
LA CRISE GRECQUE

Leçons pour l'Europe

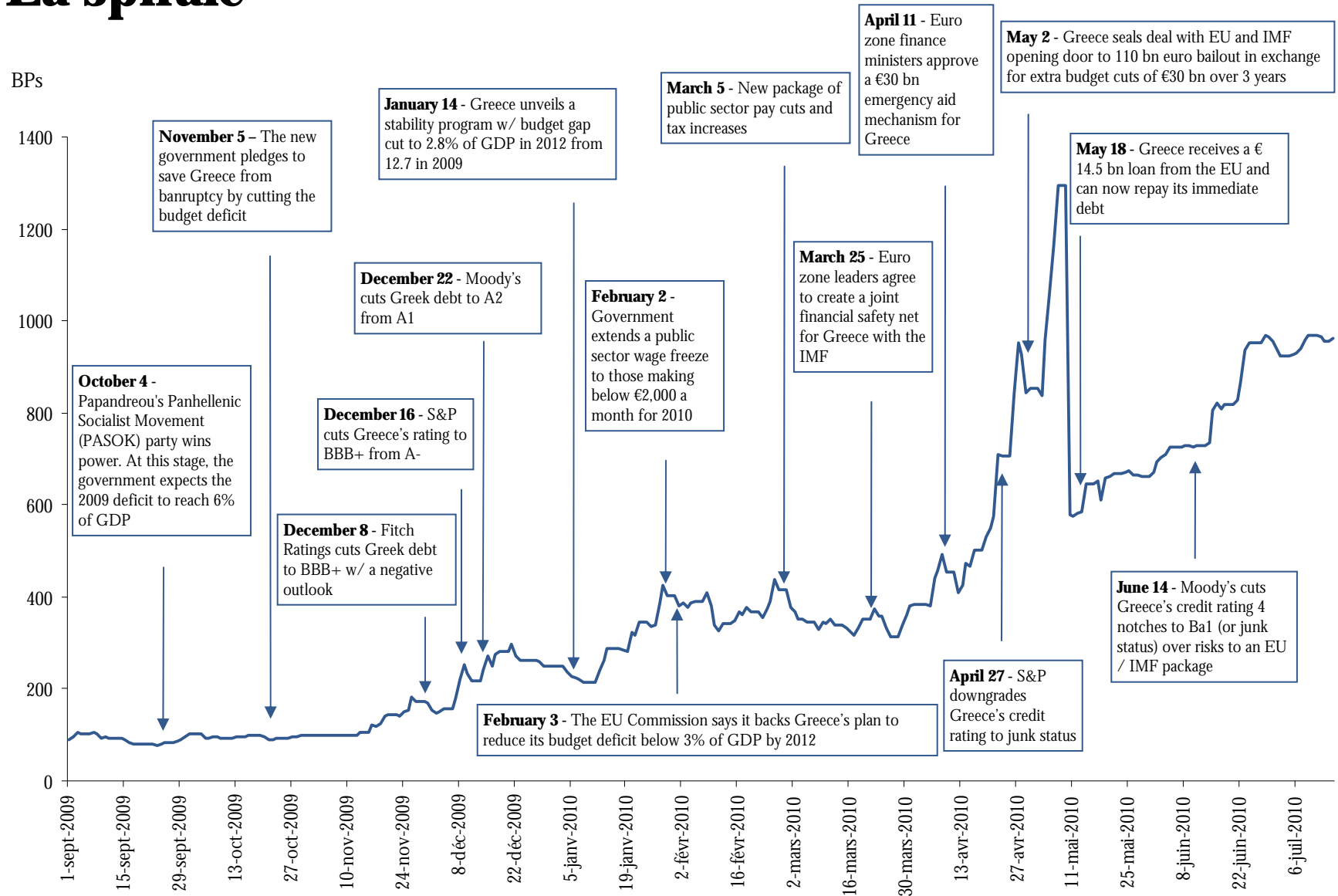
Introduction

- **La crise grecque est lourde de conséquences pour le devenir de l'euro**
- **Pour la Grèce elle-même, qui subit un plan d'ajustement budgétaire sans précédent, sans le bénéfice d'une dévaluation de la monnaie pour soutenir l'économie**
- **Pour les autres pays de la zone euro, qui ont interprété la crise comme le signal de la rigueur budgétaire, par une crainte soudaine des agences de notation**
- **Au-delà des effets conjoncturels:**
 - Comment interpréter le risque grec: problème de soutenabilité ou crise auto-réalisatrice?
 - Quel poids donner aux agences de la notation dans la conduite de la politique économique?
 - Quels sont les conséquences que l'on peut en tirer pour la zone euro?

