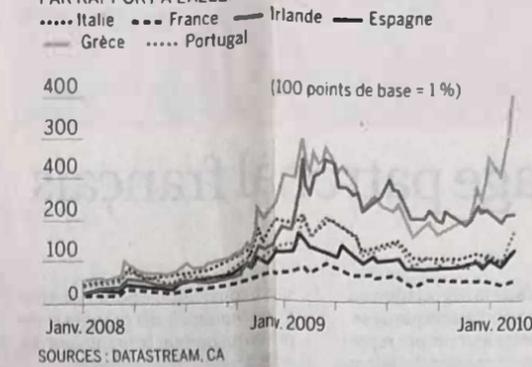


Panique

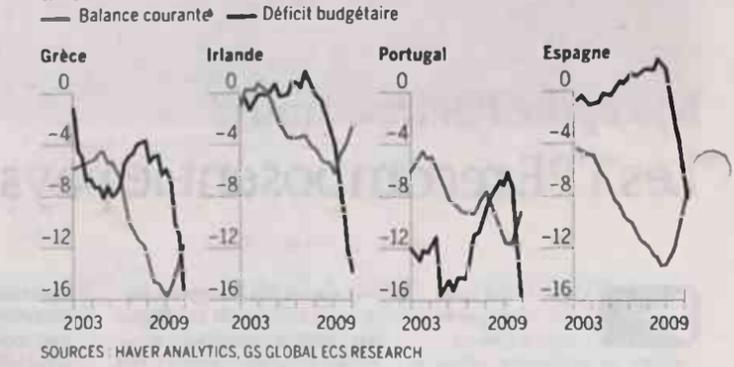
Les tensions ont débuté au début de l'année 2009 sur les marchés des dettes publiques de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal, de l'Espagne ou de l'Italie. Une première phase de panique passée, l'inquiétude s'est calmée, à la faveur du rebond des marchés financiers et du raffermissement de la croissance mondiale. Pourtant, elle a ressurgi spectaculairement un an plus tard, à la faveur d'une opération-vérité sur les comptes publics de la Grèce, faisant apparaître un déficit public, non pas de 6 % du produit intérieur brut (PIB), mais de 12,7 %.

En même temps, il est devenu évident que l'Irlande et le Portugal connaissent les mêmes difficultés et que la situation se détériore en Espagne. Ces quatre pays connaissent un déficit de la balance des paiements alors que leurs besoins de financement vont rester importants. Les banques françaises et suisses sont les plus engagées sur la dette grecque et subiraient fortement l'aggravation de la crise. La zone euro ne peut se désintéresser de ses États les plus fragiles, dont la compétitivité salariale a été très affectée par la vigueur de la monnaie unique, tandis que le Royaume-Uni a pu, lui, dévaluer massivement la livre sterling.

DIFFÉRENCES DE TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME PAR RAPPORT À L'ALLEMAGNE



SOLDE BUDGÉTAIRE ET BALANCE DES PAIEMENTS en % du PIB



Les États fragiles de la zone euro ont vu leur compétitivité salariale se dégrader de 25 % à 35 % face au Royaume-Uni, qui a pu dévaluer la livre

Une monnaie unique sans gouvernement

►►► Suite de la première page

Cette crise comprend aussi des dimensions géopolitiques. De même que l'éclatement de la bulle financière et immobilière a révélé les fragilités de l'Irlande ou de l'Italie, le krach des matières premières a mis fin à l'afflux de capitaux d'origine russe – liés à l'envol antérieur du prix du pétrole – dont disposait la Grèce, au titre de la solidarité « orthodoxe » dans la région, comme Chypre ou la Bulgarie.

