ce nouveau plan doit éviter à la Grèce de faire défaut : l'emballlement de sa dette est devenu inéluctable du fait de l'approfondissement de la récession (-5 % d'après nos prévisions en 2011, après -2,7 % en 2009 et -4,6 % en 2010, soit une baisse cumulée de 11,9 % du PIB par tête) et d'un taux d'intérêt apparent sur sa dette de 4,6% en 2011 d'après le programme d'ajustement économique⁵. Le premier plan d'aide a permis de stopper la hausse de la charge d'intérêts sur la dette. Cependant, l'écart entre le taux d'intérêt apparent sur la dette et le taux de croissance nominale de l'économie grecque (-3,4% en 2011) induit un effet boule de neige⁶ qui s'ajoute à un déficit toujours élevé (8,5% en 2011 selon les dernières prévisions du gouvernement, après 10,5% en 2010 et 15,4% en 2009). En conséquence, les créanciers bancaires privés ont intérêt à participer volontairement à la restructuration de la dette grecque qui leur coûterait certainement moins cher qu'un défaut unilatéral de la Grèce : la dette publique grecque arrivant à échéance d'ici 2020 et détenue par le secteur bancaire privé s'élève d'après l'IIF à environ 150 milliards d'euros.

À la suite de la décision du 21 juillet 2011 de restructurer la dette grecque, les agences de notation ont dégradé la note de la dette publique grecque – S&P a dégradé la note de la Grèce en CC (défaut partiel), Fitch a placé la Grèce en défaut sélectif (CCC), et Moody's à un cran au-dessus du défaut (Ca). Cette dégradation soulève la question du déclenchement des CDS (*Credit Default Swap*), ces titres achetés par les investisseurs pour se couvrir face à un défaut. Ceux-ci représentent une exposition nette de 3,87 milliards de dollars pour les émetteurs de contrats CDS sur la dette publique grecque, d'après l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association). Bien que la dette grecque soit en voie d'être restructurée, les contrats de CDS ne seraient vraisemblablement pas déclenchés : la restructuration de la dette étant volontaire, elle ne serait pas considérée comme un événement de crédit par l'ISDA⁷. Cependant, la négociation entre les créanciers privés et l'État grec est toujours en cours. La mise en œuvre du volant privé du plan étant conditionnelle à la mise en œuvre des aides de l'UE et du FMI, elle ne pourra pas intervenir avant la ratification par les pays de la zone euro du nouveau plan d'aide.

Par ailleurs, la « troïka » (BCE, UE, FMI), qui contrôle le versement des aides à la Grèce, a finalement décidé le 11 octobre 2011 de verser la sixième tranche d'aide de 8 milliards d'euros à la Grèce, après avoir plusieurs fois repoussé sa décision⁸. En effet, alors que l'objectif était de ramener le déficit public de 10,5 % du PIB en 2010 à 7,6 % en 2011, le gouvernement grec a d'ores et déjà annoncé que cet objectif ne serait pas tenu⁹, malgré la mise en place de la stratégie fiscale de moyen terme

5. « The Economic Adjustment Programme for Greece », Commission européenne, été 2011.

6. Le ratio dette publique/PIB évolue en fonction du solde public primaire, de la charge d'intérêt sur la dette, et du PIB nominal. Si le taux de croissance nominal du PIB est inférieur au taux d'intérêt apparent sur la dette, ce ratio augmente, même si le solde primaire est nul.

7. ISDA : « Greek Sovereign Debt Q&A », 25 juillet 2011, <http://www2.isda.org/news/greek-sovereign-debt-qampa-update>

8. Il reste au total sept tranches qui n'ont pas encore été versées et doivent l'être progressivement jusqu'en juin 2013, pour un montant de 37 milliards d'euros.

reposant sur un plan d'économies de 28 milliards d'euros sur 2011-2015, dont 6,5 milliards prévus en 2011 et 6,8 milliards en 2012. Le gouvernement pourrait donc être contraint d'adopter d'autres mesures restrictives pour permettre la poursuite du versement des aides décidées par l'Union européenne et le FMI dans le cadre du premier plan de sauvetage.

Et si la Grèce faisait défaut ?

Malgré les deux plans d'aide à la Grèce, le scénario noir, dans lequel celle-ci ferait défaut ne peut être exclu. Ce scénario adviendrait en premier lieu si l'État grec décidait unilatéralement de faire défaut sur sa dette, la pression sociale étant trop forte. Depuis le premier plan d'aide et la rigueur budgétaire qui l'accompagne, les oppositions au sein de la société sont très fortes : les manifestations et les grèves se sont multipliées, à la suite de la hausse des impôts, la baisse des pensions de retraite ou encore la baisse des salaires dans la fonction publique. Le défaut pourrait aussi résulter d'une décision de la troïka qui pourrait stopper les aides promises si elle juge que la situation budgétaire ne s'améliore pas suffisamment ou que les objectifs n'ont pas été tenus.

Que se passerait-il si la Grèce faisait défaut ? Si nous ne retenons pas cette hypothèse dans notre scénario central, on ne peut totalement l'exclure. Mais le chiffrage est difficile en raison des risques de contagion. Il est impossible de savoir ou placer le curseur entre le scénario d'un défaut unique et celui d'une cascade de faillites. De même, si les principaux mécanismes d'une sortie de la zone euro peuvent être esquissés, l'évaluation de leur impact macroéconomique est très incertaine car elle repose sur une multitude d'effets. Une seule chose semble sûre : la récession serait d'une ampleur exceptionnelle.

La déclaration par la Grèce d'un défaut de paiement ouvrirait automatiquement des négociations entre la Grèce et ses créanciers. En effet, même si l'annonce du défaut est unilatérale, l'absence de mécanismes de résolution des faillites à l'échelle internationale contraint le débiteur à négocier les modalités précises du défaut : montant du capital ou des intérêts non remboursés et montant des pertes prises en charge par les différents créanciers. En renonçant à rembourser une partie de sa dette, la Grèce pourrait ainsi espérer réduire sa charge d'intérêt, qu'elle pourrait également tenter de négocier : en 2011, la charge d'intérêt sur la dette grecque est estimée à 6,8 points de PIB. De fait, en supposant une réduction de 50 % de la dette, cela réduirait d'autant la charge d'intérêt. Le déficit en 2011 serait, toute chose égale par ailleurs, ramené à 6 % au lieu de 9,4 %. Ce faisant, le besoin d'ajustement budgétaire serait atténué. Néanmoins, l'incertitude sur l'issue exacte des négociations ainsi que le signal envoyé par un défaut fermeraient totalement l'accès de la Grèce aux financements de marché. La Grèce serait donc plus que jamais dépendante de l'aide européenne. De même que la Grèce n'échapperait pas à

9. Les prévisions de septembre 2011 tablent sur un déficit de 8,5% du PIB en 2011.

la rigueur. Elle pourrait simplement espérer réduire l'ajustement nécessaire pour rendre soutenable la nouvelle trajectoire de la dette. Par ailleurs, son système bancaire serait fortement déstabilisé : les banques grecques détiennent pour 54 milliards d'euros de titres de dette publique grecque¹⁰. Une recapitalisation serait alors nécessaire, qui viendrait s'ajouter à l'aide européenne. À l'extrême, en cas d'abandon de toute forme d'aide européenne, l'économie grecque s'effondrerait : l'État grec ne pourrait plus payer ses fonctionnaires, ce qui paralyserait la consommation des ménages et l'activité. Sans recapitalisation, sans revenu des ménages, les banques seraient en faillite ; les défauts sur les dettes privées s'accumuleraient.

Pour les autres États membres, le défaut de la Grèce provoquerait des pertes au sein des systèmes bancaires nationaux (encadré 1). La BRI estime ainsi que le système bancaire de l'Euro 5 (Allemagne, Belgique, Espagne, France, Italie) est exposé à hauteur de 0,3 point de PIB au risque souverain grec (22,6 milliards d'euros), et à hauteur de 0,8 point de PIB (62 milliards d'euros) si on inclut les créances sur le système bancaire et celles sur le secteur privé non financier. Le système bancaire français est exposé au risque souverain grec à hauteur de 0,5 point de PIB, soit 9,4 milliards d'euros et à hauteur de 2 points de PIB (39,9 milliards d'euros) après prise en compte des créances sur le système bancaire et de celles sur le secteur privé non financier (principalement *via* les filiales grecques des banques françaises¹¹). Sous l'hypothèse d'une décote de 50 % des titres publics grecs détenus par les banques européennes, la perte pour les banques européennes (hors banques grecques) s'élèverait à 10 milliards d'euros¹² soit 0,4 point de PIB. Si la solvabilité des établissements n'est pas menacée, ceux-ci seraient néanmoins contraints d'ajuster leurs fonds propres ou leurs portefeuilles de crédits afin de satisfaire aux exigences réglementaires. Tant que le défaut grec reste un événement isolé, l'exposition du système bancaire demeure limitée ainsi que les conséquences sur l'octroi de crédit.

De fait ce scénario repose sur une hypothèse optimiste d'absence de contagion du défaut de la Grèce vers d'autres pays de la zone euro. Or ouvrir la boîte de Pandore ne fera qu'amplifier la spéculation, contraignant le Portugal ou l'Irlande puis l'Italie ou l'Espagne à faire défaut à leur tour. Par l'effet boule de neige qu'elle entraîne, l'augmentation des taux d'intérêt peut rapidement rendre l'ajustement budgétaire impossible à réaliser. Les anticipations deviennent alors auto-réalisatrices et le pays peut être rapidement contraint au défaut si les mécanismes d'aide par le biais du FESF ne sont pas calibrés pour faire face à des besoins financiers plus élevés. En cas de contagion à l'Irlande, au Portugal, à l'Espagne et à l'Italie, le besoin de recapitalisation du système bancaire européen serait alors compris entre 200 et 300 milliards d'euros¹³. Par ailleurs, le déclenchement des contrats de CDS souverains

10. Artus (2011) : « C'est une grave déformation de la vérité que de rendre les banques de la zone euro responsables de la crise », *Flash Economie*, n° 729, Natixis.

11. Le Crédit Agricole détient Emporiki, et la Société Générale détient Geniki.

12. « Holey grail – How much capital do lenders need ? », *The Economist*, 29 septembre 2011.

13. Voir « Holey grail – How much capital do lenders need ? », *The Economist*, 29 septembre 2011.

sur la dette publique de ces pays porterait sur un encours total de 657 milliards de dollars, pour une exposition nette de 53 milliards (tableau 5). Ces chiffres sont sans commune mesure les montants pour la seule Grèce qui sont respectivement de 76 et de 4 milliards de dollars.

