

Faut-il payer ses dettes?

By Jean Pisani-Ferry on 6th June 2011

A version of this column was published on Le Monde on 6th June 2011. Below you will find the French version of this Op-ed

Depuis des mois la controverse sur la restructuration des dettes souveraines fait rage entre ceux pour qui l'Etat grec doit continuer d'honorer sa signature, et ceux pour qui sa dette doit être partiellement annulée. Comme souvent en Europe, les déclarations se croisent et agitent les marchés. La confusion est grande. Essayons d'y voir clair.

Première question, la Grèce est-elle encore solvable ? C'est plus compliqué à dire que pour une entreprise, parce qu'un Etat souverain dispose du pouvoir de taxation. Pour se désendetter, il lui suffit en principe d'augmenter les impôts et de comprimer les dépenses. Ce pouvoir n'est cependant pas sans limites. Un Etat qui veut à tout prix honorer sa dette en vient à prélever nettement plus de recettes qu'il ne fournit de services et passé un certain seuil, cet écart devient socialement et politiquement insoutenable.

Parmi les pays avancés, aucun (sauf la Norvège, à cause du pétrole) n'a durablement dégagé un excédent des recettes sur les dépenses hors intérêts supérieur à 6 points de PIB. Or même si l'Etat grec parvient à stabiliser sa dette, ce sera à un niveau trop élevé (bientôt 150% du PIB) pour qu'il trouve des créanciers. Pour pouvoir à nouveau se financer sur le marché, il va lui falloir la réduire fortement ce qui implique, même dans une hypothèse optimiste, un excédent durablement supérieur à 8 points de PIB. C'est trop pour un pays démocratique, où la charge de l'impôt est en outre très mal répartie. L'insolvabilité est patente.

Deuxième question, est-il grave de ne pas rembourser ses dettes ? L'un des camps souligne que depuis des décennies aucun pays avancé ne s'y est risqué, et que tous bénéficient donc d'une réputation favorable. Qu'un membre de la zone euro s'engage dans cette voie, et tous seront suspects. Pour les tenants de cette thèse il faut, à tout prix ou presque, que les contrats soient respectés. L'autre camp veut au contraire que les créanciers qui ont poussé au surendettement soient punis de leur imprudence. Il faut que les prêteurs subissent des pertes pour qu'à l'avenir ils tarifient le risque souverain à son juste prix – autrement dit fassent payer aux Etats aventureux des taux d'intérêt élevés.

Les deux arguments sont valides, mais force est de constater que les Etats qui ont restructuré leurs dettes ne s'en sont pas mal trouvés. Loin d'être bannis des marchés, ils ont en général rapidement regagné leur confiance : les investisseurs préfèrent un pêcheur redevenu solvable à un parangon de vertu au bord de l'asphyxie. Il y a vingt ans la Pologne, qui avait négocié une réduction de dette, s'en est mieux sortie que la Hongrie, qui tenait à sa réputation. La réduction de dette n'est pas infamante.

Troisième question, un défaut grec serait-il une catastrophe financière ? Deux canaux sont en jeu, interne et externe. Tout d'abord, l'obligation d'Etat est pour les banques et les assurances l'actif de référence, facilement échangeable et qui permet de se procurer de la liquidité. Mettre en cause sa valeur serait donc sans aucun doute un ébranlement. La solvabilité et l'accès au refinancement du système bancaire grec, qui en détient de grandes quantités, seraient compromises. A l'extérieur, ensuite, d'autres banques européennes seraient atteintes. Et surtout, la contagion menacerait les autres Etats en situation fragile – Irlande, Portugal, Espagne, au moins.



L'affaire est donc sérieuse. Cela rend difficilement compréhensible l'attitude des banques centrales qui, au lieu de s'employer à trouver les moyens de minimiser les conséquences éventuelles d'un tel choc, agitent le spectre d'une réaction en chaîne et évoquent la faillite de Lehman Brothers, en septembre 2008. Elles menacent de punir toute restructuration en coupant l'accès des banques à la liquidité. Mais si la Grèce n'est pas solvable, ou bien l'Union prend ses dettes à sa charge, ou bien le risque demeurera à la manière d'une épée de Damoclès. A force de refuser une restructuration préparée et ordonnée, la zone euro se met à la merci d'un défaut chaotique.

L'Europe, pourtant, n'est pas forcée de choisir entre catastrophe et mutualisation des dettes. Le meilleur chemin – il est certainement étroit – est dans un premier temps de muscler le programme d'assistance financière à Athènes, tout en tentant d'obtenir des créanciers privés qu'ils ne se dégagent pas à bon compte [c'est ce qui se dessine]. Ce répit, cependant, ne doit pas seulement servir à repousser les échéances. Il devrait être mis à profit, d'une part, pour permettre aux autres Etats en difficulté de regagner ou consolider leur crédibilité financière, d'autre part pour préparer les conditions d'une restructuration ordonnée de la dette grecque. Gagner du temps, oui. Mais pour en faire quelque chose.