Par ailleurs, pour l'économiste Jacques Delpla, membre du Conseil d'analyse économique (CAE), la résolution de la crise grecque devrait passer – outre les mesures classiques de rigueur – par un

accord de paix à Chypre : « Les Grecs doivent terminer cette "guerre de Troie" qui les oppose aux Turcs depuis si longtemps. » Citant des données de la CIA, l'agence de renseignement américaine, M. Delpla estime les dépenses militaires en Grèce à environ 4,3 % du PIB, contre moins de 1,5 % pour les pays comparables de l'Union. « Si le gouvernement grec ramène son budget dans la moyenne européenne, il pourra récupérer l'équivalent de 3 points de PIB, soit un tiers de l'ajustement », dit-il. Mais rien n'est moins sûr. À ce stade, la baisse des dépenses militaires prévues est limitée à 0,2 point de PIB.

La mauvaise gestion grecque est souvent mise en avant comme

une bonne raison de la « punir » en la contraignant à une rigueur exemplaire. L'argument est savoureux, au moment où tous les grands États viennent massivement de voler au secours de leurs banques en difficulté. De surcroît, Athènes avait déjà dû reconnaître, en 2004, avoir embelli ses statistiques de déficit public pour entrer dans l'euro trois ans plus tard, sans que beaucoup de leçons en soient tirées par ses partenaires.

Les Européens ne peuvent pas perdre de vue qu'une faillite de la Grèce risquerait de faire vite tache d'huile : « L'Allemagne était dans doute initialement dérangée par l'idée de punir le mauvais élève. Mais elle doit faire attention au ris-

que de contagion. A mesure que la crise grecque se prolonge et s'accroît, d'autres pays se trouvent attaqués à leur tour : le Portugal aujourd'hui, demain l'Espagne et l'Irlande. Après-demain, ce peut même être le tour de l'Italie », prévoit l'économiste Antoine Brunet, président d'AB Marchés. Pour M. Santi, l'Espagne est « le prochain gros domino, car une "configuration astrale" très défavorable s'y met en place, avec un déficit budgétaire de 11,4 % du PIB, un endettement global public et privé de 300 % du PIB – nettement plus grave qu'en Grèce, un chômage également plus important, à 20 % (4,5 millions de chômeurs) et, surtout, un système bancaire excessivement fragilisé ! »

« Les analystes tendent à enfermer la Grèce dans une alternative », souligne M. Brunet. Ou bien respecter ses engagements et « faire du thachérisme » en s'exposant à l'explosion sociale. Ou bien échouer, voire renoncer, et prêter le flanc « à des taux d'intérêt durablement extrêmes et à une crise financière patente. Mais une troisième option risque en réalité de tenter les autorités grecques : sortir de la zone euro et rétablir une drachme très sous-évaluée contre l'euro et contre les monnaies méditerranéennes. Cela lui redonnerait de la compétitivité – en particulier dans le secteur du tourisme – et stimulerait donc sa croissance, même si la Grèce serait alors obligée de renégocier une dette extérieure qui, exprimée en drachmes, serait encore plus insupportable », analyse M. Brunet. Cette hypothèse est généralement écartée par les experts, qui la jugent impossible. Mais la crise argentine n'avait pas non plus prévenu : le lien fixe entre le peso argentin et le dollar a pourtant été bel et bien abandonné quand l'Argentine a estimé que « c'était encore la moins mauvaise solution pour elle », explique M. Brunet.

Pour éviter une déflagration majeure et son extension rapide, les Européens pourraient donc avoir à intervenir, sauf à imaginer que le FMI ne sauve seul un État membre de l'Union! ►►►

Du « miracle » au « maillon faible » : la Grèce s'est enferrée dans un modèle peu compétitif

Athènes
Correspondance

Le dessin montre un Grec assis sur une colonne brisée, pliant sous le poids d'un fronton antique. Il tend une sébile à Marianne et à ses équivalents allemand et britannique. La caricature pourrait rendre compte des déboires grecs actuels – sauf qu'elle a été publiée en Allemagne au moment de l'entrée de la Grèce dans la Communauté européenne, le 1^{er} janvier 1981. Voulu par Athènes, et consentie par les Européens pour des raisons politiques, l'intégration visait à affermir le retour à la démocratie après la chute de la dictature des colonels (1967-1974).