Tableau 5 : Encours des contrats de CDS souverains et exposition nette totale au 23 septembre 2011

En milliards de dollars

	Italie	Espagne	Irlande	Portugal	Grèce	Total
Encours total des contrats émis	307,3	165,6	42,1	66,1	75,5	656,6
Exposition nette totale	22,1	17,5	3,9	5,6	3,9	52,9

Source : the Depository Trust and Clearing Corporation. Il s'agit d'une chambre de compensation et de règlement pour un ensemble de titres, y compris certains produits dérivés.

Encadré 1 : Un système bancaire européen pris au « PIIEG » ?¹⁴

Les engagements des banques européennes auprès des PIIEG (Portugal, Italie, Irlande, Espagne et Grèce) – à travers des prêts au secteur bancaire, la détention de dettes souveraines (secteur des administrations publiques) ainsi que des crédits aux ménages et aux entreprises privées non bancaires *via* leurs succursales – inquiètent les marchés financiers depuis longtemps. Cette inquiétude s'est intensifiée depuis août 2011. La France semble l'un des pays les plus exposés puisque l'engagement total (secteurs public et privé confondus) de son système bancaire représente environ 375 milliards d'euros, soit 18,9 % de sa richesse nationale, au premier trimestre 2011, alors que celui de l'Allemagne n'est environ que de 254 milliards d'euros (tableau), soit 10 % de sa richesse nationale. En comparaison, le Japon et les États-Unis ne seraient engagés qu'à hauteur de 47 milliards d'euros pour le premier et 117 pour le second, soit environ 1 % de leur PIB.

La possibilité croissante d'un défaut de certains PIIEG a rendu les analystes financiers particulièrement vigilants sur la solvabilité et la rentabilité des banques européennes. Mi-juillet, le bilan des *stress tests* sur les banques européennes¹⁵ ont été jugés bons dans un premier temps. Cependant, à la suite du deuxième plan d'aide à la Grèce du 21 juillet, des tensions persistantes sur les autres dettes souveraines, la panique s'est emparée des marchés boursiers et les valeurs bancaires européennes sont en chute libre depuis début août.

Pourtant les hypothèses utilisées dans les *stress tests* ne semblent pas particulièrement optimistes. Dans la zone euro (respectivement dans les autres pays), elles envisagent une baisse du taux de croissance de 2 points (resp. 2,4 points) en 2011 et de 2 points (resp. 1,9 points) en 2012 par rapport à un scénario de référence. Dans la zone euro, cette entrée dans la récession (-0,5 % en 2011 puis -0,2 % en 2012) s'accompagnerait d'une hausse du taux de chômage (+0,3 point en 2011 et +1,2 point en 2012), d'une baisse du taux d'inflation (-0,5 point en 2011 puis -1,1 point en 2012), d'une forte baisse des prix de l'immobilier, d'une hausse des taux à long terme ainsi que des décotes sur les dettes souveraines¹⁶ pouvant aller jusqu'à 30%. L'objectif de ce scénario « stressé » est de tester la capacité de résistance des banques pour maintenir un ratio « Core Tier 1 » supérieur à

14. Cet encadré a été rédigé par Vincent Touzé, du Département des études de l'OFCE.

15. « 2011 EU-wide stress test – Aggregate Report », European Banking Authority, 2011.

16. , *Methodological Note – Additional guidance*, juin 2011, European Banking Authority, 2011.

5 %¹⁷. Sous ces hypothèses assez extrêmes, seulement 8 des 90 banques testées ont un ratio en dessous du seuil de 5 %, ce qui nécessite *de facto* une recapitalisation pour respecter cette cible. Pour une banque dont le ratio tombe à x %, les besoins en recapitalisation correspondent à $(5\% - x)/x$ % des fonds propres après choc. Ainsi si $x=4$ %, le besoin de recapitalisation correspond à 25 % des fonds propres, si $x=3$ %, le besoin monte à 66,7 %, etc. Les quatre banques françaises réussissent brillamment le *stress test* puisque elles conservent un ratio largement supérieur à 5% : 6,6 % pour la Société Générale, 6,8 % pour le groupe Banque populaire-Caisse d'épargne, 7,9 % pour BNP Paribas et 8,5 % pour le Crédit Agricole. Les pays où des échecs sont observés sont : l'Autriche (1 banque échoue), l'Espagne (5 échecs) et la Grèce (2 échecs). Au regard du *stress test*, le système bancaire européen peut donc être jugé comme apte à résister à une crise économique d'envergure. Mais, les évolutions boursières observées depuis début août sont en complète contradiction avec ces bons résultats.

Il y a trois niveaux d'interprétation possibles pour expliquer la réaction des marchés financiers :

- La crise réelle serait plus forte que les hypothèses des *stress tests* ;
- Les méthodes de *stress tests* seraient insuffisantes pour estimer les conséquences réelles d'une crise ;
- Les marchés s'emballeraient aux moindres rumeurs et se déconnecteraient ainsi provisoirement des fondamentaux.

Pour l'instant au regard des prévisions les plus pessimistes, il ne semble pas que les hypothèses de *stress test* soient particulièrement avantageuses. Cependant, les *stress tests* ont certainement des faiblesses pour évaluer les crises financières systémiques dans la mesure où chaque banque n'intègre pas dans son évaluation les dégradations induites par l'application de ce scénario aux autres banques et les conséquences sur le marché du crédit. Il n'y a pas de bouclage des interconnexions financières. De plus, la crise économique peut augmenter les taux de défaut des entreprises privées. Ce point peut avoir été sous-estimé par les tests de résistance. Par ailleurs, les *stress tests* évaluent la solidité financière des banques, mais *de facto*, une banque, bien que solide, peut voir son cours chuter en période de crise pour la simple raison que sa rentabilité anticipée baisse. Enfin et surtout, l'emballlement des marchés financiers est attribuable au manque de coordination dans les décisions dans l'Union européenne, et en particulier dans la zone euro, pour trouver une solution définitive sur le cas grec. Cette incertitude renforce indiscutablement la volatilité du cours boursier des banques particulièrement exposées aux PIIEG.

En cas de faillite d'une banque, des fonds de garantie peuvent être mobilisés mais généralement leurs provisions sont insuffisantes pour soutenir une « grosse » banque en difficulté. Selon le principe « *too big to fail* », l'État interviendrait pour éviter une faillite et pourrait entrer dans le capital de la banque, la nationaliser en la renflouant ou faciliter son refinancement à long terme en achetant des obligations. Une faillite bancaire n'est jamais souhaitable car elle est souvent accompagnée d'effets de panique dont les dommages collatéraux sont difficiles à anticiper et à contenir. Si les États devaient venir à la rescousse des banques en cas de défaut grec, l'enjeu macroéconomique d'un défaut de 50 % de l'ensemble des créances privées et publiques semble assez faible puisque cela nécessiterait, pour le seul cas de la France, une prise en charge d'environ 20 milliards d'euros, soit un montant inférieur à 1 % du PIB (tableau). En revanche, un défaut de l'ensemble des PIIEG de 50 % sur les créances privées et publiques nécessiterait un soutien français au maximum de 187,3 milliards, soit environ 9,5 % du PIB. *Ex ante*, le coût macroéconomique paraît élevé mais il n'est pas

17. Pour information, le niveau minimal prudentiel exigé par Bâle II concernant le ratio « Core Tier 1 » est de seulement 2 % et il augmente à 4,5 % avec Bâle III (application en 2013). Ce ratio mesure la proportion des actifs pondérés du risque couverts par les fonds propres.

insurmontable. Malencontreusement, un défaut non maîtrisé d'un ou plusieurs PIIEG pourrait entraîner un mécanisme en chaîne incontrôlable dont le coût macroéconomique global pourrait être considérable.

Cette crise financière qui frappe également les compagnies d'assurance-vie intervient dans un contexte de réforme de la réglementation prudentielle. Le secteur bancaire achève d'intégrer Bâle II et va devoir adopter progressivement (jusqu'en 2019) Bâle III tandis que le secteur de l'assurance est en pleine mutation vers Solvency II. Ces deux réformes de la réglementation conduisent à un besoin accru de fonds propres alors que la crise financière fragilise les bilans et accroît les tensions sur les ratios de solvabilité. Les fonds propres permettent de résister aux crises financières mais en même temps la réglementation peut contraindre à des recapitalisations dans des conditions de refinancement très tendues. Peut-être faut-il y voir l'effet pro-cyclique indésirable de la réglementation prudentielle.

Exposition du secteur bancaire national aux PIIEG – 1^{er} trimestre 2011

En milliards d'euros

	Secteur bancaire créancier					
	France	Allemagne	EURO 5	RU	Japon	États-Unis
Débiteur	Portugal					
Secteur bancaire	4,4	11,2	22,6	3,8	0,2	1,8
Administrations publiques	6,0	6,2	19,3	1,3	0,8	0,9
Secteur privé non	9,4	9,9	72,8	13,6	0,6	1,2
Total	19,9	27,2	114,7	18,7	1,5	3,9
Débiteur	Italie					
Secteur bancaire	34,4	36,8	77,5	6,4	2,3	11,3
Administrations publiques	73,6	35,7	129,0	8,9	20,9	10,1
Secteur privé non bancaire	179,6	43,1	239,2	32,9	5,5	9,5
Total	287,6	115,6	445,7	48,3	28,7	30,9
Débiteur	Irlande					
Secteur bancaire	5,9	17,6	26,3	10,5	1,5	10,2
Administrations publiques	2,0	2,2	5,2	3,2	0,8	1,2
Secteur privé non bancaire	13,2	61,9	105,8	82,1	12,7	29,9
Total	21,1	81,7	137,4	95,8	14,9	41,3
Débiteur	Espagne					
Secteur bancaire	2,2	0,1	14,0	1,1	0,3	0,2
Administrations publiques	4,0	8,8	29,9	3,3	0,4	34,6
Secteur privé non bancaire		3,4	10,2	0,5	0,1	0,2
Total	6,2	12,2	54,0	4,9	0,9	35,0
Débiteur	Grèce					
Secteur bancaire	1,1	1,5	2,9	1,6	0,2	1,9
Administrations publiques	9,4	9,9	22,6	2,8	0,1	1,4
Secteur privé non bancaire	29,4	5,3	36,5	5,9	0,6	2,9
Total	39,9	16,7	62,0	10,3	0,9	6,1
Total PIIEG	374,7	253,5	813,9	177,9	46,9	117,2

EURO 5 = Belgique, Allemagne, France, Espagne et Italie.

