

LA CRISE

N°31, Juillet 2015

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

GRECE : Le bal des faux-culs

Résumé : En cette fin juillet, la situation grecque dans l'Eurozone est loin d'être stabilisée. L'issue hésite encore entre deux solutions non-coopératives et une solution coopérative. Les attermoissements constatés reflètent l'incapacité des dirigeants politiques européens à adopter clairement un principe de réalité face à l'endettement grec, à mesurer les risques d'un défaut unilatéral et à dépasser la configuration institutionnelle actuelle de l'Euro.



L'Europythie¹

- | | |
|--|------|
| 1. La Grèce et l'Euro : un vrai sac de nœuds ! | p.3 |
| 2. Et mes sous dans tout ça : les quatre vérités de Tante Europythie ! | p.10 |

¹ Montage réalisé à partir de mytologica.fr et de Wikipedia.org

Ah ces grecs et leur Tsipras ! Ah ces allemands et leur Schäuble ! De vrais empêcheurs de vacances. En ce mois de juillet caniculaire, ayant finalisé toutes mes obligations académiques, je pensais totalement légitime de me laisser doucement glisser dans une torpeur estivale, renvoyant à septembre l'écriture du prochain numéro de LA CRISE. Pas de chance, plusieurs fidèles lecteurs de cette lettre m'ont écrit ces derniers jours pour me dire qu'ils ne comprenaient vraiment rien à ce qui se passe avec la Grèce et pour me demander comment je voyais les choses. Au risque de décevoir ces chers lecteurs, je dois avouer que je n'y comprends pas grand-chose moi-même... même si parfois je crains de comprendre trop bien ! De plus, si un dirigeant politique ou un militant se doit de réagir à chaud, dans le feu de l'action, pour tenter d'influer sur les événements, pour un chercheur ou au moins observateur attentif mais distant (même s'il n'en pense pas moins par ailleurs !) il est difficile de synthétiser et d'interpréter un processus notoirement instable, pas encore arrivé à maturité et pouvant donc connaître des rebondissements multiples conduisant à une conclusion finale très différente de la situation actuelle (par exemple un Grexit final).

Autant dire que pour me permettre d'écrire dans des conditions pareilles, même si ce numéro est calibré plus petitement que les numéros habituels, il me fallait une aide exceptionnelle, à la hauteur de la complexité de la situation. Je suis donc allé voir l'Europythie, créature itinérante entre la Grèce et la tour de la BCE à Frankfort, mais ne dédaignant pas de petits détours par Bruxelles (Commission Européenne), voire Washington (FMI) ou Luxembourg (Eurostat). Toujours assise sur son trépied monétaire (Euro, Dollar, Yuan), elle émet des propos pas toujours compréhensibles au commun des mortels... mais qui s'éclaircissent totalement dans les vapeurs d'Ouzo, Grèce oblige ! Après trois verres de ce breuvage divin, en droite ligne de l'Olympe, trois conclusions principales ressortent des visions europythiques :

1/ Ce sont tous des faux-culs, à Athènes, à Berlin, à Paris, à Bruxelles, à Luxembourg... et partout. Bon, ce n'est pas vraiment un scoop, mais venant d'une aussi haute autorité que l'Europythie, ça mérite d'être rapporté, même si, pudiquement, nous ne développerons pas le propos au-delà de cette introduction !

2/ C'est un vrai sac de nœuds : on le savait aussi. L'Europythie étant grecque, la Grèce étant la patrie des armateurs non imposables et les marins étant spécialistes des nœuds (seule figure imposée de la profession), le dossier était inévitablement un sac de nœuds. A nous de décoder quels sont les nœuds les plus significatifs qui symbolisent le blocage de ce dossier.

3/ C'est un dossier monétaire, fiscal et patrimonial exemplaire mais qui est bien loin de ne concerner que le peuple grec. Déposants, épargnants et contribuables du monde entier, écoutez bien les quatre vérités de Tante Europythie, aux manettes de la rubrique « Et mes sous dans tout ça » !

Passons maintenant aux choses sérieuses !