À l'époque essentiellement agricole (20 % du produit intérieur brut, PIB), sans État-providence ni grandes industries, le pays allait peiner à s'adapter aux règles du club européen. Arrivé au pouvoir l'année de l'adhésion, Andreas Papandréou, père de l'actuel premier ministre socialiste, menaçait longtemps d'en sortir. Il opta ensuite pour une redistribution de l'aide européenne massive (8,5 % du budget en 1985, 10,2 % en 1990) sous forme de pouvoir d'achat. Mais à la fin de son mandat, au début des années 1990, le chômage et l'inflation ont atteint

deux chiffres et, en 1993, le pays est entré en récession.

Entre l'enfant terrible de l'époque et le « maillon faible » d'aujourd'hui, la Grèce a pourtant aussi connu son « miracle économique », matérialisé par l'introduction de l'euro en 2001. La convergence s'est accélérée, après une sévère cure d'austérité, et non sans un certain maquillage comptable. La Grèce a enregistré, ces dernières années, l'une des plus fortes croissances de l'Union européenne (UE). Son économie s'est recentrée sur les services (75 % du PIB aujourd'hui), ses banques se sont lancées à la conquête des Balkans. Grâce aux cofinancements de l'UE, Athènes a construit métro et autoroutes et organisé avec succès les Jeux olympiques de 2004. Ils ont creusé la dette, mais redonné souffle

Pour en savoir plus

En librairie
Contre la courte vue, entretiens sur le grand krach, de Tommaso Padoa-Schioppa avec Bèda Romano, éditions Odile Jacob, octobre 2009, 204 pages, 21 euros.

Sur le Web
« L'UE a-t-elle le droit de renflouer la Grèce ? », par Pieter Clep-

pe, 29 janvier 2010, sur le site Telos-eu.com

au tourisme et tissé des liens avec la Chine. Les armateurs grecs, à la tête de la première flotte mondiale, transportaient à prix d'or les marchandises chinoises. En 2008, le tourisme et le commerce maritime ont rapporté respectivement 19 milliards et 11,6 milliards d'euros à la balance des services

Exportations faibles

« Le problème, c'est qu'on ne trouve toujours pas d'huile d'olive grecque dans les supermarchés madrilènes », tempère Angelos Tsakanikas, de la Fondation Iobé, think tank patronal. Seuls 20 % de la production nationale, pour l'essentiel agroalimentaire et matériaux de construction, sont exportés. Le développement du pays, qui ne pèse que 3 % du PIB de la zone euro, a surtout été impulsé par les investissements publics et

« Risques souverains en zone euro : une hiérarchie des pays à surveiller », par Olivier Bizimana et Bénédicte Kuklia, Eco News du 27 janvier 2010, sur le site Etudes-economiques.credit-agricole.com

la demande intérieure. Outre les fonds européens, l'arrivée de l'euro, qui a fait brutalement chuter les taux d'intérêt, a incité les banques à prêter à tout vent. La consommation et le bâtiment ont explosé, et le pays s'en est contenté. Le déficit de la balance des paiements courants, à plus de 10 % du PIB, atteste du défaut de compétitivité de l'économie hellénique.

La Grèce a reculé à la 71^e place du classement du Forum économique mondial en la matière, alors qu'il occupait la 41^e place en 1999. Le secteur, pourtant promoteur, des énergies renouvelables (solaire et éolien) reste en friche. Le jeu de la concurrence demeure faussé, que ce soit par l'absence de contrôle public face aux cartels, ou par son excès, quand il s'exerce en faveur des corporations surprotégées. L'inflation reste forte, (2,1 % en 2009), malgré le recul de 1,2 % du PIB, et le chômage devrait atteindre 10 % en 2010.