Sources : BRI – mesure consolidée des engagements bancaires par risque ultime –, Eurostat – PIB et taux de change – et calculs de l'auteur.

Et si la Grèce sortait de la zone euro ?

Dans le cas d'une sortie ou d'une exclusion de la Grèce de la zone euro couplée à un défaut, les effets sur la croissance seraient amplifiés par rapport au scénario précédent. Premièrement, la Grèce émettrait une nouvelle unité monétaire, par exemple la nouvelle drachme. Cette réforme monétaire devrait être réalisée dans l'urgence et pourrait s'avérer coûteuse. Il faut en effet se souvenir du temps de préparation avant l'introduction de l'euro fiduciaire puis métallique. Ensuite, en supposant qu'elle reste convertible, cette monnaie serait fortement dépréciée vis-à-vis de l'euro. Une crise de change suivrait la crise de la dette. À titre d'exemple, la dépréciation du peso argentin vis-à-vis du dollar a dépassé 70 % entre fin 2001 et mi-2002. La baisse de la drachme permettrait certes d'améliorer la compétitivité des entreprises grecques mais elle provoquerait en même temps une forte inflation, atténuant de fait le gain de compétitivité, surtout si les importations grecques sont faiblement substituables. La dévaluation alourdirait alors considérablement le fardeau de la dette publique restant à rembourser, mais également celui des dettes privées qui seraient toujours libellées en euro. Les faillites d'entreprises financières et non financières seraient nombreuses en même temps que la hausse des prix amputerait le pouvoir d'achat des ménages. À titre de comparaison, le défaut argentin de 2002, accompagné d'une forte dévaluation, portait sur 100 milliards de dollars de dette pour une dette brute vis-à-vis du reste du monde qui s'élevait à 190 milliards de dollars, soit trois fois moins que l'engagement grec vis-à-vis du reste du monde en 2010 (encadré 2). En cas de sortie de la zone euro, l'économie européenne serait affectée par le défaut des agents grecs sur leur dette. Le tableau suivant donne la dette brute et la position nette (privée et publique) des PIIEG vis-à-vis du reste du monde. Les engagements grecs publics et privés représentaient 563 milliards d'euros en 2008, l'Union européenne étant la principale détentrice de créances sur la Grèce pour un montant brut de 409 milliards d'euros en 2008 (tableau 6).

La sortie de la Grèce créant un précédent, il n'est pas exclu que d'autres pays soient tentés ou contraints de faire de même. Une sortie de l'Irlande, de l'Espagne ou de l'Italie aurait un impact bien plus conséquent sur l'économie de la zone euro, la dette brute de chacun de ces pays envers le reste de la zone étant d'un ordre de grandeur cinq fois plus élevé que celle de la Grèce, à l'exception du Portugal.

Par ailleurs, étant donné la forte intégration financière européenne, les systèmes bancaires seraient soumis à un choc d'une bien plus grande ampleur si l'un des PIIEG sort de la zone euro, notamment du fait de défauts quasi-assurés des agents privés. Ainsi, le poids des créances du secteur bancaire français sur la Grèce représente 2 % du PIB de la France (dont 1,5 % du PIB sur le secteur privé non bancaire grec), contre 0,7 % pour l'Allemagne (encadré 1). Ce poids passe à 19 % du PIB français et 9 % du PIB allemand si on considère l'ensemble des PIIEG. Une sortie de l'ensemble des PIIEG de la zone euro ébranlerait donc l'ensemble du système bancaire européen, et par ricochet l'économie mondiale. Un nouveau plan de sauvetage du système bancaire serait nécessaire pour procéder à des

recapitalisations. La question de la soutenabilité des dettes publiques se poserait alors avec une plus grande acuité, y compris dans les pays qui avaient jusqu'ici été épargnés. La croissance serait dès lors entravée par de nouvelles mesures de restriction budgétaire et par le ralentissement, voire le rationnement, du crédit.

Tableau 6 : Position nette et dette des PIIEG en 2008

En milliards d'euros

	Position nette			Dette brute		
	Monde	UE	ZE	Monde	UE	ZE
Grèce	- 254	- 187	- 199	563	409	294
Espagne	- 1 239	- 988	- 793	2 967	2 041	1 581
Portugal	- 237	- 175	- 160	618	425	376
Irlande	- 141	- 330	- 328	3 135	1 892	1 175
Italie	- 525	- 478	- 334	2 839	1 925	1614

Source : Waisand et al. (2010) : « European Financial Linkages: A New Look at Imbalances », *Document de travail n° 295*, FMI.

Encadré 2 : Le cas argentin – comparaisons avec la Grèce

Le cas argentin peut éclairer la séquence à laquelle la Grèce et la zone euro seraient confrontées en cas de défaut de la Grèce sur sa dette couplé à une sortie de la zone euro. Même si les ordres de grandeur ne sont pas comparables, avec une dette publique brute et une dette extérieure bien plus élevée en Grèce (tableau), ces deux pays ont en commun des déficits publics et courants qui ont fini par avoir raison de leur solvabilité. De plus, les deux pays ont en commun d'avoir un taux de change qui ne leur est pas propre.

Comparaison des données de dette et de déficit en Grèce et en Argentine

	Grèce (2010)	Argentine (2001)
Dette brute vis-à-vis du reste du monde (<i>mds US\$</i>)	595	190
Dette publique (% PIB)	142,8	53,6
Déficit public (% PIB)	9,6	2,9

Sources : FMI, OCDE, DataInsight.

Afin de sortir de l'hyperinflation, l'Argentine arrime sa monnaie au dollar au début des années 1990 par la mise en place d'un *currency board*. La stabilité monétaire des années 1990 s'est accompagnée d'une dégradation progressive du solde budgétaire, entraînant un accroissement de la dette publique principalement financée par l'étranger. La dette extérieure passe ainsi de 40,3 % du PIB en 1996 à 52,7 % en 2000 et l'Argentine éprouve de plus en plus de difficultés à la refinancer¹⁸. Le FMI lui vient en aide, en contrepartie de plans de rigueur et de réformes de moins en moins acceptées par la population argentine.

18. Voir C. Riffart : « À l'impossible, l'Argentine ne peut être tenue », *Lettre de l'OFCE*, n°209, 2001.

Fin 2001, le FMI refusant de débloquer une nouvelle tranche de prêt, l'Argentine fait défaut sur sa dette extérieure pour un montant de 100 milliards de dollars. Dans la foulée, le *currency board* est abandonné en janvier 2002. Dans un premier temps, le choc est brutal pour l'économie argentine. Le taux de change du peso argentin s'effondre (-70 %), entraînant la faillite de nombreuses entreprises ne pouvant plus honorer leur dette libellée en dollars, une forte hausse du chômage et de l'inflation. Les Argentins se précipitent aux guichets des banques pour tenter de sauver leurs économies libellées en dollars. Le gouvernement décide alors d'interdire les retraits en dollars et restreint les retraits en pesos sur l'ensemble des comptes bancaires argentins, le « corralito », afin d'interrompre la course à la liquidité et la fuite des capitaux.

La renégociation de la dette argentine avec les bailleurs privés étrangers fut très longue et un accord n'intervint qu'en 2005. La procédure consiste à échanger les titres précédemment émis contre des nouveaux titres émis par l'Argentine, avec une décote de 68 à 75 %. La décote n'a pas été négociée mais imposée par l'État argentin, du fait notamment de la complexité à négocier avec un grand nombre de bailleurs. Concernant ses créanciers publics ou supranationaux, la renégociation a comporté plusieurs étapes. Le FMI a reporté le remboursement du capital de la dette. L'Argentine finit par rembourser l'intégralité de sa dette restante au FMI début 2006 (9,5 milliards de dollars). Le Club de Paris accepta de négocier les 7 milliards de dollars de dette de l'Argentine en 2010 et des négociations sont toujours en cours.

La récession s'est interrompue en 2003, après une chute du PIB de 15 %. L'économie n'a retrouvé le niveau de production de 2001 qu'en 2004. Le rebond argentin s'appuya notamment sur le boom mondial sur les marchés des matières premières agricoles et grâce à une compétitivité extérieure retrouvée à la suite de la dévaluation du peso. Le défaut sur sa dette, même s'il a plongé l'économie en récession, était devenu inévitable au vu des sacrifices demandés aux Argentins. La forte décote a permis à l'Argentine de redevenir solvable relativement rapidement et les marges de manœuvre budgétaires dégagées ont soutenu la croissance. Cependant, l'Argentine n'a toujours pas accès au marché international des capitaux et se fixe donc des objectifs d'excédent primaire pour financer les intérêts de sa dette publique.

Comment sortir de la crise grecque...

La Grèce est actuellement enfermée dans un cercle récessif, où moins de croissance appelle toujours plus de rigueur budgétaire, ce qui freine de nouveau la croissance. Les marchés parient dès lors sur la faillite de la Grèce, celle-ci étant dans l'incapacité de stabiliser ses finances publiques à court terme, et les autorités de l'Union européenne ne proposant pas de voie claire de sortie de crise par le haut, c'est-à-dire une solution permettant à la Grèce de retrouver le chemin de la croissance tout en stabilisant ses finances publiques. Or, dans l'immédiat, la situation budgétaire de la Grèce est principalement due à un déficit conjoncturel très élevé (représentant environ les 3/4 du solde prévu en 2011), l'ajustement budgétaire nécessaire ayant été en grande partie réalisé. Selon nos calculs, le *tax gap* de la Grèce montre qu'un retour rapide de celle-ci sur son sentier de croissance lui permettrait de stabiliser sa dette, voire de la réduire progressivement (encadré 3). Dès lors, les finances publiques grecques seraient soutenables à moyen terme.

Encadré 3 : Le *Tax gap* des PIIEG

La dette publique (en pourcentage du PIB) est stabilisée dès lors que la charge d'intérêt sur la dette, corrigée de l'inflation et du taux de croissance potentiel du PIB, est égale au solde structurel primaire. Afin de mesurer l'effort budgétaire à fournir pour stabiliser la dette publique à moyen terme, on peut dès lors calculer un *tax gap*¹⁹, qui mesure l'écart entre le solde structurel primaire qui stabilise la dette *SSP** et le solde structurel primaire *SSP*, ce qui évite que la position dans le cycle n'interfère. Celui-ci tient compte du niveau de la dette publique *d* exprimée en pourcentage du PIB, du taux d'intérêt réel *r* payé sur celle-ci, du taux de croissance potentielle de l'économie \bar{g} et du solde structurel primaire en pourcentage du PIB : $TG = (r - \bar{g})d - SSP$. Un *tax gap* négatif signifie que l'effort structurel accompli permettra de diminuer le ratio dette/PIB dès que le PIB aura retrouvé son niveau potentiel.

