

La crise, acte IV : l'endettement public

Article rédigé par *François de Lacoste-Lareymondie*, le 12 février 2010

Le quatrième acte de la crise vient de s'ouvrir : c'est celui, annoncé, de l'endettement public. La crise de la Grèce, dont les banques sont elles-mêmes surendettées et qui frôle l'insolvabilité avec un déficit de près de 30 milliards (12,7 % du PIB), et une dette évaluée à 300 milliards d'euros, provoquera-t-elle une déstabilisation générale de la zone euro ?

Résumons les épisodes précédents. Au cours de l'été 2007, le monde découvre l'ampleur et la dispersion des mauvais crédits immobiliers américains (les *subprimes*), ainsi que la mauvaise qualité des bilans de bancaires excessivement chargés d'actifs surévalués ; le marché de la liquidité entre banques se ferme et les plus fragiles d'entre elles sont hâtivement sauvées par des opérations de reprise à l'encan [1].

Avec la faillite de Lehmann Brothers (15 septembre 2008) s'ouvre le deuxième acte, celui de la crise systémique que les États n'ont parée qu'en se portant garant de l'ensemble des établissements, en assumant eux-mêmes leur liquidité et donc en se chargeant, directement ou indirectement, de l'endettement global des acteurs [2].

S'en suit le début du réajustement économique (acte III), avec la purge des pertes latentes, la raréfaction du crédit, le ralentissement de l'activité et la montée générale du chômage. À la fin de l'année 2009, d'aucuns croyaient discerner déjà le bout du tunnel, notamment grâce aux programmes massifs de relance financés par d'énormes déficits budgétaires.

La prise de conscience du surendettement général

Il ne fallait cependant pas être grand clerc pour n'y voir qu'une simple rémission ; du moins si l'on se donnait la peine d'aller au fond des choses. Cette crise est la manifestation pathologique d'un excès inouï d'endettement de tous les acteurs : pas seulement des États et des administrations publiques, mais aussi des particuliers et des entreprises. Depuis des décennies, nos économies vivent à crédit, et avec des crédits dont une bonne part est sans contrepartie : déficit public finançant des dépenses de fonctionnement, ou des transferts sociaux, crédit à la consommation, etc. [3]. La seule question demeurerait de savoir à quel moment les États eux-mêmes, après s'être chargés du fardeau des acteurs privés pour les sauver de la faillite, allaient heurter le mur de la dette [4].

Ce moment est-il venu ? On a tout lieu de le penser, sans jouer les Cassandra à bon compte, même si le cours des événements dépend autant de facteurs structurels que d'impondérables inattendus. On ne peut guérir que si l'on se soigne, et l'on ne se soigne efficacement que si l'on a porté le bon diagnostic. Il aura fallu deux ans pour que les analystes commencent à admettre que le surendettement généralisé est bien la source de nos maux économiques actuels.

La Grèce : un cas limite, et un test

Le quatrième acte s'ouvre donc avec la crise grecque. Pourtant l'État grec n'a pas été le plus impliqué, loin s'en faut, dans les mesures de sauvetage prises par les Occidentaux ; mais c'est l'un des plus fragiles. Les raisons en sont connues. D'un côté certes, le taux de chômage se situe dans la moyenne européenne (10%) ; la dette publique, à 113% du PIB, est proportionnellement supérieure à celle de ses voisins, mais pas de façon démesurée [5] ; le déficit du budget de l'État (12,5% du PIB) est comparable à celui de la France ou de l'Espagne.

Mais de l'autre, les faiblesses grecques sont anciennes, profondes et structurelles : le pays est miné depuis longtemps par la fraude et la corruption, d'où il résulte qu'il n'a en réalité aucune capacité d'accroissement de ses recettes fiscales (à la différence de l'Irlande par exemple) ; son économie, peu développée et centrée sur le tourisme et les apports externes, demeure très vulnérable et n'a pas de marge propre de croissance ; elle est en outre paralysée par l'ampleur et la généralité des transferts sociaux et des aides distribuées tous azimuts, ainsi que par une administration inefficace ; enfin, et ce n'est pas le moins inquiétant, le pays s'avère fragile politiquement et socialement comme en témoignent les récentes manifestations contre l'austérité. La goutte d'eau qui a fait déborder le vase est celle de la défiance générale envers un pays qui a trop souvent et trop longtemps triché ; petit pays sur lequel il est tentant de faire un exemple, précisément pour toutes ces raisons.

Cela fait plus d'un an que l'État grec emprunte à des taux nettement supérieurs à ceux de la France ou de l'Allemagne. Mais la spirale dangereuse s'est amorcée à l'automne dernier : en trois mois le taux de ses emprunts est passé de 4,5% environ à 7% ; encore que, à ce niveau, les prêteurs ne rechignaient pas tant ils sont à la recherche de rendements élevés. Cette brutale accélération s'est accompagnée d'une série de signaux négatifs : dégradations successives de la note de l'État grec par les agences spécialisées [6], rappel européen des exigences du traité de Maastricht, plan de rigueur critiqué pour son insuffisance tant il est vrai

que la division du déficit actuel par quatre en trois ans est irréaliste avec les seuls moyens annoncés, mise sous surveillance renforcée, déclarations contradictoires et vindicatives à son encontre.

