



ZONE EURO : BIENVENUE DANS LE MONDE DU RISQUE PAYS

Yves Zlotowski*

Au détour de leur conclusion sur l'avenir difficile du traitement des dettes européennes et américaines, les économistes Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff raillent les gouvernements « qui croient avoir des solutions de pays avancés pour des crises typiques de pays émergents »¹. Traditionnellement, il est vrai qu'on ne mélangeait pas les torchons (émergents, habitués des crises) et les serviettes (pays avancés, industrialisés ou développés, adjectifs ayant tous une connotation positive). La crise de 2008-2009 a brouillé ces frontières: les défauts souverains des émergents depuis 2007 se comptent sur les doigts d'une seule main, mais l'Irlande a été frappée par une crise bancaire d'une ampleur exceptionnelle, la Grèce a dû restructurer sa dette publique, le Portugal (comme les deux précédents) est sous accord FMI, et l'Italie et l'Espagne souffrent d'une défiance récurrente des investisseurs.

Dans les équipes de recherche économiques des banques aussi, les frontières sont devenues poreuses. Les pays avancés étaient suivis par des conjoncturistes, dont le métier central était d'établir des prévisions de croissance, de taux de change ou de taux d'intérêt. Les pays émergents relevaient du « risque pays », un terme un peu flou mais qui annonçait la couleur : sujets à des crises à venir (souveraine, de change, politique ou bancaire) qu'il

¹ Reinhart C. M. et Rogoff K. S (2012), A Decade of Debt, *NBER Working Paper Serie*, N°16827, February, p 44.

fallait pouvoir prévoir. Les temps ont bien changé et la conjoncture économique et financière est devenue la problématique centrale des pays émergents : la croissance est-elle vulnérable aux vents mauvais venant d'Europe ? Les politiques économiques sauront-elles limiter la casse ? En revanche, la restructuration des dettes, le coût des crises bancaires, le *run* des déposants, la conditionnalité du FMI... sont autant de thèmes qui concernent désormais « nos » pays avancés. L'Europe est entrée dans le monde du risque pays quand les émergents en sortent, lentement mais sûrement. Dès lors, le passé difficile des pays émergents nous éclaire-t-il pour comprendre les crises contemporaines de la zone euro ?

COMMENT LE RISQUE PAYS A « RATE » LA CRISE DES PAYS AVANCES

Les pays dits avancés étaient hors du radar de la grille de lecture des pays émergents. En 2009, alors que les alertes grecques se déclenchaient, de nombreuses questions commençaient à agiter les économistes : quel est le niveau de dette externe des pays européens ? Comment les déficits courants des pays d'Europe du sud sont-ils financés ? La dette des pays de la zone euro est-elle de droit international ou local ? Rien n'était prévu dans les instruments de lecture des pays avancés pour répondre à ces questions pourtant classiques dans le monde émergent mais qui ne l'étaient pas dans les économies de la zone euro, étant jugées différentes par nature. Un des axes de cette différence de risque concernait la problématique monnaie locale / devise forte.

En effet, l'analyse risque pays a été profondément marquée par la notion de péché originel : « péché » supposé des pays émergents qui ne peuvent s'endetter dans leur propre monnaie. Ainsi, l'obligation pour eux de s'endetter en devises constitue une vulnérabilité majeure. Cette thèse, exposée par Barry Eichengreen et Ricardo Hausman dans une série d'articles,

date du début des années 2000². Pour ces auteurs, la composante en devises de la dette constitue un élément déterminant du risque et ce, sous divers aspects : elle affaiblit la stabilité de la croissance, augmente la volatilité des flux de capitaux, déstabilise les régimes de changes et contraint les notations souveraines. Compte tenu de l'importance du phénomène, les auteurs construisent divers indicateurs de péché originel, tels que la part de dette en monnaie nationale sur la dette totale des pays. Ils calculent que, dans les années 1990, les pays avancés émettent 68% de leur dette dans leur propre monnaie quand le ratio est de 5% pour les pays émergents.