Estimée à 30 % du PIB, l'économie immergée joue certes le rôle d'amortisseur, mais c'est aux dépens des finances publiques. Pour les déclineurs économiques et politiques, la crise pourrait, du coup, être l'occasion d'en finir avec un modèle de surconsommation devenu caduc. ■

Catherine Georgoutsos

Questions-réponses Règles

1 Comment les économistes jugent-ils qu'une monnaie est sous-évaluée ou surévaluée ?

La méthode la plus simple est de partir du panier de la ménagère, selon la méthode dite des « parités de pouvoir d'achat » : combien de biens et services on peut acheter pour une quantité donnée de monnaie dans un pays comparé à un autre. D'autres méthodes existent, dites du « taux de change d'équilibre fondamental » ou « comportemental », analysant les variables-clés des économies de chaque pays (position extérieure nette, productivité, rapport des prix à l'exportation aux prix à l'importation, écarts d'inflation, de taux d'intérêt, de balances des paiements...). L'idée est que la valeur de la monnaie doit varier pour rééquilibrer les économies.

2 Quelles sont les caractéristiques du « fédéralisme fiscal » allemand ?

Quelque 25 % des recettes de TVA (collectées par les Länder) sont mises en commun et redistribuées pour que les recettes fiscales par habitant atteignent la moyenne nationale. L'État fédéral peut compléter. Une procédure d'urgence est prévue en cas de difficultés financières aggravées.

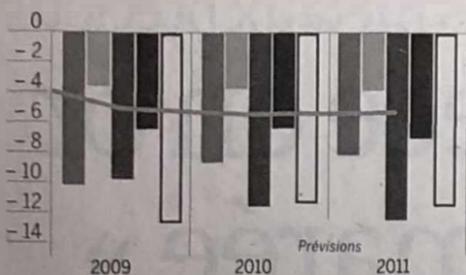
3 Que donnerait sa transposition à la zone euro ?

Dans une note du mardi 2 février, les économistes de Natixis Sylvain Broyer et Costa Brunner ont étudié la transposition de ces règles aux États de la zone euro, où la moyenne des recettes fiscales est de 7 145 euros par habitant. Sept pays se situent en dessous : Chypre, l'Espagne, la Grèce, la Slovaquie, Malte, le Portugal et la République tchèque. Dans ce schéma, 5 130 euros par habitant seraient reversés au budget slovaque, 3 300 euros au maltais et au portugais, un peu moins de 3 000 euros au slovène ainsi qu'au grec, 2 100 euros à l'espagnol et 341 euros au chypriote. Le Luxembourg apporterait 13 000 euros de taxes par habitant, la Finlande 3 500 euros, la France 940 euros, les Italiens deux fois moins, « les Allemands neuf fois moins car l'Est du pays est toujours très pauvre... »

Ce transfert totaliserait 200 milliards d'euros. Un quart des recettes de TVA de la zone euro – dont il faudrait harmoniser les taux – représente 150 milliards. Pour les 50 milliards manquants, « il faudrait soit un gouvernement économique, soit que le budget annuel de l'Union européenne soit augmenté de 45 % », écrivent-ils. ■

► SOLDE BUDGÉTAIRE STRUCTUREL

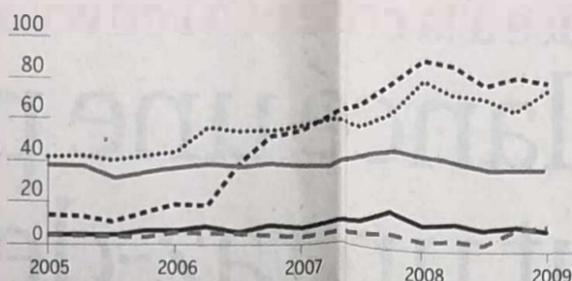
en % du PIB
■ Espagne ■ Italie ■ Irlande ■ Portugal
□ Grèce — Moyenne zone euro



SOURCES : COMMISSION EUROPÉENNE, CALCULS CRÉDIT AGRICOLE

► MONTANT DES DETTES PUBLIQUE ET PRIVÉE GRECQUES DÉTENUES PAR LES BANQUES, en milliards de dollars