Derrière elle, la Grèce entraîne les autres pays méditerranéens : l'Espagne dont le déficit budgétaire est aussi grand (même si le stock de dettes publiques est sensiblement moins élevé) mais qui souffre d'une récession très violente en raison de l'implosion brutale de la bulle immobilière sur laquelle sa croissance antérieure s'était en partie fondée, avec pour conséquence un taux de chômage record dans un pays européen (il approche 20%) ; et le Portugal qui n'a même pas réussi à placer la totalité de sa dernière émission, pourtant limitée (sur une offre de 500 millions d'euros, 300 seulement ont trouvé preneur). D'où la chute de l'euro dont le cours est rapidement revenu de 1,5 USD en novembre aux alentours de 1,35 USD ; et une question sur l'avenir de la monnaie unique elle-même.

L'Europe ou la mort ?

L'Europe ne peut pas laisser tomber la Grèce et ne le fera pas.

Pourquoi ne pas recourir au FMI dont les équipes expérimentées savent traiter de telles situations, avec efficacité sinon sans douleur, et qui dispose de 1 000 milliards de dollars de réserves pour accorder des prêts d'ajustement en substitution des marchés défaillants ? Bien des Européens, notamment parmi les petits pays ou ceux qui ont dû passer sous les fourches caudines de cette institution, ne se sont pas privés de le déclarer ; en dernier lieu cette semaine, le Premier ministre belge lui-même, peu enclin à ouvrir sa bourse pour la Grèce alors que son propre pays est en grande difficulté. Ils ne se sont pas privés d'évoquer les précédents survenus au cours des deux dernières années : Lettonie, Hongrie, Roumanie, trois pays membres de l'Union européenne [7]. Oui, mais ces trois pays ne faisaient précisément pas partie de la zone euro et pouvaient donc recourir à certains remèdes préconisés par le FMI sans enfreindre les traités (dévaluation, rachats de dette).

À la vérité, ce serait l'aveu d'une faiblesse majeure et d'une incapacité de l'Europe à se gouverner, ce qui sonnerait sans doute le glas de l'euro : le recours au FMI est donc politiquement inacceptable en dépit des faiblesses intrinsèques de la construction monétaire. De ces faiblesses, c'est-à-dire la déconnection entre la monnaie et le pouvoir politique, la déconnection entre de l'union monétaire et la politique économique d'ensemble, la vision monétariste qui fonde la politique de la BCE, tout le monde a conscience ; et en premier lieu les spéculateurs. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle ils parient contre la Grèce, non sans moyens pour gagner tant les masses de manœuvre qu'ils peuvent engager dépassent toute capacité de résistance [8] : en témoigne l'envolée du prix des CDS relatifs à la dette grecque, ces produits financiers construits comme des assurances sur le défaut d'un émetteur, mais qui peuvent être aussi utilisés, non plus en instrument de couverture mais en levier d'accélération s'ils sont achetés ou vendus indépendamment du sous-jacent.

En pratique la victoire de la spéculation se déroulerait de la façon suivante : une envolée des taux telle qu'elle rendrait impossible le service de sa dette par l'État grec ou qui le contraindrait à renoncer d'émettre, par conséquent cessation des paiements qui rendrait inéluctable une dévaluation, et avec elle *de facto* une sortie de la zone euro. Cette première chute serait probablement suivie de celle du Portugal et de l'Espagne, les mêmes causes produisant les mêmes effets. N'imaginons pas que l'on s'arrêterait là : que dire ensuite de la Belgique, de l'Italie, voire de la France ?... La question de savoir si on était pour ou contre l'euro au moment de la ratification du traité de Maastricht est aujourd'hui dépassée et inopérante : la réalité s'impose, aussi dure soit-elle. Les conséquences économiques seraient désastreuses pour tous en terme d'austérité imposée par les marchés, tandis que la perte d'autonomie économique et financière des États européens dépasserait très largement leur apparent regain de souveraineté.

Peu importe le contenu de traités quand nécessité fait loi

Donc les Européens sauveront la Grèce, et n'y mettront que le minimum de formes, en lui accordant les crédits nécessaires ; quitte à lui imposer en contrepartie des mesures au moins aussi sévères que la pharmacopée du FMI. Leur problème ne sera pas juridique (on saura tourner l'interdiction posée par les traités), mais technique, financier et politique.