Chronique de la crise (2009-2010)

- **Le 3 septembre 2009, le premier ministre Costas Caramanlis appelle des élections anticipées**
- **Le 4 octobre 2009, les élections sont gagnées par l'opposition conduite par George Papandreou**
- **Le 21 octobre 2009, le ministre des finances annonce une révision du déficit budgétaire. Contre les 3.7% attendus, il annonce un chiffre de 12.5%**
- **Ce chiffre sera révisé une deuxième fois, le 22 avril 2010, pour atteindre 13.6%.**

La spirale



La réponse européenne

- **Un premier plan de 30 milliards d'euros est annoncé le 11 avril 2010**
- **Le 2 mai, le Conseil européen vote un second plan de 110 milliards, assorti d'un programme de retour du déficit à 2.6% en 2014**
- **Le 4 mai, la bourse grecque perd -6.7% et -10% sur 4 jours**
- **Le 9 mai un plan européen de 750 milliards d'euros est voté**
- **Le 10 mai la bourse prend +9.5%**
- **Le 12 mai elle reperd ses gains**
- **Le 12 Mai, JL Zapatero annonce un plan de restrictions budgétaires de 15 milliards**

L'ajustement grec

- **La Grèce a choisi de ne pas faire défaut. Est-ce une solution tactique ?**
 - Certains analystes pensent que le risque de défaut sera plus fort, une fois le plan d'ajustement accompli (une revue de ces arguments est dans le texte du FMI signé par Paolo Mauro, 2010)
- **Les marchés sont divisés. Selon une note de JPM**
 - 60% de chance que la Grèce s'en sorte
 - 30% de chance que la Grèce n'atteigne pas ses objectifs malgré une bonne volonté (Dans ce scénario, probabilité de restructuration de 30%)
 - 10% de chance que le scénario chaotique se produise conduisant à une restructuration hostile
- **Que penser des précédents épisodes de consolidation?**

Données sur le plan d'ajustement

Scenario FMI

	2010	2011	2012	2013	2014
Real GDP Growth (% yoy)	-4.00%	-2.60%	1.10%	2.1%	2.1%
inflation (YOY)	1.90%	-0.40%	1%	1.00%	1.00%
Public deficit/GDP (%)	-8.1%	-7.6%	-6.5%	-4.8%	-2..6%
Primary Balance /GDP (%)	-2.40%	-0.90%	1.2%	0.7%	0.9%
Public Debt/GDP	133%	145%	149%	149%	144%

Retour sur épisodes précédents de consolidation budgétaire

■ Irlande 87-89

- Dette sur PIB de 107% à 92.5%
- Déficit structurel de -7% à -2.2%
- Dévaluation a précédé l'ajustement

IRELAND

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Real GDP Growth	-0.7	2.7	2.6	0.7	3.2	3.1	6	8.3	1.9	3.3
General government structural balance in percent of GDP	-10.1	-8.3	-9.5	-8.7	-7	-3.4	-2.2	-4.5	-2.7	-1.6
Primary Balance / GDP			-2.7	-1.5	0.8	2.8	4.2	2.1	2.6	2.8
Public Debt Stock / GDP	97.2	102.8	104.7	104.4	107	102.3	92.5	86.9	84.6	82.6
Exchange Rate (to US\$)	1.134996482	0.991502821	1.243502698	1.399501777	1.675490919	1.507499812	1.556299121	1.775505131	1.749811895	1.629407547

Retour sur épisodes précédents de consolidation budgétaire (suite)

■ Suède 94-98

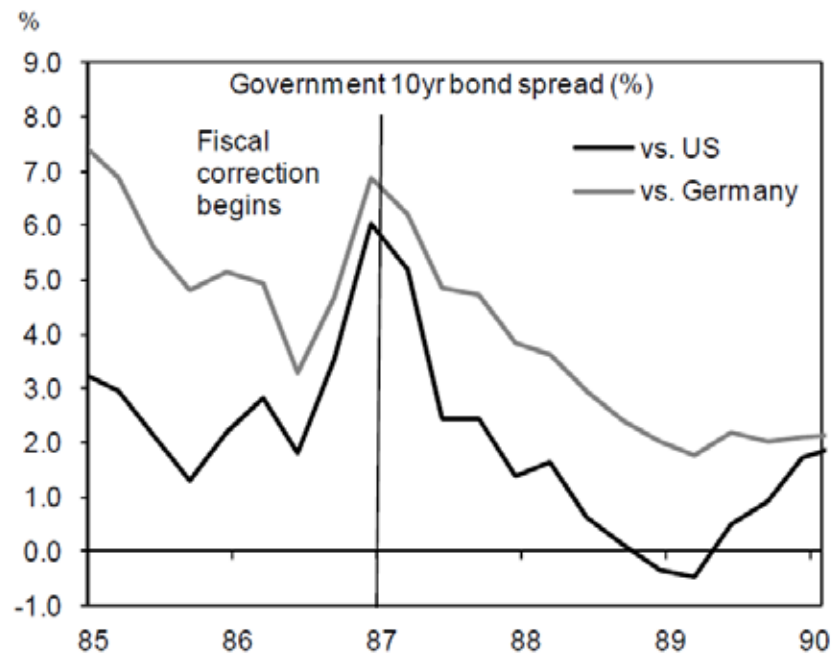
- Le balance budgétaire est passée d'un déficit structurel de -11.8% en 1994 à un surplus de 0.9% en 1998
- Dévaluation a précédé la crise

