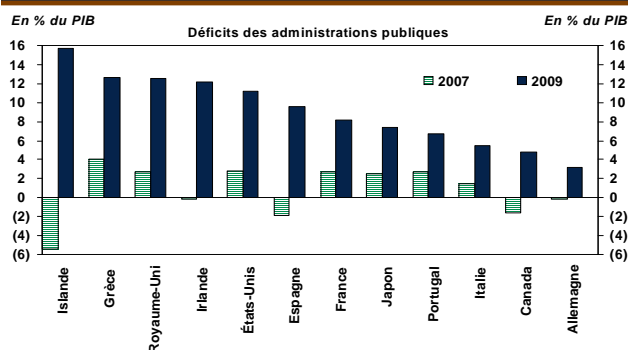


## Les problèmes de la Grèce entraîneront-ils une nouvelle crise financière?

Les dernières semaines ont été marquées par une remontée significative des tensions financières à l'échelle internationale. Les efforts du gouvernement chinois pour tenter de freiner la croissance du crédit ont certainement contribué à raviver les inquiétudes de certains investisseurs. Toutefois, le développement le plus important concerne la hausse des appréhensions des marchés par rapport aux dettes souveraines (soit les obligations gouvernementales). Les problèmes financiers à Dubaï et la baisse de la cote de crédit de la Grèce, jumelés à des perspectives défavorables pour la dette d'autres pays européens, ont attiré l'attention des marchés financiers à la fin de 2009 sur les risques qu'un ou plusieurs pays se retrouvent dans l'incapacité d'assumer leurs obligations financières.

Les efforts pour soutenir le système financier et la récession mondiale ont fait exploser les déficits gouvernementaux partout sur la planète (graphique 1). L'Organisation de coopération et de développement économiques estime ainsi que le déficit combiné des 30 pays membres est passé de 1,3 % du PIB en 2007 à 8,2 % en 2009, ce qui a fait progresser leurs dettes brutes de 73 à 90 % du PIB. La hausse des déficits a été particulièrement marquée aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans certains pays européens. Il est certain qu'une telle détérioration des finances publiques aura des conséquences majeures. Notre prévision d'une reprise économique mondiale modérée au cours des prochaines années, particulièrement dans les pays industrialisés, repose en partie sur le fait que les administrations publiques devront progressivement renverser leurs mesures de soutien pour rééquilibrer leurs budgets. Cela aura un effet restrictif important sur la croissance, qui commencera à se faire sentir au plus tard à partir de 2011.

**Graphique 1 – La crise financière et la récession ont fait exploser les déficits publics**



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

Les problèmes actuels ne sont pas surprenants. Historiquement, les crises bancaires sont souvent suivies d'une hausse importante des dettes publiques, liée aux coûts des programmes de sauvetage et, surtout, à la baisse des rentrées fiscales découlant de la récession qui s'ensuit habituellement. Deux spécialistes sur le sujet, Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, écrivaient récemment dans le *Financial Times* : « Unless this time is different—which so far has not been the case—yesterday's financial crisis could easily morph into tomorrow's government debt crisis ».

Les inquiétudes ont explosé plus récemment alors qu'il semble de plus en plus possible que la Grèce se retrouve dans l'incapacité d'assumer les paiements sur sa dette. Certains analystes ont même avancé que ce pays pourrait abandonner l'euro. L'écart entre les taux obligataires grecs et allemands et le coût de l'assurance contre un défaut de paiement de la Grèce ont ainsi monté en flèche (graphique 2 à la page 2). D'autres pays de la zone euro aux prises avec des problèmes similaires, dont l'Espagne et le Portugal, ont aussi été affectés,