Dans leurs articles, ils exposent les multiples conséquences néfastes de cette difficulté inhérente à la situation d'une économie émergente. Elles sont de deux ordres : le taux de change a un impact sur la richesse nette des bilans qui sont quasi nécessairement exposés au risque de change. En conséquence, le taux de change devient un facteur déterminant dans la capacité d'un pays à payer. Outre la dimension du prix, les économies émergentes et leurs autorités sont contraintes par le possible rationnement des devises, une dimension fondamentale de l'analyse risque pays traditionnelle : en cas de crises de liquidités, l'existence de dettes en devises limite alors la capacité des banques centrales à agir en tant que prêteur en dernier ressort.

L'analyse risque pays se focalise en grande partie sur le problème de la capacité d'un pays à générer des devises et/ou à y accéder. Le besoin de financement en devises en constitue le pivot central. Il est compris comme la somme du solde courant et de l'amortissement de la dette en devises. La grille risque pays raisonne ensuite sur la couverture du besoin de

² Eichengreen B., Hausman R. et Panizza U. (2002), "Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption" paper presented at a conference on Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin, Inter-American Development Bank.

financement : est-il couvert par des flux non générateurs de dette (Investissements directs, *portfolio equity*)³ ou par de la dette ?

La notion de péché originel a induit en erreur s'agissant des pays avancés et a conduit à minimiser la problématique de leur dette externe. Dans un tel cadre d'analyse, un pays à monnaie forte (Etats-Unis, Royaume-Uni, Pays d'Europe de l'Ouest...) présente une moindre vulnérabilité en matière de risque de défaut puisqu'il emprunte dans la monnaie qu'il crée. Théoriquement, il n'est donc pas confronté au risque de change en s'endettant tout en ayant un accès infini à sa propre devise. Les deux problèmes fondamentaux du risque des pays émergents (prix de la devise et rationnement des devises) ont disparu. Le calcul du besoin de financement en devises n'est donc pas un indicateur pertinent.

LES PAYS AVANCES RATTRAPES PAR LA QUESTION DE LA SOLVABILITE SOUVERAINE

La crise de la zone euro a alors obligé à déplacer le curseur de l'analyse et à opérer une vaste opération de retour aux fondamentaux. La réalité a rappelé qu'il était absolument nécessaire de regarder à la loupe la solvabilité souveraine. Les pays émergents, à la suite des grandes crises (asiatique, russe, argentine) des années 1990, se sont lancés dans de grands travaux de rétablissement de leurs finances publiques et *de facto*, le risque souverain a été sensiblement réduit. Paradoxalement, après le défaut de l'Argentine en 2000, cette problématique a été mise de côté. Dès lors, les expositions bancaires ou celles des assureurs de crédits ont été de moins en moins « souveraines » et de plus en plus le fait des entreprises ou des banques. Ce phénomène de substitution de la dette est particulièrement bien illustré par la dynamique de la dette russe: après le défaut de 1998, l'Etat russe a très

³ Dans l'analyse traditionnelle du risque pays, on distingue les flux « non créateurs de dette » tels que les investissements directs ou les investissements de portefeuille en actions (*portfolio equity*) et les autres instruments qui donnent lieu à un accroissement de la dette tels que les investissements de portefeuille sur obligations et les crédits, entre autre.

sensiblement réduit son endettement mais, parallèlement, la dette externe des entreprises (entre 2001 et 2009) a littéralement explosé⁴.

La plongée de la Grèce dans l'insolvabilité souveraine a brutalement rappelé que la plus sérieuse des crises financières est la crise souveraine. La crise de surendettement d'un Etat peut tout emporter sur son passage : les banques localement exposées au risque souverain et les acteurs privés dépendants de l'Etat qui souffriront de la défiance des prêteurs et des investisseurs. Elle peut aussi s'accompagner d'une décision dite de non transfert, soit un blocage de l'accès aux devises qui rendra le remboursement des dettes impossible par tous les acteurs économiques. L'insolvabilité des Etats émergents est surveillée par des exercices de prévision de soutenabilité de la dette : la dette publique dépend d'une simple équation des taux d'intérêt, de la croissance attendue et des performances en matière de politiques budgétaires⁵. Avec divers scénarii sur ces agrégats, on peut prévoir quel sera le niveau de dette d'ici quelques années. On capte ainsi deux problématiques : le stock de dette est-il soutenable ? La dynamique de la dette entre-t-elle dans des hypothèses raisonnable, dangereuse ou rassurante ?