SWEDEN

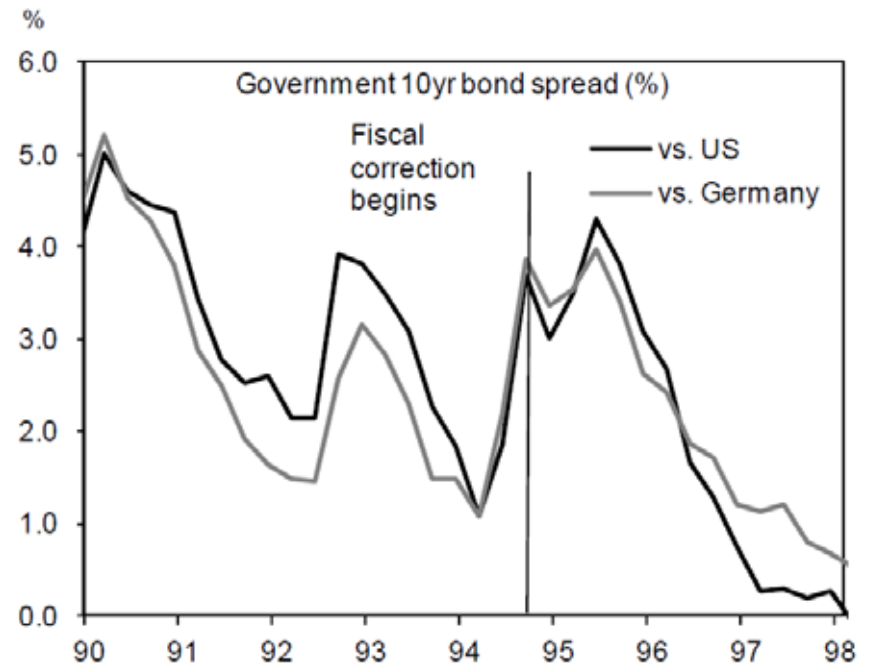
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Real GDP Growth	-1.1	-1.4	-2.2	4.1	3.7	1.1	2.1	3.6	4.5	3.6
General government structural balance in percent of potential GDP	-3.7	-5.7	-13.1	-11.8	-8.8	-4.9	-3.7	0.6	1.8	4.6
Deficit / GDP		-8.9	-11.2	-9.1	-7.3	-3.3	-1.6	0.9	0.8	3.6
Primary Balance / GDP		-4.0	-5.0	-4.6	-3.7	0.5	2.6	2.8	2.8	4.4
Interest Charge on Public Debt / GDP		0.4	0.9	1.7	2.4	2.8	3.0	2.6	2.5	2.1
Public Debt Stock / GDP		73.4	78.2	82.5	81.1	84.4	83.0	82.0	73.2	64.3
Exchange Rate (to US\$)	5.5295	7.043	8.3035	7.4615	6.6582	6.871	7.877	8.061	8.525	9.535

Retour sur épisodes précédents de consolidation budgétaire (suite)