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste senior

**Martin Lefebvre**  
Économiste principal

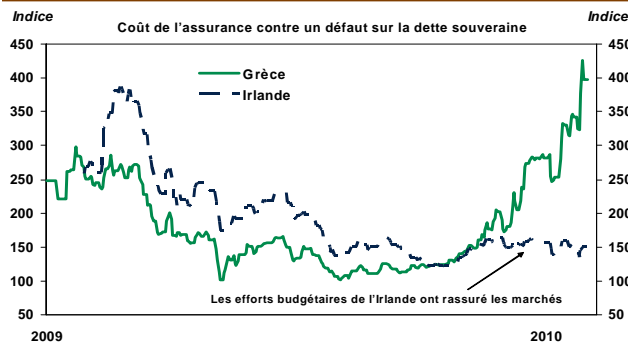
**Yves St-Maurice**

Directeur et économiste en chef adjoint

**Hendrix Vachon**  
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

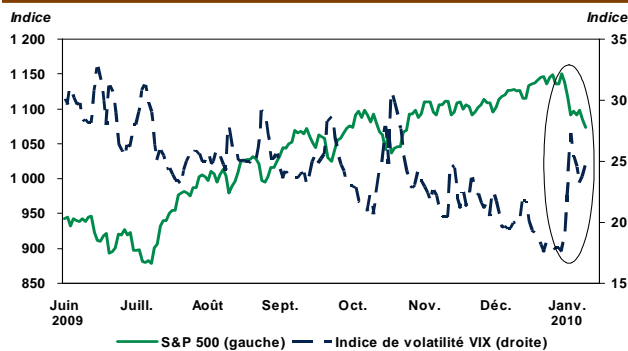
**Graphique 2 – La dette grecque préoccupe de plus en plus les investisseurs**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

et la devise eurolandaise s'est dépréciée de plus de 4 % par rapport au dollar américain depuis la mi-janvier. Cela a aussi entraîné un envol vers la qualité sur les marchés financiers internationaux, qui a fait plonger les indices boursiers (graphique 3). Si les problèmes budgétaires de plusieurs gouvernements sont indéniables, la question est de savoir s'ils ont le potentiel de replonger le système financier mondial dans une vague de panique similaire à celle qui a suivi la faillite de Lehman Brothers.

**Graphique 3 – L'inquiétude des investisseurs se reflète sur les Bourses**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

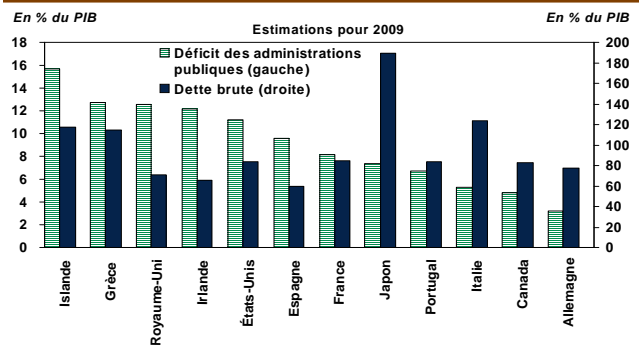
### POURQUOI LA GRÈCE FAIT-ELLE TREMBLER LA PLANÈTE?

La Grèce possède une petite économie et elle ne joue pas un rôle majeur sur les marchés financiers internationaux. Cependant, en tant qu'un des 16 membres de la zone euro, ses problèmes internes ont des conséquences sur la stabilité de la monnaie commune. De plus, comme sa dette est libellée en euro, la Grèce ne peut utiliser la planche à billets pour rembourser ses créanciers, ce qui augmente de beaucoup la possibilité qu'elle se retrouve un jour dans l'incapacité de les payer. En plus d'entacher fortement la crédibilité de l'Union européenne (association de 27 pays dont la zone euro est un sous-ensemble), un défaut de paiement de la Grèce amènerait les marchés à spéculer sur quel pays de la zone serait le

prochain à éprouver d'importantes difficultés. L'importance de la dette grecque, soit environ 250 G€(350 G\$ US), pose aussi un risque notable sur le système bancaire européen, qui demeure affaibli par la récente crise financière.

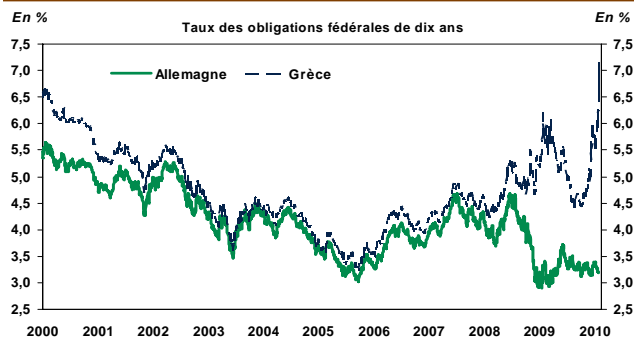
Plusieurs pays de la zone euro, dont l'Irlande, l'Espagne et le Portugal, font face à des impasses budgétaires importantes. Cependant, la sévérité du cas grec est amplifiée par une dette qui dépasse 110 % du PIB (graphique 4) et un problème chronique de crédibilité puisqu'il a été révélé que les statistiques budgétaires fournies par le gouvernement grec au cours des dernières années étaient erronées. Par conséquent, les efforts annoncés récemment pour ramener le déficit sous les 3 % du PIB en 2012, et ainsi respecter les critères du Pacte de stabilité et de croissance, ont été accueillis avec beaucoup de scepticisme par les marchés financiers, et les écarts entre les taux des obligations grecques et allemandes ont continué de se creuser (graphique 5 à la page 3). La Grèce, qui doit émettre plus de 50 G€(70 G\$ US) de titres de dettes en 2010, a réussi une émission importante au cours des derniers jours; elle a cependant dû payer un taux d'intérêt très élevé pour attirer les acheteurs, soit 6,2 % pour une obligation d'une échéance de cinq ans comparativement à moins de 3,5 % d'intérêt sur une obligation semblable il y a trois mois.