Mais la taille de la dette n'épuise pas entièrement la question assez complexe de la solvabilité souveraine. La Banque mondiale fait varier le seuil critique de la dette selon le niveau de revenu du pays (plus le revenu d'un pays est faible, plus la capacité d'un pays à mobiliser des ressources est limitée) et selon la qualité de la gouvernance (si la corruption est étendue, une partie des ressources mobilisables échappe au contrôle de l'Etat)⁶. Pourquoi certains pays font défaut ? Qu'ont en commun, la Grèce, l'Argentine et la Russie ?

⁴ Entre 2000 et 2009, la dette publique externe russe est passée de 127 à 37 Mds de dollars quand la dette externe des entreprises passait de 28 à 298 Mds de dollars.

⁵ $D_t = B_t + D_{t-1} (1+i)/(1+n)$, D_t est le ratio de dette publique sur PIB, B_t est le solde budgétaire primaire, i le taux d'intérêt et n le taux de croissance.

⁶ Ce cadre d'analyse des plafonds d'endettement pour les pays à faible revenu est exposé dans Tiwari S. et Canuto O. (2012), *Revisiting the Debt Sustainability Framework for Low Income Countries*, International Monetary Fund and World Bank, January sur <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/011212.pdf>

La question de l'insolvabilité est aussi un problème institutionnel et la faiblesse des institutions publiques en Grèce constitue le facteur-clé d'explication de la crise. La défiance « ancrée » dans le comportement des citoyens vis-à-vis des règles édictées par l'Etat entretient l'économie parallèle et l'évasion fiscale. Elle réside en une incapacité de l'administration à imposer une discipline globale aux agents, notamment celle du paiement des impôts.

Défiance des citoyens et faiblesse de l'Etat constituaient une combinaison également présente en Russie dans les années 1990 alors que l'administration Eltsine ne parvenait pas à imposer la discipline fiscale. Bien entendu, l'administration russe de l'époque n'était pas seulement un Etat faible mais aussi un Etat complice. Une partie des ressources était détournée par des fonctionnaires corrompus et l'Etat lui-même, qui ne réglait ni ses salaires ni ses fournisseurs, donnait le mauvais exemple à l'ensemble des agents économiques.

Il y a des similarités frappantes entre les cas grec et russe : la défiance envers les institutions s'auto-entretient dans la crise. Les règles édictées par la puissance publique ne sont pas considérées comme légitimes : en Russie dans les années 1990 comme en Grèce dans les années 2000, l'Etat ne parvient pas à imposer ses règles et se trouve affaibli par un marchandage récurrent avec les divers acteurs. Les règles qu'il tente de promouvoir sont détournées ou vidées de leur contenu. L'absence de discipline fiscale se traduit par la nécessité de financer le déficit public par la dette, qui grossit et devient insoutenable. La crise de légitimité de l'Etat débouche sur le défaut de paiement qui n'est finalement que le point d'orgue d'une crise plus profonde. La fiscalité et son emprise sont donc la clé de la sortie de la crise souveraine et non l'austérité (qui a trait à la conduite de la politique budgétaire). Une lente et douloureuse refonte des institutions grecques est nécessaire. La seconde restructuration de la dette publique grecque, décidée fin novembre 2012 et censée ramener la dette publique à 122% du PIB en 2020, risque fort d'être insuffisante, laissant l'Etat grec toujours surendetté

LA CONDITIONNALITE, UNE IMPASSE ?

La problématique grecque renvoie à l'articulation entre la politique macroéconomique et les réformes structurelles, une question qui a également beaucoup agité les pays émergents dans les années 1990. Si l'austérité est insupportable et inefficace en Grèce, une refonte de la fiscalité, une remise à niveau de l'administration et, d'une manière générale, une redéfinition du contrat entre les citoyens et l'Etat au travers du pacte fiscal sont indispensables. Ce processus réformiste devra avoir lieu avec ou sans défaut souverain supplémentaire, que le pays reste ou sorte de la zone euro. La Grèce passera sans nul doute par un *big bang* fiscal et institutionnel. Les racines des crises sont toujours structurelles et institutionnelles même si ses manifestations en sont macroéconomiques et financières. En l'occurrence, la zone euro est également rattrapée par une crise socio-politique préoccupante.