On a ainsi calculé les *tax gap* des PIIEG pour 2011. Les hypothèses retenues sont présentées dans le tableau ci-dessous. Le taux d'intérêt réel moyen est égal à l'écart entre le taux d'intérêt apparent sur la dette publique brute et la prévision du glissement annuel du prix du PIB en 2011 pour chacun des pays considérés.

Sous ces hypothèses, on s'aperçoit que la Grèce et l'Italie auraient déjà procédé à l'ajustement nécessaire pour stabiliser la dette brute, le Portugal n'étant pas loin d'y parvenir.

Le *Tax gap* des PIIEG en 2011

	Taux de croissance potentiel (%)	<i>Output gap</i> (%)	Solde primaire (% du PIB)	Solde primaire corrigé des variations conjoncturelles (% du PIB)	Dette publique brute (% du PIB)	<i>Tax gap</i> (% du PIB)	<i>Tax gap</i> avec cible de dette (d=50) (% du PIB)
Espagne	1,4	- 7,2	- 5,2	- 2,3	69,0	2,7	3,4
Grèce	1,0	- 14,6	- 2,6	4,7	156,7	- 1,8	0,5
Irlande	1,2	- 9,1	- 6,3	- 2,7	108,6	4,7	5,9
Italie	0,6	- 5,0	0,8	3,3	120,6	- 1,4	0,3
Portugal	1,0	- 6,0	- 1,7	0,7	101,3	1,4	2,4

Sources : Calculs et prévisions OFCE octobre 2011.

On peut aussi mesurer l'effort budgétaire à fournir afin d'atteindre une cible de dette publique *d** en un nombre d'années *t*. Le *tax gap* devient : $TG' = (r - \bar{g})d^* + (d - d^*)/t - SSP$. Pour une cible de dette publique de 50 % du PIB à atteindre en 25 ans, le *tax gap* est compris dans une fourchette de 0,3 à 3,4 points de PIB pour la Grèce, l'Italie, l'Espagne et le Portugal. L'effort à faire pour ramener la dette à ce niveau ne paraît donc pas impossible pour ces pays. Paradoxalement, les difficultés paraissent plus importantes en Irlande que dans les autres pays, et notamment la Grèce. Globalement, les *tax gap* montrent que les finances publiques des PIIEG ne sont pas insoutenables aujourd'hui. Les efforts réalisés par ces pays ont porté leurs fruits sur le niveau du solde structurel. Mais comme ils pâtissent d'une mauvaise conjoncture, les déficits publics restent élevés du fait du niveau élevé du déficit conjoncturel.

19. Voir Jean-Paul Fitoussi et Xavier Timbeau (2011) : « Financial sustainability of an economy : exploratory remarks », *Document de travail de l'OFCE*, n° 2011-14, juillet.

Les plans de sauvetage mis en œuvre jusqu'à maintenant se justifieraient avec des perspectives de croissance plus fortes. La situation budgétaire à moyen terme de la Grèce est soutenable si elle retrouve rapidement son sentier de croissance potentielle. En 2011, le solde structurel primaire est supérieur au solde primaire qui stabilise la dette ; le constat est simple : la Grèce doit en premier lieu arrêter d'empiler les plans d'austérité. Ensuite, un choc de confiance est nécessaire pour que le plan de juillet 2011 (de restructuration de la dette publique) porte ses fruits. Il passera nécessairement par un soutien à la croissance de l'économie grecque.

La restructuration de la dette grecque, telle qu'elle a été décidée en juillet 2011, paraissait inévitable : en baissant la charge d'intérêt sur la dette, on allège les efforts restant à accomplir pour, *a minima*, stabiliser la dette publique, en attendant l'amélioration de la situation conjoncturelle. Un allongement conséquent de la maturité des titres de dette permettrait aussi de repousser l'échéance d'un retour sur les marchés financiers. L'allongement de la durée des prêts ainsi qu'un taux proche de celui auquel le FESF emprunte vont dans ce sens. Une diminution plus audacieuse des taux d'intérêt sur la dette grecque permettrait de stabiliser celle-ci rapidement en évitant l'effet « boule de neige ».

Mais il s'agit avant tout de sortir la Grèce de la récession dans laquelle elle se trouve depuis 2008 afin de la replacer sur un sentier de croissance compatible avec l'équilibre budgétaire. Plus précisément, il faut interrompre la séquence consolidation budgétaire-ralentissement de la croissance-révision des objectifs de déficit-consolidation budgétaire... en redonnant des marges de manœuvre budgétaires au gouvernement grec et en soutenant la croissance.

Le plan « Eureka » proposé par des proches du gouvernement allemand pour résoudre le problème de financement grec consiste à utiliser les actifs publics pour financer la Grèce. Tous les actifs publics fongibles (immobilier, infrastructures, ...) seraient regroupés dans une structure spécifique, qui serait achetée à la Grèce par les autres États (ou à partir de financements garantis par ceux-ci), pour un montant estimé à 125 milliards d'euros (soit environ 1/3 de la dette publique grecque ou un peu plus de 50 % du PIB grec). Cette structure serait ensuite chargée de vendre les actifs petit à petit (d'ici 2025), évitant la perte de valeur inévitable lors de privatisations hâtives opérées en plein ralentissement conjoncturel. En réduisant rapidement sa dette publique de 55 points, grâce à une juste valorisation de ses actifs, la Grèce pourrait espérer se financer directement sur les marchés financiers à des taux raisonnables.

Par ailleurs, pour solvabiliser la Grèce, les fonds structurels européens gelés seraient débloqués (environ 15 milliards d'euros jusqu'en 2013), ce qui dégagerait des marges de manœuvre pour soutenir l'économie grecque correspondant à une impulsion budgétaire positive de 6,5 points de PIB²⁰. Le retour de la croissance permettrait alors à la Grèce d'avoir un excédent budgétaire et donc de racheter chaque année environ 1% de sa dette. Sous cette hypothèse, la dette grecque serait alors réduite.

Ce plan fait aussi le pari que des investissements judicieux dans les actifs grecs pourraient permettre d'augmenter leur valeur. Lors de la dissolution de la structure, les plus-values éventuelles reviendraient à la Grèce, tout comme les moins-values. Tous les actifs n'auraient pas besoin d'être liquidés pour que le système fonctionne, dans le sens où c'est le versement initial qui, en réduisant la dette, permettrait de rassurer les marchés. Cela revient à un prêt de grande ampleur accordé par les autres pays européens et gagé sur les actifs grecs. Le déblocage des fonds structurels et la fin des mesures d'austérité suffiraient pour relancer la croissance et réduire le déficit public conjoncturel. Même si ce plan apparaît optimiste, notamment concernant le retour de la confiance des investisseurs, les moyens utilisés pour réduire la dette et l'utilisation des fonds structurels sont tout à fait appropriés.

...et circonscrire le risque de contagion

Le dispositif mis en place, *via* le FESF (Fonds européen de stabilité financière) réformé, le MESF (Mécanisme européen de stabilisation financière) et l'aide du FMI (voir annexe II), n'apparaît cependant pas, aux yeux des marchés financiers, dimensionné pour régler la situation au niveau européen. Premièrement, la multiplication des politiques d'austérité en Europe dégrade les perspectives de croissance à moyen terme dans la zone euro. La perception de la soutenabilité des dettes publiques s'en trouve également dégradée. Ainsi un soutien à la croissance de la zone par les pays ayant des marges de manœuvre budgétaires (notamment l'Allemagne) conjugué à une baisse du taux d'intérêt par la BCE permettrait de diminuer les craintes quand à la soutenabilité des dettes publiques en zone euro.

Pour faire face aux risques de contagion d'un possible défaut de la Grèce à d'autres pays, il faudrait que le FESF ait une capacité de financement illimitée. Si l'on souhaite que le FESF puisse aider les pays dont les dettes sont les plus attaquées actuellement (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne et Italie), il faudrait prévoir de leur prêter un montant équivalent à la moitié de leur dette publique si l'on suppose que leur accès aux marchés va être très difficile dans les trois prochaines années et que leur dette a une maturité d'environ 6 ans. La somme de ces dettes correspond à 1 640 milliards d'euros²¹. Le FMI s'est déjà engagé pour 78,5 milliards d'euros en faveur de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal, le MESF à hauteur de 48,5 milliards et 80 milliards sont engagés par les pays de la zone euro pour la Grèce. Le reste, soit 1 434 milliards d'euros doit donc être prêté par le FESF. Sans les PIIEG, la France

20. La Commission européenne avait d'ailleurs déjà évoqué l'idée de débloquent les fonds structurels prévus pour la Grèce en limitant à la portion congrue la participation grecque. Normalement, ces fonds sont débloqués quand les projets sont menés à bien et co-financés au niveau national. Sur la période 2007-2013, la Grèce pouvait prétendre à 20,4 milliards d'euros de fonds structurels associés à 5,7 milliards versés par des fonds publics grecs. Or, en raison de la crise, la plupart des projets ont été stoppés et il reste donc 15 milliards que la Grèce n'a pas encore utilisés. Les autorités grecques ont récemment identifié une quarantaine de projets, principalement de construction d'infrastructures, qui seraient menés d'ici 2015.

21. On suppose ici que les États déjà aidés le seraient un peu plus (*i.e.* à hauteur de la moitié de leur dette, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui).

devrait apporter 32,2 % des garanties et l'Allemagne 42,8 %, soit au moins 462 milliards et 615 milliards respectivement. En cas de réalisation effective des garanties, le coût pour les finances publiques deviendrait difficile à gérer (24 points de PIB). D'autant qu'en plus du financement direct aux États, il faut que le FESF puisse aussi acheter des titres sur le marché secondaire et recapitaliser les banques dans le cadre de ses nouvelles missions. L'enjeu d'un montant illimité pour le FESF serait de dissuader les spéculateurs de faire le pari d'un défaut de l'un de ces pays. Si l'objectif de rassurer les marchés est atteint, ces garanties ne pèseront pas sur les finances publiques des pays garants du FESF. Le risque est cependant que ces montants inquiètent les marchés sur la capacité des pays garants à supporter ces coûts, ce qui se traduirait par des problèmes de financement pour ces derniers.

Pour éviter ce problème, il est donc nécessaire que ce soit la BCE qui assume ce coût en dernier ressort, sous la forme d'une monétisation des dettes publiques. Elle pourrait le faire de deux façons : soit en rachetant des titres des États directement, soit en finançant les prêts du FESF. Les statuts actuels de la BCE ne lui permettant pas de financer directement les États, il faudrait donc revoir les traités européens, ce qui nécessiterait une ratification par tous les parlements nationaux de la zone euro.