**Graphique 4 – La combinaison de déficits et de dettes élevés dans certains pays est inquiétante**



Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

Contrairement à l'Islande, à l'Irlande et même, dans une certaine mesure, au Royaume-Uni, les problèmes budgétaires grecs ne découlent pas de la crise financière. Ils sont plutôt directement liés à des problèmes structurels majeurs qui ont sapé la compétitivité internationale de ce pays au cours de la dernière décennie. Plutôt que d'utiliser la période de prospérité qui a suivi son entrée dans la zone euro en 2001 pour moderniser son économie, le gouvernement grec a augmenté fortement ses dépenses et la taille de l'État. De plus, les rigidités importantes de l'économie grecque ont entraîné une hausse des salaires et des prix à la consommation plus importante que dans les autres pays de la zone euro. Le secteur extérieur a souffert de cette perte de productivité, et la Grèce

**Graphique 5 – Cette fois, le creusement des écarts provient exclusivement de la Grèce**


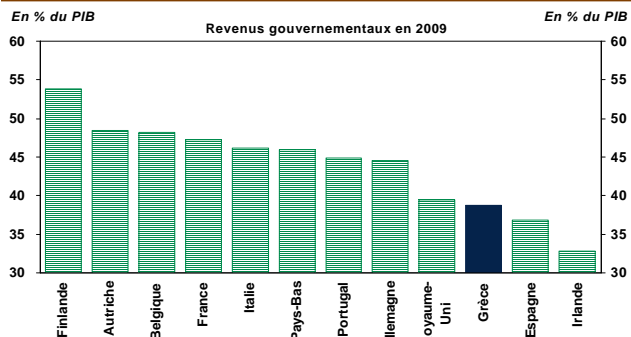
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

se retrouve aujourd'hui avec une situation intenable, soit des importants déficits budgétaires et commerciaux.

### QUELLES OPTIONS POUR LA GRÈCE?

La situation actuelle est intenable, car les prêteurs n'accepteront pas que la Grèce et les autres pays européens en difficulté continuent à accumuler des déficits importants. En théorie, la Grèce ne peut pas compter sur l'aide de ses partenaires économiques alors que les règles de l'Union européenne empêchent un pays membre d'assumer la dette d'un autre membre. L'abandon de l'euro ne réglerait en rien les problèmes de la Grèce, puisque ce pays se trouverait à assumer une dette libellée en devises étrangères dans un contexte financier encore plus difficile. Tant d'un point de vue politique que d'un point de vue légal, l'expulsion de la Grèce de la zone euro paraît pratiquement impossible. La seule porte de sortie semble donc une réforme budgétaire majeure permettant d'éliminer rapidement les déficits.

En pratique, il ne sera toutefois pas facile de rétablir l'équilibre des finances publiques grecques. Pour reprendre le contrôle de sa situation budgétaire, la Grèce risque de devoir se condamner à une longue période de très faible croissance économique accompagnée de gels salariaux. Si les gouvernements et la population acceptent ces sacrifices, la Grèce devrait progressivement rétablir sa situation budgétaire et sa compétitivité internationale. Une augmentation des revenus gouvernementaux, actuellement relativement faibles en Grèce par rapport aux autres pays européens, pourrait représenter une partie de la solution (graphique 6). Cependant, il y a un risque réel de tollé populaire contre cette austérité qui pourrait convaincre les politiciens grecs de faire défaut sur leur dette et peut-être même d'abandonner l'euro. Déjà, les agriculteurs et les syndicats ont exprimé clairement leur opposition face aux efforts annoncés par le gouvernement. Cette éventualité serait catastrophique pour la Grèce. Dans la situation actuelle, la monnaie commune est un des seuls points qui permet à la Grèce d'éviter de tomber dans un véritable

**Graphique 6 – Le gouvernement grec risque de devoir augmenter ses revenus**


Sources : Organisation de coopération et de développement économiques et Desjardins, Études économiques

chaos financier. Si la hausse récente des coûts de financement de la Grèce est impressionnante, elle ne représente rien par rapport à celle qui suivrait l'abandon de l'euro.