On peut même dire que les crises bancaires et de surendettement du secteur privé sont également *au fond* de nature politique. Dans les années 1990, derrière les surendettements des entreprises et des banques asiatiques se cache la gouvernance problématique du capitalisme asiatique : les liens entre banques et entreprises, la confusion entre actionnaires et créanciers (souvent connectés par des liens familiaux) ont brouillé la gouvernance des prêts bancaires. Ce processus a conduit à des défauts d'entreprises (et d'Etat, également, comme l'a illustré le cas indonésien) et à des dégradations brutales de la qualité des actifs bancaires. La crise espagnole est similaire : c'est une crise bancaire très classique dans le monde émergent. Mal surveillées par les autorités prudentielles, les banques régionales espagnoles, les fameuses *cajas*, n'ont pas prêté attention au risque de contrepartie, en accordant massivement des crédits (mais pas seulement) aux entreprises du secteur de la construction. Mais la dynamique du surendettement des entreprises, des ménages et des régions trouve sa cause première dans les relations incestueuses entre les *cajas* et les gouvernements locaux, le management des premières étant étroitement contrôlé par les

seconds. La capacité de contrôle des autorités prudentielles centrales a été affaiblie par cette complicité locale.

Si le diagnostic de la crise est de nature politique, la conditionnalité des programmes d'aide devient alors d'une complexité abyssale. A la suite des crises russe et argentine, le FMI s'est livré à un examen passionnant des échecs des conditionnalités dans ses programmes d'aide. Son bureau indépendant d'évaluation (IEO) a notamment publié un rapport en forme de bilan du programme argentin des années 1990⁷. Il concluait que la conditionnalité sur les réformes structurelles avait été un échec et relevait un paradoxe : si le FMI avait bien détecté certaines des réformes structurelles comme essentielles au programme (réformes fiscales, de la sécurité sociale et du marché du travail) il n'avait pas réussi à les mettre en place, notamment face aux actionnaires (le *board*) réticents à s'engager dans cette dangereuse impasse politique⁸. Le rapport de l'IEO dresse un diagnostic ambigu : il indique que la réticence du *board* s'explique probablement par les nombreuses critiques formulées à l'encontre des programmes précédents en Asie du Sud-est. En effet, les gouvernements asiatiques avaient considéré que le FMI avait porté atteinte à leur souveraineté. En même temps, l'IEO restait sans trop d'illusion sur l'éventuelle efficacité des réformes concernant la collecte fiscale dans l'Argentine des années 1990, car ces mesures « faisaient face à d'énormes obstacles politiques » notamment « une culture enracinée de l'évasion fiscale »⁹.

Le *staff* technique du FMI avait conscience que les racines des crises financières étaient à chercher dans le « *rule of law* » défaillant des pays. Donner une cible chiffrée de surplus budgétaire primaire peut même conduire les Etats à prendre des mesures provisoires dangereuses dans le seul but de remplir les objectifs fixés : par exemple en coupant

⁷ Independent Evaluation Office of the IMF, *The IMF and Argentina, 1991-2001*, 2004, 122 pages.

⁸ «Staff consistently expressed reservations over the weak structural content of the successive arrangements but the management, supported by the Executive Board, overruled the staff objections to approve programs” Independent Evaluation Office of the IMF (2004), page 4

⁹ Independent Evaluation Office of the IMF, page 36.

aveuglement dans les dépenses ou en imposant un impôt exceptionnel. La conditionnalité doit porter sur des réformes de type institutionnel et pour être efficace à moyen terme, doit imposer des mesures...qui sont trop éloignées du cœur du mandat du FMI. D'ailleurs, ce dilemme n'a pas été résolu après les échecs des programmes argentin ou russe. Le *staff* constatait que la conditionnalité structurelle était toujours très (trop ?) abondante dans les accords FMI post-2002 et bien peu efficace. En effet, le FMI soulignait que le taux d'achèvement des cibles de nature structurelle était de 50% contre 85% pour les critères macroéconomiques.