IRELAND

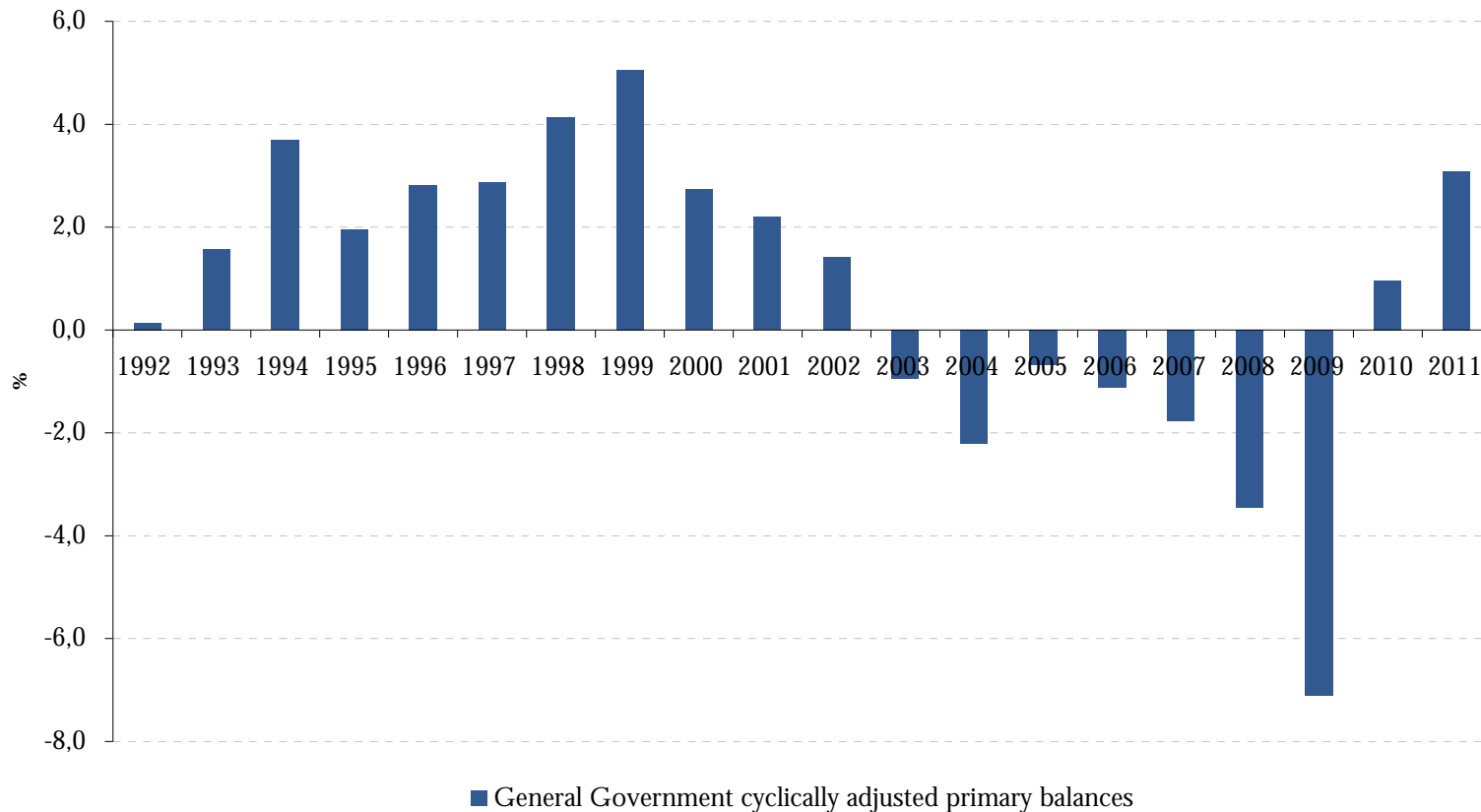


SUÈDE



Retour sur épisodes précédents de consolidation budgétaire (suite)

- **La Grèce a connu une longue période de discipline budgétaire entre 1992 et 2002**



Considérations théoriques (voir document pdf joint)

- **Quelle est la nature de la crise grecque?**
 - Une crise de solvabilité?
 - Une crise auto-réalisatrice?
- **Cohen and Villemot « Endogenous debt crises » analysent le lien entre ces deux types de crises**
- **Cohen et Portes « Towards a lender of last resort » analysent les enjeux de politique économique de cette distinction**