Mais la zone euro ne semble malheureusement pas suivre ce chemin, les Allemands notamment étant extrêmement réticents à toute monétisation des dettes publiques. Un scénario alternatif se dessine dans lequel les gouvernements laisseraient la Grèce faire défaut, ce qui ouvrirait la voie à d'autres défauts et rendrait indispensable une recapitalisation à grande échelle des banques européennes. Les besoins de recapitalisation permettant de maintenir le niveau des fonds propres des banques à celui observé lors des *stress tests* menés en 2011 varient entre 100 et 250 milliards d'euros selon le scénario retenu (tableau 7). En cas de défaut avec de faibles décotes (20 % pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal, 10 % pour l'Italie et l'Espagne) les pertes à compenser pour les banques européennes s'élèveraient tout de même à 82 milliards d'euros, contre 247 milliards en cas de fortes décotes (60 % pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal, 30 % pour l'Italie et l'Espagne).

Cependant, un défaut souverain n'affecterait pas seulement les banques européennes mais aussi les autres agents détenteurs de titres publics, c'est-à-dire les ménages, soit directement, soit par exemple *via* les assurances-vie ou les fonds de pension. Ainsi seule 20 % de la dette publique brute de ces pays est détenue par les banques européennes. En cas de décote élevée, la perte pour les autres détenteurs de titres publics des PIIEG s'élèverait à 970 milliards d'euros.

Par ailleurs, cette solution ne résoudrait pas le problème de financement grec. Même avec une décote de 60 % sur sa dette publique, il lui resterait encore un déficit de 5,3 % du PIB en 2011 (au lieu de 9,4 %), qu'elle ne pourrait pas financer sur les marchés. Elle aurait alors deux options : ajuster ses finances publiques pour retourner à l'équilibre ou faire à nouveau appel au FESF.

Tableau 7 : Exposition des banques européennes au défaut des PIIEG sur leur dette publique

En milliards d'euros

Exposition des banques européennes à la dette...	Encours détenu	Hypothèse basse		Hypothèse haute	
		Décote faible	perte	Décote élevée	perte
... de la Grèce	83	20 %	17	60 %	50
... de l'Irlande	16	20 %	3	60 %	9
... du Portugal	38	20 %	8	60 %	23
... de l'Espagne	264	10 %	26	30 %	79
... de l'Italie	286	10 %	29	30 %	86
Ensemble	687		82		247

Sources : European Banking Authority, calculs OFCE.

Tant que les politiques d'austérité persisteront en Europe et que les gouvernements se contenteront de demi-mesures, la crise des dettes souveraines européennes ne pourra pas être résolue.

Tableau 8 : Principales hypothèses de taux de change, taux d'intérêt et prix des matières premières

	Trimestres												Années			
	2010				2011				2012				2010	2011	2012	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Taux de change ¹																
1 euro =...\$	1,38	1,27	1,29	1,36	1,37	1,44	1,41	1,30	1,28	1,25	1,23	1,20	1,33	1,38	1,24	
1 \$ =...yen	91	92	86	83	82	82	78	75	75	75	75	75	88	79	75	
1 £ =...euros	1,13	1,17	1,20	1,16	1,17	1,13	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,17	1,15	1,14	
Taux d'intérêt directeurs des banques centrales ¹																
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,3	0,3	0,3	
Japon	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Zone euro	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,5	1,5	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,3	1,1	
Royaume-Uni	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	
Taux d'intérêt à long terme ¹																
États-Unis	3,7	3,4	2,7	2,9	3,5	3,2	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,2	2,8	2,0	
Japon	1,3	1,3	1,1	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,15	1,10	
Zone euro	3,5	3,4	3,1	3,4	3,9	4,0	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,3	3,8	3,5	
Royaume-Uni	4,0	3,7	3,2	3,2	3,7	3,4	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	3,5	3,1	2,7	
Prix du pétrole, Brent, en \$ ¹	76	78	77	87	105	117	114	110	105	105	110	110	79	111	108	
Prix du pétrole, Brent, en € ¹	55	61	60	64	77	82	80	85	82	84	90	92	60	81	87	
Matières premières industrielles ²	6,3	7,3	4,0	7,6	8,4	2,7	-3,9	0,0	2,5	1,2	1,6	0,4	39	19	3	

1. Moyenne sur la période.

2. Variation par rapport à la période précédente, en %.

Sources : Taux de change et pétrole : relevé des cotations quotidiennes. Taux longs : T-Bond à 10 ans aux États-Unis, Benchmark à 10 ans au Japon, cours moyen des obligations d'État à 10 ans pour la zone euro, obligations d'État à 10 ans au Royaume-Uni. Matières premières industrielles : indice HWWA (Hambourg). Prévision OFCE octobre 2011.

ANNEXE I : Le défi grec ou comment réduire sa dette sans croissance ?

Un cercle vicieux austérité-récession...

Depuis l'automne 2009 et l'annonce par le nouveau gouvernement grec de la révision à la hausse du déficit pour 2009 à plus de 10 % du PIB, les tensions entourant le financement de la Grèce n'ont pas cessé. Le premier plan d'aide de mai 2010 n'a pas atténué les craintes des investisseurs, inquiets des difficultés de la Grèce pour respecter les objectifs de déficit public annoncés, dans un contexte toujours plus récessif. Le financement de la Grèce par les plans d'aides publiques dépend en effet de l'application de plans d'austérité, qui pèsent toujours plus sur l'activité. Le dernier plan d'économies s'élève à 28 milliards d'euros sur 2011-2015, dont 6,5 milliards prévus en 2011 et 6,8 milliards en 2012²². Les recettes fiscales tirées de la lutte contre la sous-déclaration représentent un potentiel de 4 milliards d'euros en 2011²³.

Les différentes mesures restrictives mises en œuvre depuis 2010 ont enfoncé le pays dans la récession (-4,4 % en 2010) et entraîné une hausse massive du taux de chômage, qui touche 16,7 % de la population active en juin 2011 selon Eurostat. Or le gouvernement pourrait être contraint d'adopter d'autres mesures restrictives pour permettre la poursuite du versement des aides décidées par l'Union européenne et le FMI dans le cadre du premier plan de sauvetage. En effet, alors que la stratégie fiscale de moyen terme a pour objectif de ramener le déficit public de 10,5 % du PIB en 2010 à 7,6 % en 2011 puis 6,5 % en 2012, le gouvernement grec a d'ores et déjà annoncé que l'objectif pour 2011 ne serait pas tenu²⁴. De fait, les objectifs de déficit reposent sur des hypothèses de croissance qui ne seront pas atteintes (-3,5 % en 2011 et 0,8 % en 2012, tandis que nous prévoyons -4,9 % en 2011 et -2,2 % en 2012), la forte impulsion budgétaire négative (-5 points de PIB en 2011 puis -1,7 point en 2012), dont l'effet récessif est amplifié par une demande extérieure défaillante, pesant lourdement sur la croissance. Par conséquent, la réduction du déficit grec devrait être beaucoup plus lente que prévu (9,4 % du PIB en 2011 et 8,2 % en 2012).

22. Les baisses de dépenses concernent en premier lieu la réduction du périmètre du secteur public pour 2,4 points de PIB, ainsi que la réforme du système des retraites et la réduction des transferts sociaux pour un montant équivalent à 1,9 point de PIB. Le train de mesures porte par ailleurs sur la réduction de l'emploi public, la baisse des salaires des fonctionnaires (0,9 points de PIB) et la réforme du secteur de la santé (0,7 point de PIB). À cela il faut ajouter côté recettes la réduction des exemptions fiscales et la hausse des prélèvements pour 2,4 points de PIB. La lutte contre le travail au noir et la fraude fiscale devrait rapporter l'équivalent de 1,3 points de PIB et la réduction de l'évasion fiscale 1,2 point de PIB. Enfin, l'État grec projette de récupérer 50 milliards d'euros *via* les privatisations d'ici 2015.

23. Cf. Matsaganis and Flevotomou (2010) : « Distributional Implications of Tax Evasion in Greece », *GreeSE Paper* n° 31. Les auteurs estiment que l'évasion fiscale liée à la sous-déclaration des revenus entraîne un manque à gagner de 26 % des recettes fiscales grecques sur l'impôt sur le revenu. En étendant ce taux de sous-déclaration à l'ensemble des impôts directs (15,7 milliards d'euros en 2011), on estime l'évasion fiscale à 4 milliards d'euros en 2011.

24. Les prévisions de septembre 2011 tablent sur un déficit de 8,5 % du PIB en 2011.

Ces révisions à la baisse des prévisions de croissance et de solde public soulignent l'absurdité de la politique très restrictive mise en place. La baisse de la croissance résultant d'impulsions budgétaires négatives vient contrarier la réduction des déficits, *via* une dégradation du solde conjoncturel, imposant toujours plus de restriction. Si l'on compare les prévisions de croissance effectuées par le FMI entre octobre 2009 et octobre 2011 pour la France et la Grèce, l'impact de la restriction menée en Grèce est frappant, conduisant à réviser toujours plus les prévisions de croissance à la baisse (graphiques AI.1 et AI.2). En 2010, les prévisions de croissance ont ainsi été constamment revues à la baisse, passant de -0,1 % en octobre 2009 à -2 % en avril 2010 puis à -4 % en octobre 2010, avant un affichage officiel à -4,4 %. Pour 2011, les révisions se sont aussi succédé au fur et à mesure des plans d'ajustement budgétaire : de -1,1 % en avril 2010 à -5 % en octobre 2011. À titre de comparaison, en France les révisions ont été modestes et dans le sens inverse, avec une croissance revue à la hausse en 2010 et 2011. Enfin pour 2012, les révisions à la baisse entre avril et octobre 2011 ont concerné tant la France que la Grèce, mais leur ampleur n'est pas comparable.