1. La Grèce et l'Euro : un vrai sac de nœuds !

On ne referra pas ici l'historique de l'entrée de la Grèce dans l'Eurozone, de l'impact de la crise financière de 2008-2009 sur les périphéries de l'Eurozone, puis des politiques d'ajustement interne menées dans ces pays périphériques (Irlande, Portugal, Espagne, Grèce) et de leurs résultats très mitigés, voire totalement négatifs du fait des erreurs de prévision des économistes de la Troïka (FMI, BCE, Commission Européenne) qui ont sous-estimé les effets récessifs des diminutions des dépenses publiques. Toutefois, pour comprendre le climat de défiance spécifique qui s'est installé progressivement entre la Grèce et ses partenaires de l'Eurozone, il n'est pas inutile de rappeler que la Grèce n'a pas joué vraiment franc-jeu : manipulation de son taux d'endettement pour satisfaire aux critères d'entrée, avec la collaboration très active et fort bien rémunérée de Goldman Sachs (swaps de dettes)...sans oublier la bénédiction d'Eurostat à ces pratiques ; puis dissimulation systématique du niveau du déficit de l'Etat grec, le véritable niveau (13% du PIB en 2009 !) n'étant révélé que par petites touches progressives : du foutage de gueule intégral et on peut comprendre que les pays d'Europe du Nord de culture luthérienne n'apprécient que modérément ! Après ça, on peut aussi comprendre aisément que la Commission Européenne puisse exiger la mise en place d'un institut statistique totalement indépendant du pouvoir politique.

Bref, après des décennies d'incurie gouvernementale et [d'incapacité à construire un Etat moderne en Grèce](#), après plusieurs années de politiques très exigeantes avec la grande majorité de la population mais fort tolérantes avec les riches et l'Eglise orthodoxe (les voies du Seigneur sont fiscalement impénétrables !), après des années de chute vertigineuse du PIB et d'augmentation toute aussi effrayante du chômage, des années d'exil des élites formées, voilà un pays exsangue, d'autant plus surendetté que le dénominateur du ratio dette /PIB a fortement chuté². La responsabilité de la situation grecque actuelle est donc partagée entre des facteurs internes (Etat impotent, clientélisme) et des facteurs externes (inanité des politiques récessives imposées par la Troïka). Dès lors, il n'est pas étonnant qu'en janvier dernier, en votant pour Syriza, le peuple grec ait voulu rebattre les cartes, en espérant renverser les facteurs internes et les facteurs externes de sa tragédie. Mais, en quelques mois, les erreurs tactiques du nouveau pouvoir et son incapacité à définir une stratégie autonome de croissance ont plus bloqué le dossier qu'elles n'ont ouvert de portes de sortie.

Trois solutions à la crise étaient et restent possibles. A ce jour – je commence à écrire le mardi 21 juillet – aucune de ces trois solutions n'a encore été vraiment choisie. Pourquoi ? Probablement parce que ni les grecs ni les autres acteurs ne sont prêts à assumer les conséquences d'aucune de ces solutions. Il faudra bien finir par choisir. Mais le choix qui sera fait engagera non seulement l'Eurozone mais aussi l'ensemble de la communauté internationale pour le traitement de nouveaux cas qui pourraient bien se présenter dans les mois et années à venir.

² Par exemple, un pays qui serait endetté à hauteur de 100% de son PIB et dont le PIB diminuerait de 25% verrait son taux d'endettement passer de 100% à 133% sans même augmenter la valeur absolue de son endettement d'un seul Euro, par un effet purement arithmétique.

Solutions non-coopératives et solution coopérative.

Sur le papier, il existe deux solutions non-coopératives, une à l'initiative de la Grèce, l'autre à l'initiative de l'Eurozone (sous influence allemande) et une solution coopérative, nécessairement à l'initiative partagée de la Grèce et du reste de l'Eurozone. Jusqu'à présent la Grèce a été incapable de penser et de mettre en œuvre la solution non-coopérative à son initiative, mais a mis aussi beaucoup de bâtons dans les roues de la solution coopérative. L'Eurozone, dans sa diversité mais sous domination allemande, est tout aussi incapable en tant que telle de penser la solution non coopérative à son initiative (même si Schäuble y pense pour elle) et *a fortiori* de la mettre en œuvre, tout comme elle traîne les pieds à monter une véritable solution coopérative.

La solution non coopérative d'initiative grecque

Cette solution non coopérative d'initiative grecque consisterait pour la Grèce en une sortie de l'Euro (retour à une monnaie nationale, fortement dévaluée par rapport au niveau d'entrée de l'ancienne drachme dans l'Euro, accompagnée d'un défaut immédiat total (éventuellement assorti d'une clause de revoyure après retour à bonne fortune, pour ne pas se couper totalement de la communauté internationale et inciter celle-ci à favoriser la relance de l'économie grecque). Je laisse le soin au [Flash Economie N°558 / 6/07/2015 de Natixis](#) de résumer les effets à attendre d'une telle solution (comme ça on ne pourra pas m'accuser d'être un gauchiste irresponsable... ou bien je partagerai le qualificatif avec Patrick Artus !)