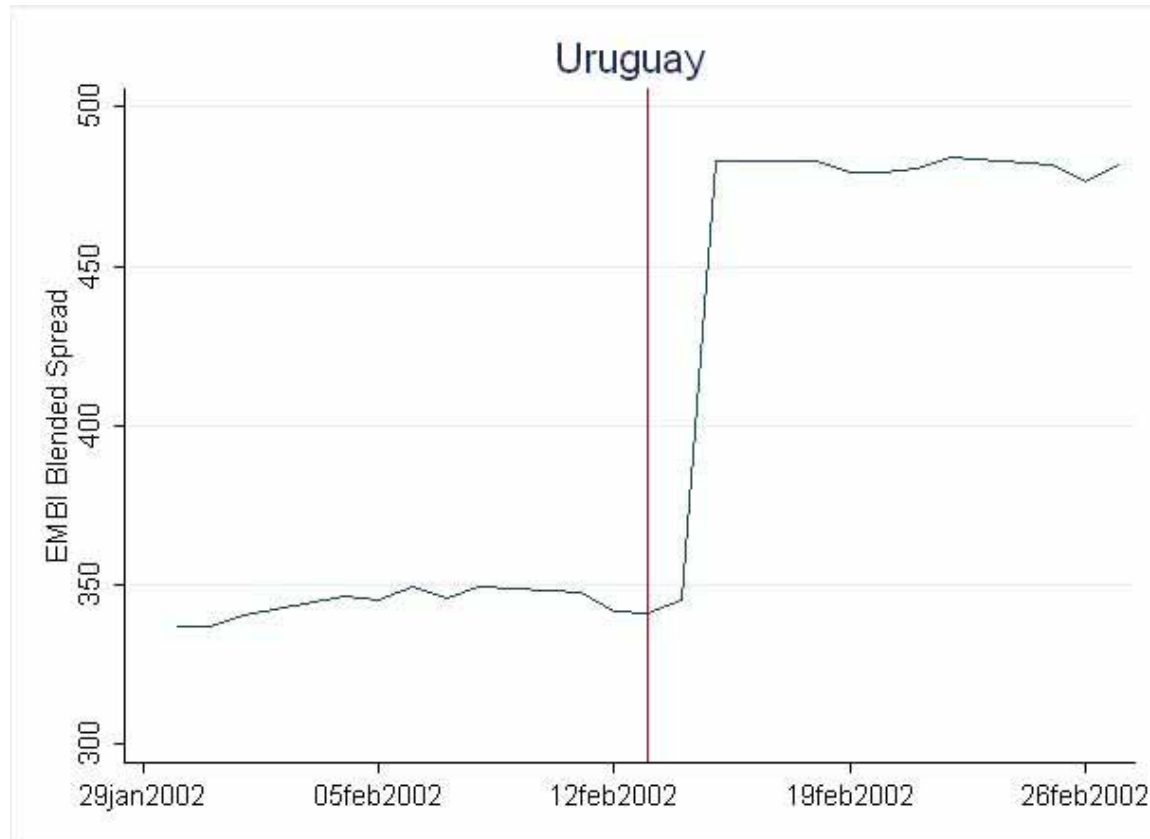
Conclusions théoriques

- **Les crises auto-réalisatrices reflètent l'inefficience (anticipée) de leur résolution**
- **La spirale est déclenchée par une hausse des primes de risque:**
 - Le service de la dette est la source du risque de défaut. En % du PIB, il passe de $i \cdot D/Q$ à $(i+p)D/Q$
 - Le risque est à proportion du produit $p \cdot D/Q$, risque « rationnel » (prophéties auto-réalisatrices) à partir d'un certain niveau de dette
 - Tous les pays à dette élevée sont susceptibles de tomber dans ce piège, même lorsque le taux sans risque est faible
- **Les pays soumis à une crise auto-réalisatrice peuvent souhaiter sortir de la « zone de danger », sans toutefois y parvenir nécessairement**
 - Lorsque les signaux du défaut sont imminents, les pays peuvent au contraire adopter une attitude Panglossienne, laissant « filer » la dette.

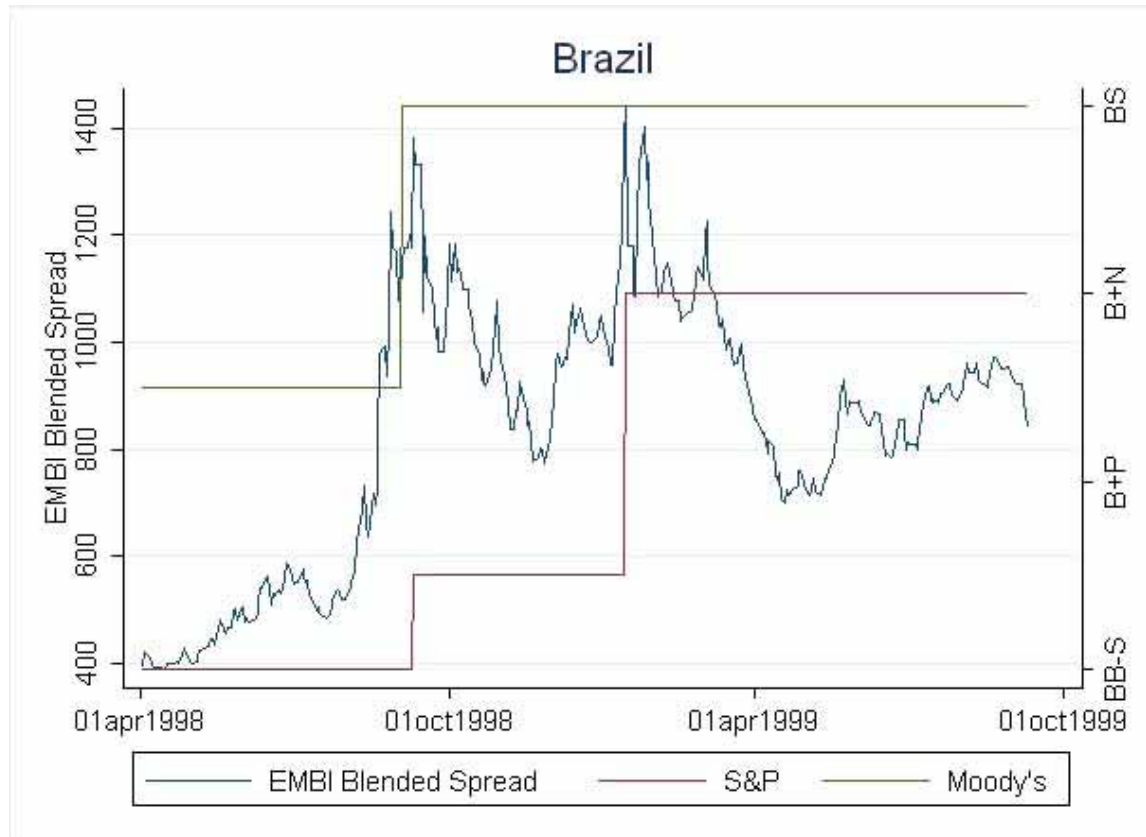
Réflexions sur les agences de notation

- **La crainte des agences de notation explique en grande partie le tournant de la rigueur en Europe et ailleurs**
- **Quel est leur rôle?**
 - Suivent-elles ou commandent-elles l'opinion des marchés?
- **Deux théories opposées: pour l'une elles agissent trop tard, pour l'autre elles participent à la crise.**
 - Elles sont procycliques: Kaminsky et Schmukler (2001); Ferri et Stiglitz (1999), Reisen et Malzan (1998)
 - Elles sont 'neutres', voire en retard: Reinhart (2002), Gaillard (2009)
 - Autant de cas que de théories