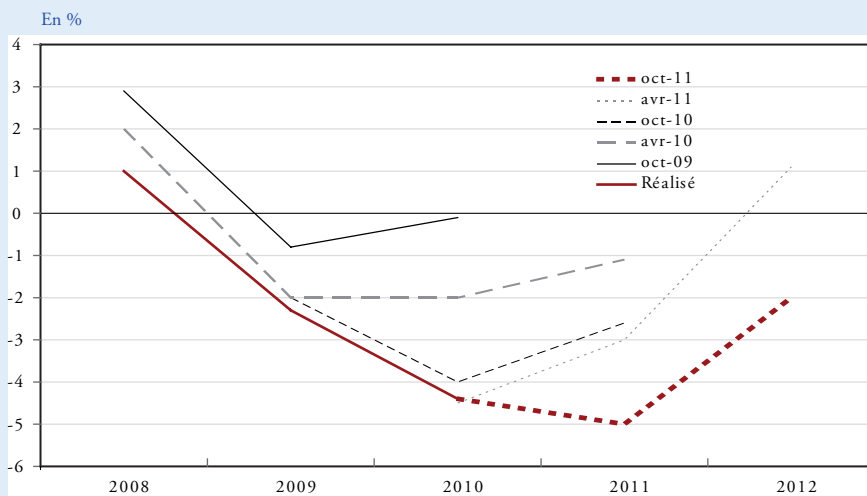
Alors que le solde structurel primaire de la Grèce apparaissait effectivement très dégradé en 2009 (graphique AI. 3), ce n'était déjà plus le cas en 2010, à la suite des très fortes mesures d'austérité. Alors que le solde public effectif affichait encore une médiocre performance (-10,5 % du PIB), le solde structurel primaire ne représentait plus que -0,7 % du PIB. L'amélioration structurelle est donc en partie gommée du fait d'un écart de production de l'ordre de -8 points en 2010 (graphique AI.4), entraînant une forte dégradation de la composante conjoncturelle du solde public. D'après nos prévisions, l'écart de production se creuserait encore d'ici 2012²⁵. De ce fait, malgré un solde structurel primaire qui deviendrait largement positif, le solde public total se réduirait peu (-8,2 % du PIB en 2012). Contrairement au constat communément admis, la situation budgétaire grecque apparaît aujourd'hui largement sous contrôle en termes de solde structurel primaire (et ce malgré des charges d'intérêts élevées, de l'ordre de 6,8% du PIB en 2011 selon le programme d'ajustement économique grec), ne justifiant en rien la poursuite de mesures drastiques qui ont surtout pour effet de plomber encore un peu plus la croissance.

... qui conduit à un deuxième plan d'aide pour la Grèce...

Le volet public du plan (de 109 milliards) se décompose en 34 milliards liés aux besoins de financement de l'État grec, 20 milliards de rachat de dette publique, 20 milliards de recapitalisation des banques grecques et 35 milliards de rehaussement de crédit (tableau AI).

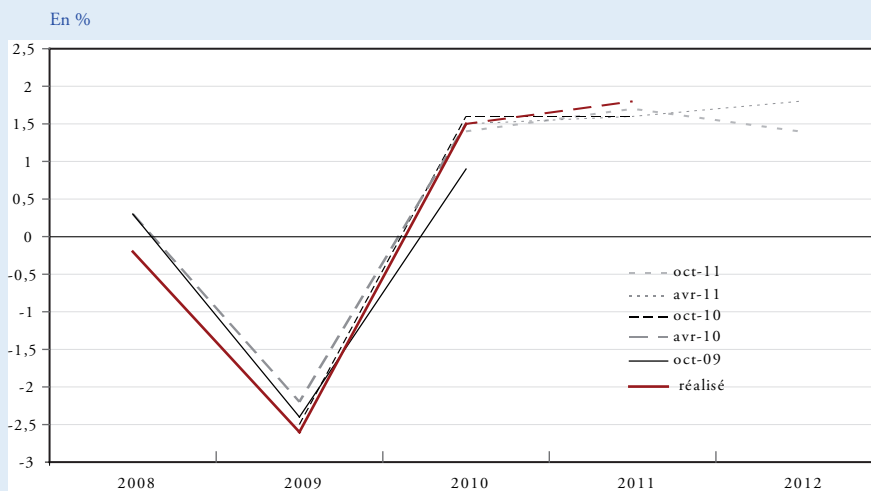
25. Notre prévision repose sur une croissance potentielle de 1 % en 2011 et 2012 et sur un recul du PIB de 4,9 % en 2011 et de 2,2 % en 2012.

Graphique AI.1 : Prévisions de croissance du FMI pour la Grèce



Source : FMI.

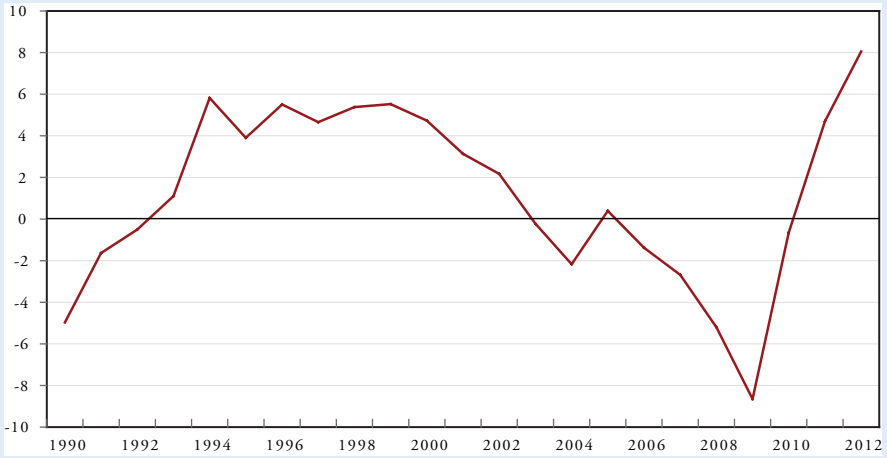
Graphique AI.2 : Prévisions de croissance du FMI pour la France



Source : FMI.

Graphique AI.3 : Solde structurel primaire grec

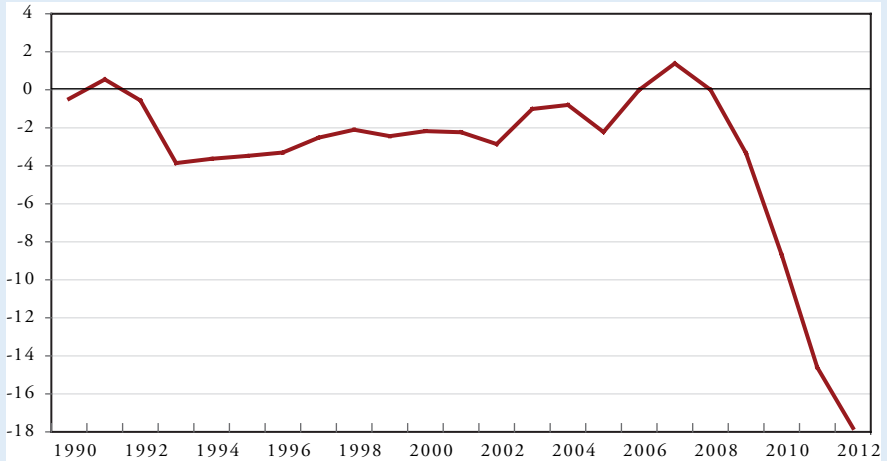
En % du PIB



Note : le solde structurel primaire a été réétalonné avant 2008 sur la base des données de l'OCDE. Sources : OCDE (perspectives économiques juin 2011), prévisions OFCE octobre 2011.

Graphique AI.4 : Écart de production grec

En %



Note : l'écart de production a été réétalonné avant 2008 sur la base des données de l'OCDE. Sources : OCDE (perspectives économiques juin 2011), prévisions OFCE octobre 2011.

Tableau AI : Le deuxième plan d'aide à la Grèce

En milliards d'euros

Financements publics (2011-2014)	
Besoin de financement de l'État grec	34
Rachat de dette publique	20
Recapitalisation des banques grecques	20
Rehaussement de crédit	35
Total	109
Baisse de l'encours de dette = coût pour les créanciers privés hors baisse des intérêts reçus	
Echange de titres	13
Rachat dette publique par des fonds publics	12,6
Total	25,6
Baisse de la charge d'intérêts sur l'ensemble de la dette	
2011-2015	13
2016-2020	42
Total	55

Sources : AFP, International Institute of Finance.

Le secteur bancaire privé (les grandes banques internationales regroupées au sein de l'IIF) participerait *via* deux canaux. Le premier consiste à accepter une opération de « buyback », c'est-à-dire une vente d'une partie de ses titres, financée par le FESF²⁶ pour un montant de 20 milliards annoncé dans le volant public du plan. La perte sur ces ventes s'élèverait à 12,6 milliards d'euros, ce qui diminuerait la dette grecque d'autant. Le deuxième canal passerait par une restructuration de la dette négociée entre l'État grec et l'IIF suivant quatre options d'échange possibles proposées par celui-ci. Celui-ci estime que les opérations d'échange porteraient sur 130 milliards d'euros de stock de dette détenus par les créanciers privés, sur la période 2011-2020 (soit environ 90 % des 145 milliards de dette grecque aux mains d'investisseurs privés arrivant à échéance en 2020).

26. L'opération consisterait pour le FESF à prêter 20 milliards d'euros à la Grèce, qui rachèterait les titres d'une valeur faciale de 32,6 milliards d'euros, ce qui diminuerait la dette grecque de 12,6 milliards d'euros. La décote sur les titres s'élèverait à 39%.

Encadré annexe : Les différentes options de rachat

Option 1 : échange au pair contre de nouveaux titres à 30 ans, immédiatement, avec un coupon de 4 % les 5 premières années, puis de 4,5 % les 5 années suivantes, et de 5 % les 20 années restantes.

Option 2 : mêmes conditions que l'option 1, mais l'échange intervient lorsque les titres portés par les bailleurs privés arrivent à échéance.

Option 3 : échange décoté à 80 % du pair contre de nouveaux titres à 30 ans, immédiatement, avec un coupon de 6 % les 5 premières années, puis de 6,5 % les 5 années suivantes, et de 6,8 % les 20 années restantes.

Option 4 : échange décoté à 80 % du pair contre de nouveaux titres à 15 ans, immédiatement, avec un coupon de 5,9 %.

Dans les options 1 et 2, l'échange a lieu au pair (à la valeur faciale du titre), ce qui signifie qu'il n'y a pas de perte sur le capital prêté par les créanciers. Seuls les intérêts et l'échéance du titre changent. La décote de 20 % acceptée par le secteur privé ne porte que sur les options 3 et 4, mais en contrepartie d'un taux plus élevé. Elle donnerait lieu à une réduction du stock de dette publique de l'ordre de 13 milliards d'euros sous l'hypothèse d'une participation de 90 % des créanciers au plan (pour 130 milliards d'euros), et d'une répartition à 50 % entre les options 1 et 2 d'une part et les options 3 et 4 d'autre part. La valeur actualisée nette de la dette grecque serait alors diminuée de 21 %, sous l'hypothèse d'un taux d'actualisation de 9 %.