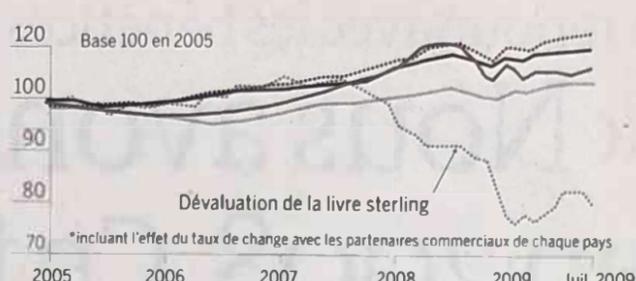
--- France Suisse — Allemagne — Royaume-Uni
— Etats-Unis



SOURCES : BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX, GS

► LE COÛT DU TRAVAIL EN COMPARAISON INTERNATIONALE*

en millions de bénéficiaires
— Espagne — Irlande — Grèce Italie Royaume-Uni



SOURCES : FMI, STANDARD & POOR'S



Le ministre grec des finances, Georges Papaconstantinou. Mercredi 3 février, Bruxelles a décidé de placer la Grèce sous étroite surveillance. Le pays doit ramener son déficit public en deçà de 3% du PIB en 2012, contre 12,7% en 2009. JOHN KOLESIDIS/REUTERS

►►► Ils pourraient par exemple garantir la dette des pays attaqués. Certes, Berlin a longtemps traité avec morgue les pays du Sud ou l'Irlande, les jugeant seuls bénéficiaires de l'euro car ils émettaient de la dette à faible taux grâce à leur arri-mage à la crédibilité germanique. Mais l'Allemagne bénéficie aussi de forts excédents commerciaux au sein de la zone, où la France, l'Italie ou l'Espagne ont perdu toute capacité de déprécier leurs monnaies, contrairement au Royaume-Uni, qui a accéléré en 2009 la chute de la livre sterling afin d'amortir le choc de la crise : la Banque d'Angleterre a notamment créé de la monnaie pour acheter de la dette publique. En revanche, la compétitivité

des « PIGS » a beaucoup souffert de la surévaluation de l'euro : même atteint par la crise grecque, il se négocie encore bien au-dessus de sa « valeur d'équilibre » de 1,15 à 1,20 dollar calculée par les économistes. Poussant l'euro à la hausse, la BCE a continué à augmenter ses taux d'intérêt directeurs jusqu'en juillet 2008 et a attendu le 8 octobre de la même année, trois semaines après la faillite de Lehman Brothers, pour entamer un mouvement de baisse, qu'elle n'a pas poursuivi aussi loin que ses homologues britannique, japonaise, américaine ou suisse. Les Etats européens ont, de leur côté, abandonné de facto la politique de change à la BCE depuis 2000, même si le traité

de Maastricht prévoit qu'ils en fixent les objectifs. Mais, trop divisés sur ceux-ci, ils ont délégué à la BCE les décisions d'intervention sur le marché. De même, les Etats ont échoué à se mettre d'accord sur un plan de relance commun ou sur la création d'une agence européenne de la dette publique, qui auraient été les prémices d'une solidarité budgétaire. Dans une note, publiée mardi 2 février, intitulée « Que coûterait le fédéralisme fiscal à la zone euro? », les économistes de Natixis, Sylvain Broyer et Costa Brunner, rappellent que « prise dans son ensemble, la zone euro ne souffre pas de déficit d'épargne » : la crise de la dette grecque n'aurait pas eu

lieu si un mécanisme de péréquation fiscale avait existé. Ils proposent de transposer aux Etats de la zone euro le modèle de solidarité existant entre les régions allemandes, soit un transfert équivalent à 2,1% du PIB de la zone (soit 200 milliards d'euros). « Deux conditions sont nécessaires : l'harmonisation des taux d'imposition et la déclaration politique d'égalité des niveaux de vie au sein de l'Union économique et monétaire. Les bénéfices sont potentiellement immenses (taux d'intérêt similaires, croissance potentielle plus forte, convergence des prix) », écrivent-ils. Il faut espérer qu'ils seront entendus. ■

Adrien de Tricornot et Marie de Vergès

« Les opérateurs sanctionnent tous les émetteurs présentant une même vulnérabilité »

Anton Brender, directeur des études économiques de Dexia Asset Management

Par quels mécanismes une crise financière peut-elle se transmettre d'une économie à une autre ?