L'article 123 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne interdit à la BCE et aux banques centrales des États membres d'accorder tout type de crédit aux institutions publiques et d'acquiescer directement auprès d'elles des instruments de leur dette. Qu'à cela ne tienne : depuis un an et demi, au titre des mesures non-conventionnelles de politique monétaire, on a mis en place des mécanismes de rachat indirect qui ont porté sur des centaines de milliards d'euros. L'article 122 du même traité ne permet d'accorder des aides directes à un État membre que si celui-ci connaît des difficultés ou une menace sérieuse de difficultés graves dans son approvisionnement ou dans le domaine de l'énergie, ou en raison de catastrophes naturelles ou d'événements exceptionnels échappant à son contrôle : l'expression circonstances exceptionnelles, quoique destinée à un autre usage et en dépit du fait que la Grèce est l'auteur de ses propres maux, fournira le point d'appui juridique voulu [9].

La difficulté technique provient de l'absence de savoir-faire de l'Union européenne, notamment la Commission, en la matière : à tel point, et le communiqué du sommet informel réuni ce jeudi 11 février le concède, qu'il lui faudra recourir aux experts du FMI pour juger des mesures proposées par le gouvernement grec et en assurer le suivi.

L'obstacle financier est sérieux. Si le traité interdit les prêts directs de l'Europe à un État membre, on procédera par voie de prêts bilatéraux consentis sur base intergouvernementale. Mais où trouver les 30 à 40 milliards d'euros correspondant aux besoins actuellement estimés de l'État grec alors que ni la BCE ni les autres États n'ont les réserves correspondantes ? Sans parler du surcroît d'endettement qui pèsera ensuite sur les prêteurs déjà mal en point et qui, eux-mêmes, n'en peuvent plus : encore un transfert de dettes !

Quant à l'aspect politique, il comporte un enjeu considérable dans la mesure où le traitement imposé à la Grèce servira de précédent. Il est évident que, pour surmonter les profondes réticences de ceux qui, plus vertueux, ne veulent pas payer l'ardoise des fautifs, et pour se dédouaner de toute complaisance, on lui imposera des remèdes de cheval, fût-ce au risque d'y déclencher une explosion sociale. Ce pas franchi, malheur à ceux qui suivront. Car après la Grèce il sera impossible de ne pas traiter de la même façon les autres États surendettés sans se décrédibiliser, fussent-ils de gros morceaux comme l'Espagne, l'Italie et la France, s'ils ne font pas eux-mêmes leur propre ménage.

Ce qui nous ramène à la question initiale : comment sortir du surendettement généralisé, seule issue durable et réelle à la crise ? Et comment le faire sans attendre l'accident majeur ? Mieux vaudrait se saisir du problème à bras le corps tant qu'il est encore temps. Plus on tardera, plus le coût politique, social et humain, de la remise en ordre sera élevé.

[1] Cf. François de Lacoste Lareymondie, [La crise financière : simple coup de tabac ou avis de tempête ?](#) 31 août 2007, mis à jour dans *Liberté politique* n° 41, juin 2008.

[2] Cf. François de Lacoste Lareymondie, [Crise financière : vertige au bord du gouffre](#), 19 septembre 2008

[3] Cf. François de Lacoste Lareymondie, Le nœud moral de la crise, *Liberté politique*, n° 45, juin 2009.

[4] Cf. François de Lacoste Lareymondie, [Les États et la crise devant le mur de la dette](#), 19 décembre 2008.

[5] La dette du secteur public japonais atteint près de 180% et l'endettement global du Japon dépasse les 300% du PIB, record absolu.

[6] Ces notes expriment la qualité d'une dette et la probabilité de son remboursement. Celle de l'État grec a été dégradée au niveau du simple A il y a déjà plus d'un an (la meilleure notes est AAA) ; une agence est même descendue au BBB (premier stade de la médiocrité) au mois de décembre. Les trois principales agences de notation sont américaines, deux totalement (Moody's et Standard & Poors), la troisième (Fitch) étant détenue par des capitaux européens. Leur perspicacité et la pertinence de leurs analyses ont été gravement prises en défaut dès le début de la crise et tout au long de son déroulement. Mais leur influence sur les marchés ne s'est pas réduite pour autant : les investisseurs du monde entier, à défaut de se livrer à leurs propres analyses de risque, continuent de fonder leurs décisions sur ces notes. Une note dégradée signifie donc, pour l'emprunteur, un coût plus élevé et une difficulté croissante à trouver des prêteurs.

[7] La purge a été très sévère : par exemple, deux ans de récession massive en Estonie dont le PIB a chuté de plus de 30%, avec une baisse générale équivalente des salaires.

[8] On se souvient qu'en 1992, Georges Soros, avec son hedge fund, a spéculé contre la livre sterling par milliards entiers et a gagné en la contraignant à sortir du SME et à dévaluer.

[9] Ces deux articles sont issus du traité de Maastricht et ont été incorporés ainsi dans les traités fondateurs par le traité de Lisbonne