La décote de 20 % acceptée par le secteur privé en contrepartie d'un taux plus élevé, donnerait lieu à une réduction du stock de dette publique de l'ordre de 13 milliards d'euros sous l'hypothèse d'une participation de 90 % des créanciers au plan (pour 130 milliards d'euros), et d'une répartition à 50 % entre les options 1 et 2 d'une part et les options 3 et 4 d'autre part. Si on ajoute les rachats de dette publique sur le marché secondaire, la dette brute diminuerait de 25,6 milliards d'euros.

D'après l'IIF, l'ensemble du deuxième plan d'aide (y compris financements publics) permettrait aussi une baisse de la charge d'intérêts sur la dette grecque de l'ordre de 55 milliards d'euros entre 2011 et 2020 par rapport aux projections réalisées par le FMI début juillet 2011²⁷, et un allongement de la maturité moyenne de la dette à 11 ans contre 6 auparavant.

Par ailleurs, les opérations de rehaussement de crédit permettent de garantir en totalité (options 1 à 3) ou en partie les nouveaux titres grecs. Ceux-ci obtiendraient dès lors la note AAA, et pourraient à ce titre être utilisés comme collatéraux lors d'opérations de refinancement des institutions financières européennes auprès de la BCE. Ce mécanisme assure notamment le maintien de l'accès des banques commerciales grecques, principales détentrices de la dette publique grecque, au refinancement de la BCE.

27. « Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria », FMI, *Country report* n° 175, juillet 2011.

La recapitalisation des banques grecques apparaît indissociable de ce plan pour deux raisons : d'abord, la récession s'est accompagnée d'une hausse du taux de défaut sur les prêts (de 5 % en 2008²⁸ à 11,5 % au premier trimestre 2011 selon la Banque de Grèce) ; ensuite, la restructuration de la dette publique va fortement peser sur les banques grecques *via* deux canaux :

– la dette publique grecque aux mains des 90 banques européennes soumises aux *stress tests* de juillet 2011 est détenue à 67 % par les banques grecques. Celles-ci sont donc très exposées à la dette grecque.

– leur exposition fragilise aussi l'octroi de liquidités par la BCE qui auparavant n'acceptait pas d'actifs notés en défaut sélectif comme garanties, mais continue néanmoins d'accepter les titres de dette publique grecque afin de soutenir le système bancaire de la Grèce. Le marché interbancaire étant particulièrement difficile d'accès pour ces banques, elles ont largement recours au financement par la BCE. Ainsi, en juillet 2011, le financement obtenu auprès de la BCE représentait environ 20 % de leur actif.

Ce deuxième plan d'aide n'est pas encore entré en vigueur : il doit être ratifié par l'ensemble des parlements des pays membres de la zone euro.

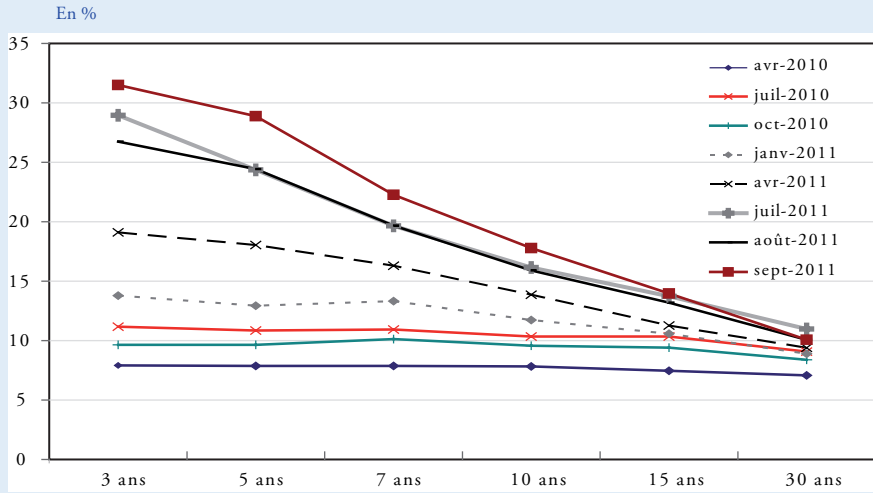
... sans rassurer les marchés pour autant

Alors que cette stratégie de restriction budgétaire à tout crin, combinée à une restructuration de la dette, vise à rassurer les marchés financiers, c'est le contraire qui se produit. La courbe des taux grecs qui s'était inversée en 2010 n'a cessé de voir ce mouvement s'accroître depuis lors (graphique AI.5). Alors qu'en août 2011, un léger mieux était apparu sur les taux à 3 ans, dès septembre ce taux est remonté, atteignant ainsi plus de 30 % (contre environ 17 % pour les obligations arrivant à échéance dans 10 ans). Ce niveau élevé des taux sur le marché secondaire qui reflète la faiblesse des transactions sur ce segment est donc peu représentatif. Il reflète néanmoins le fait que le risque de défaut grec à court terme, non seulement est toujours jugé élevé, mais n'a pas diminué malgré l'accord européen de juillet dernier sur un nouveau plan d'aide à la Grèce. Soit le plan de juillet n'a finalement pas rassuré les investisseurs, soit le fait qu'il ne soit pas encore appliqué ravive les tensions. Par ailleurs, l'État grec continue d'émettre des billets du trésor à 3 et 6 mois à des taux prohibitifs²⁹ : les billets à 3 mois émis le 20 septembre dernier ont largement été souscrits mais à un taux de 4,6 %, tandis que ceux à 6 mois émis le 6 septembre sont rémunérés à 4,8 %. Par comparaison, les taux des dernières émissions françaises sur ces échéances étaient respectivement de 0,3 et de 0,5 %.

28. Il faut préciser que le taux de défaut était déjà élevé en 2008, au regard de la plupart des pays européens (2,8 % des prêts en France, 3,4 % en Espagne). Seule l'Italie (à 4,9 %) avait un taux de défaut comparable à celui de la Grèce.

29. Pour mémoire, l'État grec n'émet plus d'obligations d'échéance supérieure ou égale à 1 an depuis début avril 2010.

Graphique AI.5 : Courbe des taux d'intérêt de la dette publique grecque sur le marché secondaire



Sources : Data Insight, Banque centrale de Grèce.

ANNEXE II : Les mesures prises au niveau européen pour aider les pays en difficulté

Il y a d'une part les aides émanant du FMI, de la Commission européenne et des États de l'Union européenne qui financent directement l'État grec. Il y a ensuite les interventions de la BCE visant à diminuer les tensions sur le marché secondaire.

Mesures prises par la BCE

La BCE a décidé de reprendre le 7 août 2011 ses achats de titres publics européens sur les marchés secondaires, qu'elle avait interrompus en mars 2011. Ce programme d'achat avait été mis en place en mai 2010, période où les tensions sur les taux d'intérêt grecs, portugais et irlandais s'étaient accentuées, en vue d'améliorer la transmission de la politique monétaire, les taux sur les emprunts publics servant généralement de référence pour d'autres taux. Depuis mai 2010, la BCE a ainsi acheté pour environ 160 milliards de titres publics européens sur le marché secondaire. Même si l'on ne sait pas officiellement quels sont les titres concernés, ces achats n'ont d'intérêt que pour les États pour lesquels les taux de financement pâtissent de la défiance des marchés, à savoir les États grecs, irlandais, portugais, espagnols et italiens. Par ailleurs, la BCE a prolongé sa décision prise au début de la crise des *subprime* d'élargir la gamme d'actifs utilisés comme collatéral lors des opérations de refinancement des banques et d'augmenter à nouveau la durée des prêts illimités aux banques à taux fixe. Pour plus de détails sur les mesures récentes prises par la BCE, voir la partie : « Politique monétaire : une histoire sans fin ».

Les aides pour la Grèce et les autres pays en difficulté (Irlande puis Portugal) ont pris la forme de prêts d'abord bilatéraux puis *via* le FESF par la suite. L'objet est ici de faire le point sur les différentes formes d'aide, sur les réformes successives qui ont eu lieu et sur l'impact potentiel sur les finances publiques des pays garants.

Premier plan d'aide à la Grèce

Face aux difficultés croissantes de financement de la Grèce, le principe de la mise en place d'un plan de soutien à la Grèce a été décidé lors du Conseil européen des 25 et 26 mars 2010 et précisé le 11 avril 2010 par le conseil Ecofin. Il a ensuite été ratifié par les parlements nationaux (le 6 mai en France dans le cadre du deuxième projet de loi de finances rectificative). Il s'agit de prêts bilatéraux entre les États de la zone euro et la Grèce. La Commission est chargée de coordonner les prêts et leurs conditions. Le but était de financer le pays à des taux plus bas que ceux exigés sur les marchés financiers, mais bien supérieurs à ceux auxquels les autres pays de la zone euro empruntent, pour inciter le pays à retourner dès que possible sur les marchés.

La Grèce a finalement sollicité cette aide le 23 avril 2010, conduisant à l'adoption d'une facilité de prêt de 110 milliards d'euros le 2 mai, dont 30 à la charge du FMI et 80 à la charge des pays de la zone euro. Etant donné la part de la France dans le capital de la BCE (hors Grèce), soit 20,9%, si la totalité des sommes est débloquée, 16,8 milliards d'euros reposeront sur la France.

Fin juillet 2011, 5 tranches avaient été versées à la Grèce, pour un montant total de 65 milliards d'euros (47,1 par les pays de la zone euro, 17,9 par le FMI). La France a ainsi prêté pour le moment près de 10 milliards d'euros à la Grèce. Le taux d'intérêt sur les prêts initialement accordés était égal à l'euribor à 3 mois avec une marge (3 points de pourcentage les trois premières années, 4 après). Les taux d'intérêt ont ensuite été abaissés de 1 point pour les nouveaux prêts et la maturité des prêts accordés a été allongée.

Création du FESF et réformes successives

Lors du sommet des chefs d'État de la zone euro le 7 mai 2010, ces derniers ont décidé d'instaurer un mécanisme européen pour préserver la stabilité financière de l'Europe. Il a été précisé lors du Conseil Ecofin du 9 mai 2010, avec la mise en place d'un dispositif de 500 milliards d'euros, *via* deux mécanismes :

- FESF (Fonds européen de stabilité financière) : c'est une entité *ad hoc* à laquelle les pays de la zone euro octroient des garanties. Le FESF est entré en vigueur lors de la signature de l'accord-cadre du 7 juin 2010 par les États de la zone euro. Dispositif intergouvernemental, société anonyme. Le montant de financement initialement prévu était de 440 milliards d'euros. Les garanties apportées par les pays de la zone euro sont accordées aux créances émises par le FESF. Il a été définitivement adopté par le parlement français le 3 juin 2010 (troisième projet de loi de finances rectificative pour 2010), avec un plafond de 110 milliards d'euros. Étant donné la quote-part de la Banque de France dans le capital de la BCE (20,3 %), les garanties de la France s'élèvent à 90 milliards d'euros minimum. Pour tenir compte du fait qu'un pays ou plusieurs pourraient ne pas participer au FESF (s'ils bénéficient d'une aide), l'Allemagne a calculé sa participation en excluant la Grèce qui bénéficie déjà d'une aide européenne et en appliquant une sur-garantie de 20 %. La France a donc décidé de faire la même chose, conduisant à un plafond de garantie de 111 milliards d'euros (2 1% de 120 % de 440 milliards d'euros).