... ET UN ENJEU-CLE POUR LA ZONE EURO EN 2013

Nous voici au cœur du problème de la zone euro en cette fin 2012. En annonçant la mise en place de l'*Outright Monetary Transaction* (OMT) le 7 septembre 2012, le président de la BCE Mario Draghi a réduit (sans l'annuler tout à fait) la probabilité que le scénario d'une restructuration de la dette publique aille plus loin que le cas grec. L'intervention de la BCE peut être illimitée (« no *ex-ante* quantitative limits » a dit M. Draghi)¹⁰. La BCE peut donc jouer son rôle de prêteur en dernier ressort des Etats et envoie un signal majeur aux investisseurs : un accident souverain dans la zone euro sera évité. Toutefois, le diable est dans les détails. Pour qu'un Etat-membre bénéficie d'une telle assurance, il faudra qu'il accepte un programme d'aide (préférentiellement avec le FMI) qui sera assorti d'une « stricte conditionnalité ». Les contours même de cette conditionnalité restent à définir. Mais on comprend les réticences du Premier ministre espagnol, M. Rajoy, à se lancer dans une telle expérience tandis que de nombreux leaders européens l'y incitent. Sur quoi portera la conditionnalité d'un éventuel programme espagnol ? Le gouvernement espagnol fait de la surenchère en matière d'austérité budgétaire, justement pour ne pas qu'on lui impose de l'extérieur. Or c'est un piège : dans un pays où la demande intérieure est handicapée par le désendettement des acteurs privés, la politique budgétaire ultra-restrictive ne fera

¹⁰ Technical Features of Outright Monetary Transactions, Press release de la BCE du 6 septembre 2012, sur le site www.ecb.int

qu'entretenir la récession et le chômage, ce dernier ayant atteint un niveau critique. En outre, elle serait peu pertinente car, les gouvernements espagnols successifs ne se sont jamais caractérisés par une fuite en avant des dépenses publiques. Pendant les années 1990 – alors que la croissance espagnole atteignait des sommets relativement élevés par rapport au reste de la zone euro - le gouvernement a sensiblement réduit la dette publique. Bref, une conditionnalité focalisée sur la politique budgétaire restrictive en Espagne serait contre-productive.

Dans un éventuel programme – qui fin novembre 2012 ne s'est toujours pas matérialisé - une accélération des réformes bancaires fera certainement l'objet de cibles surveillées. L'austérité semble dangereuse et une approche plus radicale de la réforme bancaire serait bienvenue, en lieu et place de la voie du gradualisme choisie par le gouvernement espagnol et qui n'a pas, jusqu'à maintenant, donné de résultats probants. S'attaquer aux banques espagnoles, impose-t-il de s'intéresser à l'économie politique des *cajas* ? La réponse est loin d'être évidente car plus on s'approche de la problématique de fond, plus la mise en cause de la souveraineté se pose. En pratique, ceci appelle une remise à plat du fédéralisme espagnol, qui se ferait dans un contexte exacerbé par la crise, où chaque acteur se renvoie la responsabilité du désastre. Ainsi, pouvait-on lire dans un article écrit suite à l'importante manifestation en faveur de l'indépendance catalane à Barcelone de septembre 2012 ce témoignage d'une avocate : « La crise donne des arguments pour l'indépendance [...] il y a le sentiment qu'il y a plus de coupes ici parce que nous payons pour les autres. Par exemple, il y a des régions où ils ont construit des aéroports sans avion comme à Castellon¹¹ ». Jamais l'Espagne n'a eu tant besoin de renforcer la péréquation budgétaire entre régions, mais jamais la volonté de séparation des régions riches n'a été aussi discutée et proclamée, au moins par les nouveaux leaders régionaux.

¹¹ *Le Nouvel Observateur* - AFP, 12 septembre 2012, « Espagne, marée humaine pour l'indépendance ».