### L'UNION EUROPÉENNE DEVRA FAIRE PREUVE DE PRAGMATISME

Le risque réel que la Grèce se trouve dans l'incapacité d'assumer sa dette place la zone euro dans une situation très difficile. Sachant qu'elle ne possédait pas les mécanismes nécessaires, dont une politique fiscale commune ou un système de péréquation, pour assurer sa stabilité, l'Union monétaire européenne s'est dotée de règles limitant les déficits pour éviter que les actions irresponsables d'un pays affectent l'ensemble des membres. Malheureusement, ces règles n'ont pas été respectées, même dans les périodes de croissance économique, alors que les institutions européennes ont laissé plusieurs pays membres accumuler les déficits année après année. La crise actuelle risque de sonner la fin de la récréation et d'ouvrir la porte à un contrôle beaucoup plus serré des déficits et peut-être même à une plus grande intégration fiscale.

Pour le moment, les institutions européennes ont décidé d'opter pour la ligne dure face à la Grèce et aux autres pays aux prises avec des impasses budgétaires. Le président de la Banque centrale européenne a déclaré que cette dernière ne ferait pas de traitement spécial pour un pays en difficulté, par exemple en changeant les règles concernant les titres acceptés en garantie. De plus, il a exprimé clairement que la solution pour la Grèce n'était pas d'obtenir de l'aide de l'extérieur, mais bien de prendre les décisions qui s'imposent, à l'exemple de ce qui se fait actuellement en Irlande. Les hypothèses qu'un pays décide d'abandonner l'euro où que les institutions européennes procèdent à un sauvetage « *bail-out* » de la Grèce sont jugées absurdes par les autorités monétaires européennes.

Cependant, la réalité est qu'il existe une véritable possibilité que la Grèce se retrouve prochainement dans l'incapacité de

refinancer sa dette venant à échéance. Comme un défaut de paiement de la Grèce porterait un dur coup à la crédibilité de l'Union européenne et risquerait d'entraîner la chute d'autres pays de la zone, le pragmatisme des autorités européennes fera rapidement surface. Pour éviter la catastrophe, les institutions européennes et les autres pays de la zone pourraient donc offrir un certain soutien à la Grèce, par exemple en fournissant des liquidités dans l'éventualité où ce pays serait temporairement incapable de se financer sur les marchés. La Grèce n'est pas « *too big to fail* », mais, pour la zone euro, elle est « *too integrated to fail* ».

#### **RAPPEL À L'ORDRE POUR LES GOUVERNEMENTS, MAIS LA CATASTROPHE DEVRAIT ÊTRE ÉVITÉE**

Si la Grèce accepte de faire les efforts nécessaires, le scénario le plus probable est que ce pays réussisse à traverser la crise actuelle, mais sa performance économique sera affectée. Toutefois, dans le cas d'une détérioration supplémentaire de la situation au cours des prochaines semaines, les piliers de la zone, les institutions européennes et peut-être même le Fonds monétaire international pourraient devoir intervenir pour stabiliser la situation. Chose certaine, il semble inévitable qu'à l'image de l'Irlande, la Grèce et d'autres membres de la zone se voient forcés de mettre en place des réformes budgétaires douloureuses au cours des prochaines années, ce qui freinera leur croissance économique. Déjà, l'Espagne a annoncé un plan d'austérité pour éviter d'être la prochaine cible des spéculateurs. La Commission européenne se prononcera le 3 février sur le besoin pour la Grèce de mettre immédiatement en place des mesures supplémentaires de lutte au déficit.

Les événements récents ont toutefois fait réaliser au marché les risques liés à l'endettement excessif de plusieurs pays. Quoique faible, une possibilité existe qu'un pays de la zone euro choisisse tôt ou tard de faire défaut sur sa dette et, même si cela paraît illogique d'un point de vue économique, d'abandonner la monnaie commune. D'autres petits pays pourraient aussi avoir prochainement de la difficulté à assumer leurs obligations financières. Cette incertitude continuera d'affecter les marchés au cours des prochains mois et pourrait bien maintenir des primes de financement plus élevées pour plusieurs pays, ce qui pourrait limiter leur croissance économique. Une hausse durable du risque souverain est possible; cependant, il est peu probable que cela entraîne une crise semblable à celle qui a suivi la faillite de Lehman Brothers.

**Mathieu D'Anjou**  
Économiste senior