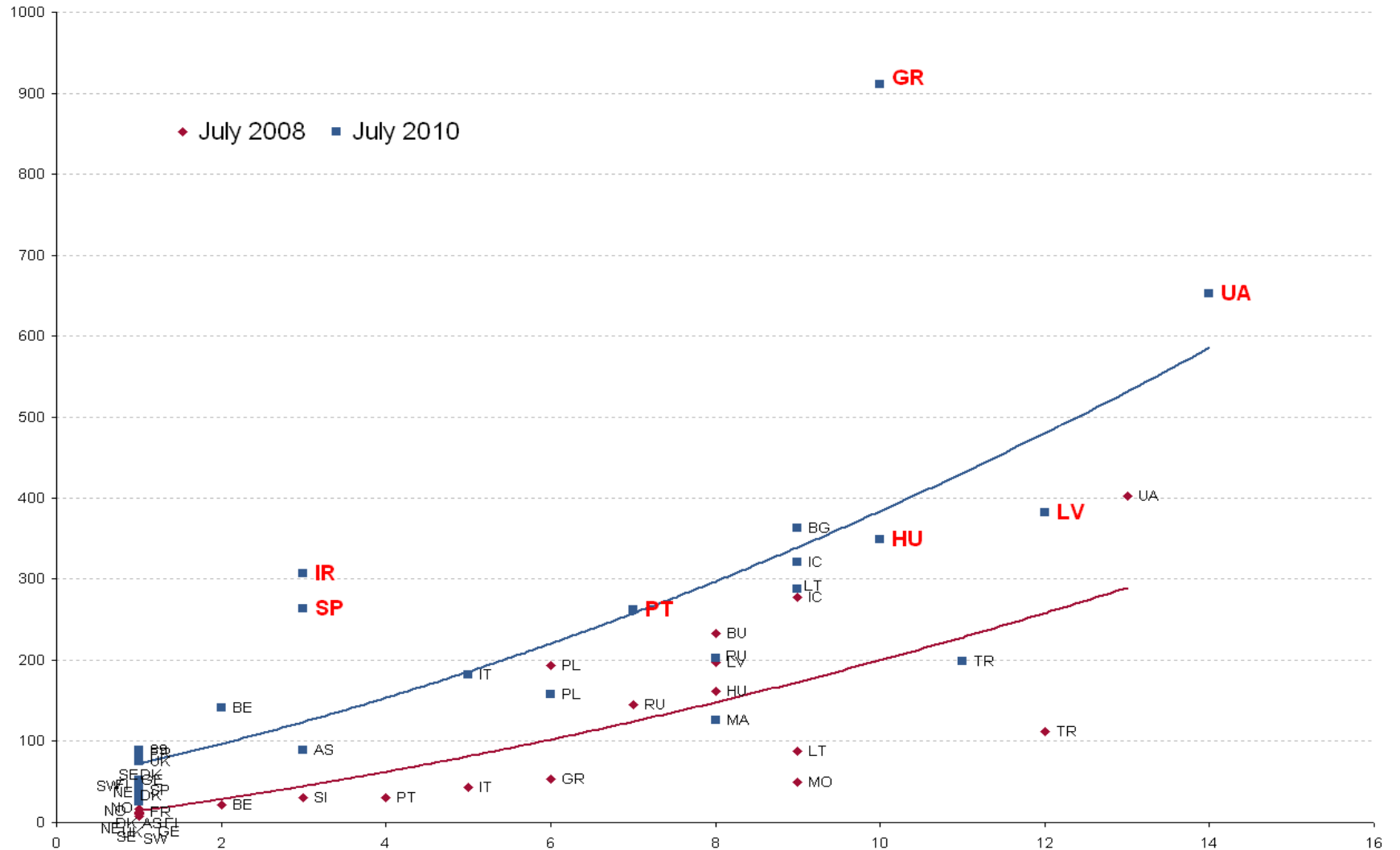
Spreads et notations: l'Uruguay 2002



Spreads et notations: Brésil, 1998-99



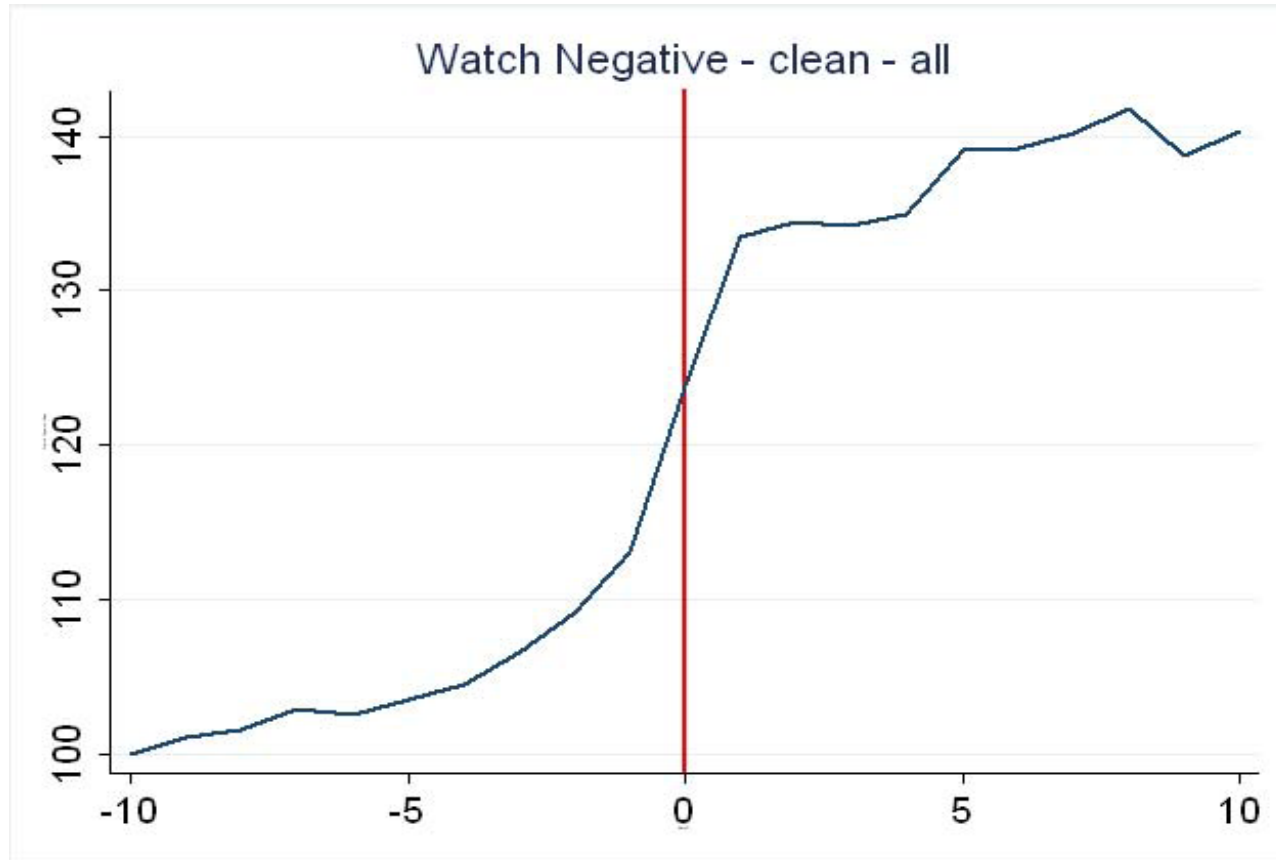