Un premier mécanisme tient à la réaction des opérateurs financiers lorsque leur attitude face à un risque donné est remise en cause. Le fait, par exemple, qu'un pays fasse défaut rappelle à ceux qui l'ont oublié – et les marchés l'oublie régulièrement – que le défaut est possible. Tous les pays dont la situation ressemble à celle du pays en question vont alors voir leur « prime de risque » réévaluée, comme l'illustre la crise monétaire européenne de 1992-1993.

Avant juin 1992, les marchés étaient persuadés que l'Union monétaire européenne allait se faire, et les écarts entre les taux à long terme des différents pays s'étaient rapprochés. Vient le vote du Danemark qui, contrairement à toute attente, refuse en juin 1992 de ratifier le traité de Maastricht ; les chances de voir se faire l'Union monétaire sont alors brutalement réévaluées. Si le premier à voter a dit non, pourquoi les suivants ne feraient-ils pas de même ?

Les taux obligataires vont se mettre à diverger et les parités de change qui devaient rester fixes à exploser les unes après les autres... Le Royaume-Uni laissera sa monnaie dévaluer le premier. Mais s'il l'a fait, pourquoi les autres ne le feraient-ils pas aussi ? Seule une intervention musclée de la France, aidée par l'Allemagne, sur le marché des changes parviendra finalement à arrêter le processus.

Un deuxième mode de propagation, plus mécanique que psychologique celui-là, joue lorsque des opérateurs financiers affectés par un choc réagissent en réduisant leur prise de risque. Le krach obligataire qui se produit aux Etats-Unis en 1994 en donne un bon exemple. Des investisseurs américains intervenaient massivement en Europe en empruntant sur le marché monétaire pour acheter les obligations émises par nos Etats. Les pertes provoquées par la hausse des taux obligataires américains les ont obligés à couper leurs positions en Europe : ils ont vendu les obligations qu'ils détenaient, et les taux obligataires européens ont monté à leur tour.

A-t-on alors raison de parler de « contagion » ?

« Contagion » est un terme relativement ambigu. L'analogie avec la médecine est un peu trompeuse. Il n'y a pas un virus qui se transmet d'un pays à l'autre : la « contagion » passe toujours par le comportement des opérateurs financiers. Et c'est moins la proximité géographique que la similitude des situations qui la provoque.

Bien sûr, des pays proches géographiquement peuvent se ressembler sur le plan économique. Mais si un Etat – ou une entrepri-



DR

se – a des difficultés, l'attention est attirée sur tous les émetteurs qui ont un « profil » semblable. Ainsi, en 1998, lorsque l'Etat russe a décidé de ne pas payer sa dette domestique, les primes de risque sur la dette coréenne ou brésilienne – des pays géographiquement éloignés, mais tous émergents – ont explosé.

La spéculation joue-t-elle aussi un rôle ?

Bien sûr. Des opérateurs vont souvent anticiper le jeu de ces mécanismes de propagation. Ce faisant, ils vont accélérer cette propagation, voire l'amplifier.

Peut-on imaginer qu'une crise touche une zone géographique entière de manière indiscriminée ?

C'est rare. Les opérateurs ont des grilles d'analyse certes sommaires, mais qui distinguent différents types de fragilités. Lorsqu'une crise se propage, tous les émetteurs qui présentent les mêmes vulnérabilités sont affectés. C'est exactement comme lorsque l'on découpe suivant des pointillés : la déchirure suit une ligne déjà tracée.