La conditionnalité introduite dans des programmes qui sont ressentis comme intrusifs peut donc facilement échouer. Mais peut-on se passer de la conditionnalité ? Dans cette crise, les autorités allemandes ont maintes fois eu l'occasion de rappeler leur approche « donnant-donnant » des programmes d'aide. Lors de l'annonce de l'OMT par Mario Draghi, la presse bavaroise s'est alarmée contre des mesures qui s'apparentaient à une « prime à la mauvaise gestion » (expression tirée d'un éditorial du *Suddeutsche Zeitung*). La chancelière Angela Merkel, le lendemain même de l'annonce la BCE, rappelait que « le contrôle et l'aide, ou le contrôle et les conditions, vont l'un avec l'autre ».

Si l'approche allemande paraît pleine de bon sens, l'expérience des pays émergents montre que les réformes tant attendues doivent être « appropriées » par les autorités du pays receveur (c'est le concept *d'ownership* des programmes que le FMI a élaboré dans les années 2000). Le fait d'être imposées de l'extérieur peut rendre les réformes inacceptables. Or rompre avec le FMI et donc sortir du cadre de la conditionnalité, peut paradoxalement être favorable aux réformes. L'Argentine et la Russie ont bénéficié après 2001 de l'effet d'aubaine de la hausse des prix des matières premières qui les a aidées à remonter la pente en matière budgétaire. Mais le désendettement public russe et la remarquable hausse des recettes fiscales observées à partir de 2001 doivent aussi beaucoup aux réformes fiscales de Vladimir Poutine (nouveau code fiscal, renforcement des moyens administratifs de l'inspection fiscale). La « verticale du pouvoir » chère à Vladimir Poutine, ce n'est pas seulement la mise au pas des institutions politiques, c'est aussi le fait que désormais les oligarques doivent régler leurs impôts.

Une crise est toujours l'occasion d'une perte de souveraineté, au moins provisoire. Mais dans un contexte où le contrat social est fragilisé, cette perte peut précipiter des ruptures institutionnelles. Comment l'Espagne pourra-t-elle maintenir une unité sociale et politique avec un tel niveau de chômage et surtout sans espoir que celui-ci se réduise dans un horizon raisonnable ? Comment les ménages, les acteurs économiques et administratifs

pourraient-ils accepter des réformes imposées de l'extérieur dont ils ne verront que les effets désastreux à court terme ? Les pays émergents après les grandes crises des années 2000 ont tourné le dos aux solutions toutes faites. Ils ont souvent fait le choix de voies autonomes, avec plus ou moins de succès. Mais, au moins, ont-ils réussi à éloigner les spectres des crises financières qui les avaient tant affectés auparavant.

RESTRUCTURATION DES DETTES, « APPROPRIATION » DES REFORMES

Les enseignements à tirer des crises émergentes pour la zone euro sont multiples. Tout d'abord, la grille de lecture classique du risque pays rappelle que la contrainte externe est un facteur de vulnérabilité pour tous les pays, qu'ils soient émergents ou dits industrialisés ; la dépendance aux créanciers étrangers pour le financement d'un déficit courant est une source majeure de risque ; l'appartenance à une zone monétaire intégrée ne réduit pas le danger ; la disparition du risque de change donne seulement l'illusion que la contrainte externe a disparu. D'une certaine manière, l'absence de « péché originel » a masqué le risque et a même favorisé des niveaux d'endettement bien plus élevés que ceux atteints par les pays émergents en temps de crise : la dette externe¹² rapportée au PIB du Portugal, de l'Espagne et de la Grèce se situait respectivement à 224, 164 et 100 % du PIB en 2010 quand ce ratio était seulement légèrement supérieur à 60% pour l'Argentine et la Russie juste à la veille de leur défaut souverain.

Le caractère profondément institutionnel, et même politique, des crises financières de grande ampleur, et en particulier des crises souveraines, est également un des traits remarquables des crises émergentes des années 1990. Les crises argentine, russe et même asiatique renvoient à l'économie politique des réformes, à la place de l'Etat dans l'économie, aux règles défailtantes du capitalisme, au cadre légal problématique et/ou mal appliqué... tant de sujets complexes que la conditionnalité des programmes FMI n'a que très rarement

¹² La dette externe se définit comme la dette de tous les agents résidents (privés et publics) vis-à-vis de créanciers non-résidents.

traité. L'institution de Washington a fait le constat amer qu'il ne servait à rien d'essayer d'imposer des réformes complexes et sensibles à des Etats réticents et soucieux de conserver leur souveraineté. A l'aune des débats si riches qui ont suivi l'expérience du FMI en Argentine, les arguties à propos du programme grec semblent pathétiques. Elles donnent l'impression que les très riches expériences des pays émergents ont été oubliées. La Grèce entamera en 2013 sa sixième année consécutive de contraction de l'activité, le chômage et la dette publique y atteindront, selon la commission européenne, respectivement 24% et 188% en 2013¹³.

