

LE POINT DE VUE D'AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

Grèce : il est urgent de ne rien faire

Les créanciers de l'Etat grec ont eu la semaine dernière une poussée de nervosité. Celle-ci ne vient pas de nulle part. Déficit public révisé à 12,7 %, croissance estimée à - 2 %... Les mauvaises nouvelles se sont accumulées à un rythme effréné depuis l'été. Résultat, la prime de risque exigée sur la dette souveraine grecque a augmenté en quelques mois de 3 % (300 points de base).

L'Europe est restée à distance jusqu'en janvier, se contentant d'un sermon occasionnel. Mais, depuis quelques semaines, une évidence semble s'être imposée dans le débat public comme dans les milieux politiques : il faut à tout prix empêcher la Grèce de faire défaut et la protéger du pessimisme des marchés. Des craintes de réactions en chaîne fondées sur des analogies trompeuses (crises de change, chute de Lehman) sous-tendent selon nous cette volonté d'agir dans l'urgence. De ce brouillard conceptuel découle un certain flou artistique dans les déclarations politiques.

Tout d'abord, certains craignent que les financiers ne rendent le refinancement de la dette publique trop coûteux en faisant pression à la hausse sur les taux d'intérêt, asphyxiant la Grèce par une sorte de prophétie autoréalisatrice perverse. Difficile de croire à cette hypothèse : le coût de la dette publique grecque demeure après tout plutôt raisonnable (moins de 7 % à horizon dix ans). Ce n'est donc pas ce surcoût qui, à lui seul, peut précipiter la faillite de l'Etat. On entend dire également que laisser la Grèce faire défaut pourrait provoquer une cascade de défaillances des Etats les plus

faibles de la zone. Mais les marchés savent faire la différence entre emprunteurs d'une union monétaire. Exactement comme une obligation Renault n'est pas une obligation Volkswagen, un bon du Trésor français n'est pas un bon du Trésor grec. Enfin, on craint que les difficultés grecques provoquent une glissade de l'euro et une fuite des capitaux. Or, la Grèce est trop petite pour que ses seuls fondamentaux affectent fortement l'euro. Si les perspectives de croissance de la zone sont surévaluées et que la Grèce déclenche un réajustement

doute, la prime des fameux « credit default swaps » a augmenté ces derniers jours. La situation n'exige donc pas que le contribuable éponge à nouveau les risques pris par les banques.

Si ses bienfaits sont incertains et limités, les coûts d'un soutien financier à l'Etat grec sont, eux, bien connus : c'est le fameux « aléa moral ». On ne donne pas aux Grecs les bonnes incitations à restructurer leurs dépenses et on ôte à leurs dirigeants le moyen d'imposer la réalité à leurs citoyens. Enfin, on envoie aux autres Etats membres

La situation n'exige pas que le contribuable éponge à nouveau les risques pris par les banques.

réaliste des anticipations, c'est une bonne chose, notamment pour nos entreprises exportatrices. Renflouer l'Etat grec ne rosira pas les fondamentaux économiques de la zone euro.

Une autre peur est celle d'une contagion au système bancaire européen. Certaines grandes banques, allemandes, grecques ou françaises, pourraient avoir dans leurs bilans une quantité importante de dette grecque. Un défaut grec entamerait leurs capitaux propres, ce qui pourrait engendrer un nouveau « credit crunch ». L'opacité persistante du système financier ne permet pas d'exclure cette hypothèse, mais la solution qu'elle appelle n'est pas d'émettre, une fois de plus, des garanties d'Etat. Les institutions financières peuvent s'assurer contre le défaut grec. Signe qu'elles le font sans

le message calamiteux que l'incurie paye. Au total, l'illusion d'une solidarité nécessaire entre dettes souveraines européennes ne résiste pas à l'analyse.

L'Etat grec n'est pas Lehman Brothers : ses difficultés ne sont pas contagieuses. Le bon point de comparaison, c'est plutôt la Californie. Celle-ci, faisant face l'année dernière à une crise financière sans précédent, n'a pas fait faillite. Elle a mis en œuvre des restrictions budgétaires très rigoureuses pour satisfaire ses créanciers. Sans que l'Etat fédéral américain lève le petit doigt.

**Augustin Landier est professeur de finance à la Toulouse School of Economics.
David Thesmar est professeur de finance à HEC.**