Les pressions « indiscriminées » ne se manifestent que dans un contexte où l'aversion au risque est devenue extrême et où les preneurs de risque doivent couper massivement leurs positions. Dans ce cas, toutes les primes de risque vont être révisées à la hausse, quelle que soit la classe de risque. C'est ce qui s'est passé lors de la crise que nous venons de traverser. Mais c'est – heureusement ! – exceptionnel. ■

Propos recueillis par Sébastien Dumoulin

Parcours

2009 Anton Brender, directeur des études économiques de Dexia Asset Management, publie avec Florence Pisanì *La Crise de la finance globalisée* (La Découverte, 126 pages, 9,50 euros). Il est aussi professeur associé à l'université Paris-Dauphine et membre du Cercle des économistes. 1992 Directeur des études économiques de la Compagnie parisienne de réescompte (CPR), puis président de CPR Gestion. 1990 Directeur du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII).

La chute du « Tigre celtique » risque de devenir un cas d'école de la déflation

LE MIRACLE économique irlandais est en lambeaux. Sa croissance économique avait eu des allures chinoises : une hausse de 9,4% du produit intérieur brut (PIB) en 2000, puis entre 4,4% et 6,5% les sept années suivantes. Plus dure a été la chute. La récession a frappé dès 2008 (-3%), elle a cogné en 2009 (-7,5%) et continuera en 2010 (-1,5% attendu). « L'éclatement de la bulle immobilière irlandaise, survenue avant la crise mondiale, explique que l'Irlande y soit entrée plus tôt et plus brutalement que le reste de l'Europe », explique Maxime Lemerle, économiste chez l'assureur-crédit Euler Hermes.

En deux ans, le taux de chômage a presque triplé (13,3% fin 2009, contre 4,6% fin 2007). Les finances publiques ont imposé : la dette publique pesait seulement 25,1% du PIB en 2007, mais 44,1% en 2008. Elle a dépassé les 60% en 2009, pourrait enjambrer les 80% en 2010 et s'approcher des 100%

en 2011, prévoient les économistes du Crédit agricole. La réaction du gouvernement a été de lancer une politique de rigueur radicale : baisse des salaires des fonctionnaires et des allocations sociales, hausse des impôts... qui n'empêcheront pas pour autant le déficit de dépasser 10% du PIB en 2010.

« L'Irlande va devenir un cas d'école de la déflation », met en garde l'économiste Antoine Brunet, président d'AB Marchés. La déflation est une spirale de baisse généralisée de tous les prix et des salaires dont il est particulièrement difficile d'extirper une économie. En Irlande, l'indice des prix hors alimentation et énergie recule depuis quinze mois de 2% en rythme annuel. Pour l'année 2009, la chute est même de 2,6% : quand l'Etat irlandais émet des emprunts à dix ans au taux de 4,8%, son coût de refinancement réel est donc de 7,4%, calcule M. Brunet. « Si les investisseurs refusent de saluer, par une baisse

du rendement à 10 ans, la politique thatchérienne entreprise par son gouvernement, l'Irlande va connaître une récession d'une intensité extrême », prévient-il.

Hautes technologies

L'Irlande avait d'abord bâti sa réussite sur l'envol de l'industrie des hautes technologies, en offrant des avantages fiscaux et un marché du travail flexible qui a attiré les multinationales, notamment américaines. Elles se sont faites plus rares à mesure que d'autres sites, dans le monde, leur offraient des possibilités de produire à moindre coût, tandis que le niveau des salaires augmentait en Irlande et que la force de l'euro la rendait moins compétitive.

En 2006, selon les dernières données d'Eurostat, la technologie comptait pour 29% des exportations irlandaises, contre 40,5% en 2000. En janvier 2009, le géant américain de l'informatique Dell – alors premier exportateur d'Irlande,

S. Du. et A. de T.