- MESF (Mécanisme européen de stabilisation financière) : ce mécanisme communautaire est géré par la Commission européenne pour le compte des 27 pays de l'Union européenne. Sa capacité de prêt est de 60 milliards et il bénéficie de la garantie du budget communautaire. La Commission emprunte et prête directement aux États. S'il y a défaut, les pays doivent renflouer le bilan de la Commission *via* une hausse des contributions nationales au budget européen.

Ces deux mécanismes sont accompagnés d'une aide du FMI à hauteur de la moitié de l'aide européenne globale, au fur et à mesure des versements.

Pour l'instant, deux pays en ont bénéficié :

– l'Irlande en décembre 2010 (22,5 milliards du FMI, 22,5 milliards du MESF, 17,7 milliards du FESF auxquels s'ajoutent 4,8 milliards de prêts du Royaume-Uni, de la Suède et du Danemark, soit une aide extérieure totale prévue de 67,5 milliards d'euros)

– le Portugal en mai 2011 (26 milliards respectivement pour le MESF, le FESF et le FMI, soit 78 milliards prévus au total).

Mi-octobre 2011, en plus des prêts bilatéraux, l'Irlande avait reçu 25,9 milliards d'euros du FMI, du MESF et du FESF. Le Portugal avait reçu de son côté 30,3 milliards d'euros. Les prêts ont une maturité moyenne de 7,5 ans.

La réforme du FESF a eu lieu en deux étapes : le 11 mars 2011, puis le 21 juillet 2011.

L'accord de mars visait à augmenter la capacité effective de prêt du FESF. Initialement prévue de 440 milliards, elle était finalement bien inférieure (255 milliards) du fait des contraintes réglementaires. Pour que les agences de notation accordent la note AAA, il fallait que chaque financement du FESF soit couvert par les garanties de pays eux-mêmes notés AAA ou par des titres de qualité AAA. Les États ont donc instauré une réserve constituée d'une partie des liquidités obtenues lors des émissions d'obligations du FESF. Concrètement, environ 70 % de l'argent issu des titres du FESF est prêté aux États, le reste étant gardé en réserve et réinvesti en actifs sûrs. Par exemple, lors du premier versement à l'Irlande, le FESF a émis pour 5 milliards de titres pour pouvoir accorder un prêt d'au moins 3,3 milliards à l'Irlande. Lors du sommet de mars 2011, il a donc été décidé d'augmenter les plafonds des garanties des pays et les sur-garanties³⁰ (de 120 à 165 %). Avec les sur-garanties, il n'y a plus besoin de rehaussement de crédit comme précédemment (c'est-à-dire la réserve du FESF), chaque émission étant intégralement couverte par les garanties des pays AAA. Le plafond de garantie de la France passe ainsi de 111 milliards en garantie totale (principal et intérêts) à 159 milliards en garantie du principal, en tenant compte de la quote-part française dans le capital de la BCE corrigée des pays bénéficiant d'une assistance (Irlande, Portugal et Grèce), soit 21,9 % (tableau AII). Deux autres mesures ont été décidées à cette occasion : d'abord, le FESF pourra intervenir sur le marché primaire pour acheter directement la dette d'un pays sous conditions ; ensuite, les taux pratiqués par le FESF vont diminuer, avec une marge de 2 points les trois premières années et de 3 après, par rapport au coût de financement du FESF. Le Conseil européen des 24-25 mars a entériné ces changements. La France a ensuite signé l'amendement à l'accord-cadre de 2010 le 28 juin dernier.

30. La « sur-garantie » de 20 %.

Tableau AII : Part des différents pays dans le FESF rénové (juillet 2011)

	Quote-part dans le capital de la BCE <i>en % en 2011</i>	Quote-part hors Grèce, Irlande et Portugal <i>en %</i>	Garanties et sur-garanties <i>i.e. 165 % de la quote-part (en milliards d'euros)</i>
Allemagne	27,1	29,1	211
Autriche	2,7	2,9	21
Belgique	3,4	3,7	27
Chypre	0,1	0,2	1
Espagne	11,9	12,8	93
Estonie	0,3	0,3	2
Finlande	1,9	2,0	15
France	20,3	21,9	159
Grèce	2,9	–	–
Irlande	1,6	–	–
Italie	17,9	19,3	140
Luxembourg	0,3	0,3	2
Malte	0,1	0,2	1
Pays-Bas	5,7	6,2	45
Portugal	2,6	–	–
Slovaquie	1,0	1,1	8
Slovénie	0,4	0,5	3
Total	100	100	440

Source : BCE, documents législatifs français.

Avant même la mise en place du FESF rénové, est intervenu le plan adopté lors du Conseil européen du 21 juillet dernier nécessitant un nouvel amendement à l'accord-cadre. Les révisions à la baisse des recettes fiscales grecques du fait de la récession, le niveau jugé trop élevé des taux d'intérêt dans le cadre des plans d'aide et la propagation des tensions sur les obligations publiques italiennes et espagnoles ont conduit à une extension des pouvoirs du FESF et à un nouveau plan d'aide à la Grèce. Le FESF n'est plus seulement destiné à prêter à des États qui ne parviennent plus à accéder aux marchés financiers pour se financer. Les nouvelles missions du FESF sont les suivantes :

- acheter des titres sur le marché secondaire pour lutter contre la spéculation et éviter la contagion, si la BCE l'estime justifié (circonstances exceptionnelle sur les marchés financiers et risques pour la stabilité financière) et qui nécessite un commun accord des pays participant au FESF. Le FESF se substituerait ainsi à la BCE ;

- prêter aux banques par l'intermédiaire des États même si ces derniers ne bénéficient pas d'une aide européenne ;

– intervenir plus en amont pour aider un pays qui a des difficultés de financement *via* des lignes de crédit comme au FMI ;

– faciliter l'accès aux liquidités de la BCE des banques ayant dans leurs actifs des titres placés en défaut sélectif (cas de la Grèce depuis juillet), en les garantissant *via* un mécanisme temporaire. Le but est d'éviter une crise de liquidité pour ces banques.

Par ailleurs, les conditions d'emprunt *via* les FESF ont été assouplies : la maturité des prêts est allongée et les États emprunteront à un taux proche du taux auquel se finance le FESF, mettant fin aux marges précédemment en vigueur. L'objectif n'est donc plus seulement de financer à court terme les pays ayant des difficultés de financement sur les marchés mais aussi d'améliorer la soutenabilité de leur dette, en limitant au maximum la charge d'intérêt.

Ces modifications entreront en vigueur seulement quand tous les parlements nationaux de la zone euro auront donné leur aval. Les votes dans les pays fortement contributeurs (Allemagne le 29 septembre, France le 8 septembre 2011 dans le cadre du deuxième projet de loi de finances rectificative pour 2011) se sont au final déroulées sans encombre. Mi-octobre, ce processus est presque achevé, ce qui devrait permettre une application assez rapide désormais des mesures décidées en juillet 2011.

Le MES remplacera le FESF

Les Conseils européens des 28 et 29 octobre 2010 et des 16 et 17 décembre 2010 ont acté le principe d'un mécanisme pérenne pour assurer la stabilité financière dans la zone euro (MES : Mécanisme européen de stabilité), qui prendrait le relais du FESF à partir du 1^{er} juillet 2013. Le FESF continuera néanmoins d'exister tant que les créances accordées n'ont pas été remboursées. Les sommes non versées dans le cadre de ces mécanismes temporaires seront en revanche transférées au MES.

Le MES bénéficiera d'un capital de 700 milliards d'euros, dont 80 milliards de capital libéré. Cela lui permettra d'avoir la même capacité de prêt que le FESF plus le MESF et de bénéficier de la notation AAA. Les pays auront normalement 5 ans pour verser ces 80 milliards. Mais ils se sont engagés à ce que le capital libéré soit au moins égal à 15 % des titres émis par le MES, c'est-à-dire à verser plus rapidement que prévu le capital libéré si nécessaire.

Une première version du traité instituant le MES a été signée lors du Conseil Ecofin du 11 juillet dernier. Les modifications apportées au FESF le 21 juillet 2011 seront incluses dans un traité révisé, qui devra ensuite être ratifié par les parlements nationaux.

Quel est le coût des différents mécanismes d'aide pour les États ?

– Prêts bilatéraux pour la Grèce (1^{er} plan d'aide) : ces prêts dégradent le solde budgétaire mais pas le solde public au sens de Maastricht, car il s'agit de dépenses

financières. Ils affectent en revanche les dettes publiques des pays au fur et à mesure des versements.

– FESF : selon les principes de la comptabilité nationale, il n'y a pas d'impact sur le déficit public. En revanche, à la suite de la décision d'Eurostat du 27 janvier 2011, les montants prêtés par le FESF augmentent les dettes publiques des pays apportant leur garantie au prorata de leur participation. En effet, les prêts du FESF ne sont pas considérés comme des prêts directs du FESF à un pays mais comme un prêt du FESF aux pays garants, qui prêtent à leur tout au pays bénéficiaire. Il y a donc une double comptabilisation des prêts : ils augmentent la dette du pays qui en bénéficie effectivement et en même temps celles des pays garants, en fonction de leur part dans les garanties accordées au FESF. La dette publique française brute au sens de Maastricht augmente donc au fur et à mesure des versements en fonction de sa quote-part. En revanche, la dette nette des prêts accordés ne bouge pas.

– MES : Eurostat a décidé que le traitement de la dette publique était différent dans ce cas par rapport au FESF (décision du 7 avril 2011). Le MES est en effet une organisation internationale permanente, instituée par un traité, contrairement au FESF qui était une société privée. De plus, il est doté d'un capital de 80 milliards (contre 30 millions pour le FESF). Les prêts du MES seront considérés comme le prêt d'une organisation comme le FMI à un pays et n'affecteront donc pas les dettes publiques des autres pays de la zone euro.