Spreads et notations: la Grèce



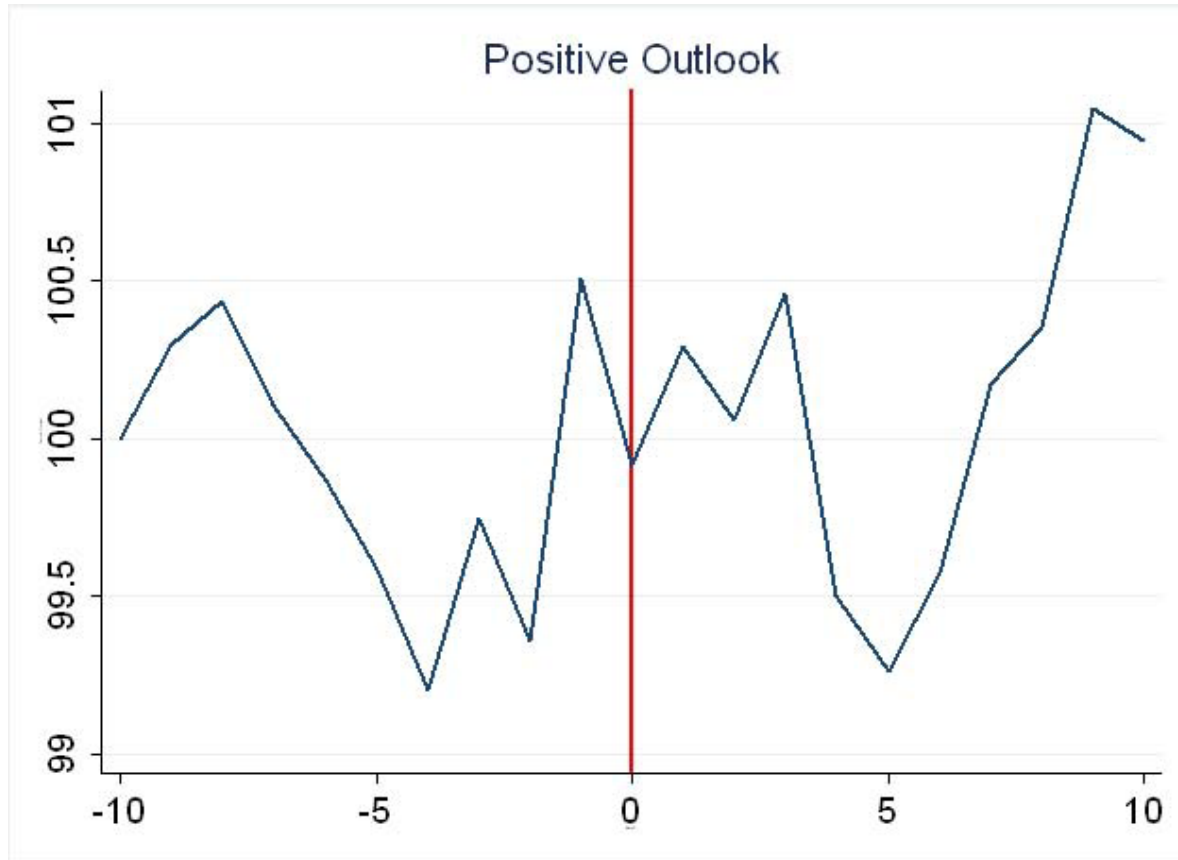
Le rôle ambigu des agences de notations (Ristiniemi, 2010)