Nous essayons d'imaginer la situation de la Grèce s'il y a défaut sur la totalité de la dette, sortie de l'euro et dévaluation :

- *le défaut fait disparaître les intérêts payés sur la dette extérieure et sur la dette publique, mais fait disparaître aussi la possibilité de financer un déficit extérieur ou un déficit public. Nous regardons quelle possibilité de stimulation de la demande intérieure ceci fait apparaître ;*
- *la dévaluation fait monter le prix des importations, ce qui réduit le revenu réel, mais améliore la compétitivité des secteurs exportateurs (industrie, tourisme, autres services exportables) et peut attirer des investissements étrangers. Nous regardons quel effet l'exporte, en examinant les effets de la dévaluation interne déjà mise en place en Grèce.*

Au total, l'effet global du défaut et de la dévaluation serait positif :

- *le défaut desserrerait fortement la contrainte d'équilibre extérieur ;*
- *la dévaluation aurait un effet net négatif sur l'activité, avec la taille trop faible du secteur exportateur ;*
- *l'effet positif du défaut l'emporterait sur l'effet négatif de la dévaluation.*

Par définition, s'agissant d'une solution non coopérative, la Grèce n'aurait besoin de l'accord de personne pour adopter une telle solution. Jusqu'à présent elle ne l'a pas fait, elle ne semble même pas avoir préparé sérieusement une telle option. Ce faisant elle se place dans une situation de faiblesse vis-à-vis de ses plus farouches détracteurs au sein de l'Eurozone. A ne pas penser positivement son propre Grexit, elle pourrait se retrouver dans la situation d'un Grexit non désiré et non préparé si Schäuble parvenait à imposer ses vues. Comme vient de le dire si élégamment [Paul Krugman](#) « j'ai peut-être surestimé la compétence du gouvernement grec » !

La solution non coopérative à la Schäuble

La solution non coopérative à la Schäuble consiste à imposer à la Grèce un Grexit (présenté comme temporaire) donc une dévaluation mais sans défaut total et immédiat, avec néanmoins promesse, pour faire avaler la pilule, d'un réaménagement ultérieur de la dette. Ce serait certainement la pire solution pour la Grèce, car comme le montre bien la note de Natixis citée plus haut, la dévaluation à elle seule, étant donné la structure de l'économie grecque, n'a pas en elle-même un impact positif. Un impact positif ne peut résulter que de la combinaison du défaut total immédiat (impact positif) et de la dévaluation (impact négatif mais de moindre ampleur que l'impact positif précédent). Décaler dans le temps le réaménagement de la dette confronterait la Grèce au seul choc globalement négatif de la dévaluation sans l'arrêt immédiat de tout versement d'intérêt et de capital sur sa dette : c'est pourtant la condition absolue de réussite d'une opération de toutes manières très difficile à conduire, au vu de ce qu'un observateur extérieur peut ressentir de la capacité des dirigeants politiques grecs et de l'administration d'Etat à gérer un tel processus.

La solution Schäuble apparaît peu crédible : on voit mal quelle carotte pourrait conduire la Grèce à la mettre en œuvre ; elle aurait alors intérêt au Grexit à sa propre initiative et à ses propres conditions... non négociables. Et Schäuble ne pourrait qu'être déconsidéré, car au lieu de protéger les intérêts des contribuables, épargnants et futurs retraités d'un pays vieilli, il les aurait conduits à supporter un défaut total de la Grèce et les conséquences induites (nouvelle crise financière... dont on ignore quelle serait l'ampleur).

La solution coopérative euro-grecque

Ce serait la meilleure solution pour tout le monde. Elle éviterait aux grecs d'entrer dans le territoire inconnu du défaut, de la remise en place d'une monnaie nationale, de la perte de pouvoir d'achat inhérente à l'opération. Elle suppose de lever franchement, ouvertement et immédiatement le tabou d'une restructuration majeure de la dette grecque sans laquelle il n'y a pas d'autre perspective pour la Grèce que de retarder encore et encore un inévitable défaut, en raclant des fonds de tiroirs déjà raclés et en vivant au jour le jour, sans perspective de croissance permettant d'envisager un avenir différent. Mais elle suppose aussi l'engagement irrévocable de la Grèce à construire un Etat moderne, capable de collecter l'impôt sur toutes les catégories de la population et d'affecter les transferts européens reçus non plus à la consommation immédiate et aux prébendes, mais à l'amélioration de l'attractivité du territoire

pour les investissements étrangers... passage obligé inévitable pour relancer une économie grecque ancrée dans le Grand marché européen.