La question-clé pour la Grèce n'est pas d'accepter que la dette publique puisse atteindre 122% du PIB en 2020. Car cette seconde restructuration consentie des créanciers de la Grèce s'accompagne d'un programme voué à l'échec. La persistance de la troïka dans une stratégie erronée, qui ne parvient pas à renforcer la solvabilité grecque, ne laisse pas d'étonner. 120% constitue de toutes les manières un niveau de dette encore bien trop élevé pour la Grèce. En revanche, il est urgent de promouvoir les moyens permettant d'enrayer la crise économique et financière. Redonner à l'Etat sa place dans la société pour qu'il puisse s'imposer face aux lobbies destructeurs et faire fonctionner des finances publiques dignes de ce nom constitue la priorité. La rigueur budgétaire n'est qu'une infime partie de l'histoire et imposée trop drastiquement, elle a toutes les chances, dans le contexte récessif actuel, de se terminer par un rejet pur et simple de la *troïka*¹⁴ par la classe politique et la société civile. Ce qui est vrai pour la Grèce l'est également pour l'Espagne.

Etaler dans le temps des politiques restrictives paraît plus raisonnable pour au moins tenter de mettre fin à la chute de l'activité, tant en Grèce qu'en Espagne. Effacer une partie importante de la dette publique en Grèce (et de la dette privée en Espagne) est inévitable.

¹³ Il s'agit des plus récentes prévisions établies par la Commission européenne, dans *European Commission* (2012), *European Economic Forecast*, Autumn, European Economy, 7/2012.

¹⁴ La BCE, la commission européenne et le FMI sont chargés du contrôle de la conditionnalité des programmes d'aide en Grèce, en Irlande et au Portugal.

Relâcher les contraintes ne signifie pas pour autant tourner le dos aux réformes. Au contraire, se débarrasser du poids de la dette les rend même possibles car moins douloureuses. La mise en place de conditionnalités prétendument exhaustives est vouée à l'échec et il vaudrait mieux se concentrer sur l'essentiel, notamment abandonner les chimères des privatisations, illusoire en Grèce. En revanche, la refonte de l'administration fiscale en Grèce ou celle du secteur bancaire en Espagne constituent des contraintes qu'il semble impossible d'éviter. L'expérience passée des pays émergents a montré toutes les limites d'un processus de réformes imposées de l'extérieur, notamment quand il s'agit de questions structurelles. La Turquie a été souvent citée comme un des rares exemples de réussite de programme FMI. Après la crise financière de février 2001, le gouvernement de Recep Erdogan, parvenu au pouvoir à la suite des élections législatives de novembre 2002, a conduit de nombreuses réformes, notamment le renforcement en profondeur du système bancaire. Durant cette même période, la politique budgétaire a été très restrictive sans sacrifier la croissance qui est restée élevée jusqu'en 2008. Il faut toutefois rappeler le contexte politique, le petit miracle turc s'explique : l'AKP de Recep Erdogan était un parti « novice » en 2002, qui a pu gouverner sans coalition. Celui-ci s'est appuyé sur les réformes qui lui ont servi d' « ancrage » en quelque sorte. Un tel électrochoc politique positif peut-il être transposé dans l'UE aujourd'hui ? La « solution Monti » en Italie, c'est-à-dire un Premier ministre « *technique* » qui incarne et s'approprie les réformes structurelles, est prometteuse. Toutefois, contrairement au cas turc, la « potion » du professeur Monti s'accompagne d'une récession violente. A cet égard, le retour à la croissance en Italie et les élections parlementaires italiennes du printemps 2013 constituent sans nul doute, au-delà du seul cas italien, des étapes décisives pour la crise de la zone euro.

***Yves Zlotowski est économiste en Chef de Coface**