- **Données sur crise de la dette souveraine montrent qu'elles n'ont aucun pouvoir prédictif des crises deux ans ou un an auparavant. Elles ne 'tendent' à gagner un pouvoir prédictif que six mois avant le déclenchement de la crise**
 - Les fondamentaux (dette, pib, ou indice cpi de la banque mondiale) ont un pouvoir prédictif bien meilleur
- **Les agences de notations influencent, de manière autonome, les spreads dans certains cas seulement. C'est notamment le cas lorsqu'elles baissent les notations (mais pas quand elles relèvent)**

Spreads avant et après une annonce « watch negative »



Spreads avant et après une annonce « positive outlook »



Une interprétation

- **Leur pouvoir prédictif étant faible, le rôle des agences de notation tiendrait surtout à leur pouvoir institutionnel**
- **L'asymétrie des effets s'expliquerait ainsi:**
 - Un pays dégradé s'expose à perdre sa base d'investisseurs institutionnels
 - Effet d'hystérèse: base institutionnelle facile à perdre, difficile à retrouver
- **La dette grecque: dette intérieure ou dette extérieure?**
 - La base institutionnelle n'est pas (plus) captive
 - En étant dégradée, la dette a comme 'changé de nature': dette domestique est devenue dette extérieure

Une agence de notation européenne ?

- **Proposition du ministre des finances allemand d'octobre 2008**
- **Affaiblir le monopole réglementaire des agences de notations**
- **Casser le cercle vicieux potentiel entre les spreads et la notation, et ne noter que les fondamentaux**
- **Pour la dette publique, le refinancement de la BCE s'appuierait sur les recommandations de l'agence de notation européenne**
- **Défis institutionnels: indépendance, et définition rigoureuse de son mandat....**

Leçons pour l'Europe: Prêteur en premier ressort (Cohen et Portes)

- **Sans monnaie domestique, les Etats sont vulnérables à l'évaporation de leur base d'investisseurs institutionnels**
- **Ils doivent pouvoir défendre leur notation, dans le temps et hors risques spéculatifs**
- **L'idée d'un LFR: financer, à des taux faibles, un programme d'ajustement visant à sortir de la « zone de danger » (Cole et Kehoe)**
- **Le but: garantir des bandes de fluctuations pour les spreads souverains, inférieurs à un maximum, disons de 250 bps...**

Le FSF

- **Le Fonds de 750 milliards dont**

- 440 milliards d'euros de prêts ou garanties des pays de la zone euro et 250 milliards d'euros de prêts du FMI
 - La mise en place du mécanisme européen sera coordonnée par les gouvernements des pays membres de la zone euro. La Pologne et la Suède ont également décidé d'y participer. La facilité arrive à échéance dans 3 ans
- L'union européenne augmentera également la dotation de la facilité de balance de paiement de 60 milliards à 110 milliards d'euro. Cette dotation sera financée sur le marché et sera garantie par le budget annuel de l'UE

Le prêteur en premier ressort (suite)

- **Eviter l'erreur du FCL du FMI: pouvoir l'utiliser aisément, « en premier ressort » et non pas « en dernier ressort »**
- **Programme d'ajustement approuvé par Commission (et FMI si sollicité) pour déclencher le tirage**
- **Dans le cas grec, les taux proposés (5% puis 6%) sont élevés par rapport au coût des emprunts européens.**

Conclusion: autres enjeux

- **Quelles politiques d'intervention pour la BCE, sur le marché secondaire de la dette souveraine?**
- **Coopération entre politique monétaire et politique budgétaire**
- **Restaurer la compétitivité grecque au sein de la zone**
- **...**