Atermoiements et indécisions : des enjeux trop lourds à assumer pour des acteurs collectivement pas à la hauteur de l'Histoire

Entre ces trois solutions, aucun acteur européen ne semble capable de prendre véritablement position et en tout cas de faire prévaloir sa position. Le gouvernement allemand est divisé et l'opinion publique allemande est favorable à la solution punitive à la Schäuble. Beaucoup de pays de l'Europe du Nord sont sur une position semblable, excédés par l'attitude hautaine et peu coopérative d'un gouvernement grec politiquement déterminé mais techniquement pas à la hauteur de la situation, attitude incarnée par l'ex-ministre de l'économie, Yanis Varoufakis. L'opinion publique grecque souhaite très majoritairement rester dans l'Euro mais ne veut plus de l'austérité et chaque catégorie sociale s'oppose à toute réforme qui l'affecterait un tant soit peu. Du côté des partenaires européens, il semble bien que la France soit la plus engagée dans la solution coopérative, mais elle apparaît à ses partenaires européens comme juge et partie, ayant trop tardé à entamer les réformes structurelles nécessaires à la redynamisation de sa propre économie... ce qui freine sa capacité à ancrer l'Allemagne dans le camp de la solution coopérative. Finalement, ce sont les acteurs les plus lointains qui sont les plus lucides et disent tout haut ce que beaucoup d'européens pensent tout bas. Le FMI (et son ancien directeur DSK) est le plus lucide sur l'insoutenabilité de la dette grecque et l'indispensable *haircut* à effectuer sur cette dette. Les Etats-Unis sont probablement les plus conscients de l'impact géopolitique – catastrophique pour les intérêts occidentaux... tels qu'ils se les représentent – qu'aurait la mise en œuvre d'une solution non coopérative qui rapprocherait la Grèce de la Russie et de la Chine, et qui créerait un foyer d'instabilité supplémentaire aux portes d'un Moyen-Orient si tragique.

Cette incapacité des acteurs européens à se décider sur une solution tient à l'extrême complexité d'un dossier qui met en jeu de multiples dimensions contradictoires. Lorsque l'une de ces dimensions milite dans un sens, une autre dimension pousse à faire l'inverse. Ces atermoiements tournent autour de trois questions clef :

- Pourquoi le principe de réalité ne guide pas les positions des créanciers de la Grèce ?

Quand ça ne peut pas... ça ne peut pas ! Demander à la Grèce de rembourser l'intégralité de sa dette c'est comme demander à un coureur du Tour de France globulement normal de placer un démarrage fulgurant dans l'ascension de l'Alpe d'Huez un jour de canicule ! Dans ces conditions, on ne peut que se demander pourquoi l'Allemagne veut absolument maintenir la fiction d'une soutenabilité de la dette grecque dans son intégralité, quitte à accepter – en traînant des pieds quand même – un rééchelonnement, des diminutions de taux et, à l'extrême rigueur, un petit moratoire sur les paiements d'intérêt et les remboursements de capital. Pourquoi ? Psychorigidité de sociétés imprégnées de luthérianisme, juridisme étroit, crainte de contagion à d'autres sociétés de la périphérie de l'Eurozone qui n'en peuvent plus de l'austérité inhérente à l'ajustement interne ? Refuser le *haircut*, c'est militer – de fait – pour le défaut total... bien plus risqué pour tout le monde !

- Pourquoi le mot « défaut » est-il un gros mot que les « gens biens » ne peuvent pas prononcer ?

La Grèce détient en réserve une arme potentiellement très dangereuse. Mais dont on ne sait pas exactement si c'est une bombinette qui ne fera de mal qu'à celui qui la manipulerait maladroitement – la Grèce en l'occurrence – ou bien une bombe thermonucléaire capable de faire exploser la planète Finance et d'embraser par contrecoup toute l'économie réelle mondiale. Cette arme c'est le défaut, le vrai défaut, pas le petit retard de paiement, mais celui qui affiche fièrement en lettres géantes « **MERDE AUX CREANCIERS** » et se traduit par la cessation de tout paiement d'intérêts et de tout remboursement de capital. Car un défaut de ce type déclencherait immédiatement et sans contestation possible une reconnaissance officielle d'évènement de crédit (*credit event*) par l'ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) qui entrainerait l'activation des CDS (*Credit Default Swaps*) noués autour de la dette grecque. Et c'est là que commence la glorieuse incertitude de la Finance !

En dépit des efforts pour instaurer des chambres de compensation (cf. [Les Echos](#)), l'essentiel des CDS restent noués entre un assureur et un assuré dans des opérations de gré à gré (*Over The Counter*, OTC) non répertoriés et non centralisés par un régulateur public : ainsi personne n'est capable de dire précisément quels sont les montants en jeu. Mais le montant de la dette grecque ne donne-t-il pas un ordre de grandeur maximum des sommes mises en jeu ? Absolument pas. Tout d'abord les Etats, (et leurs Banques Centrales) ne contractent pas de CDS : or les Etats Européens détiennent (indirectement, via les institutions européennes, mais *in fine* ils garantissent) une bonne part de la dette grecque depuis le premier réaménagement de cette dette en 2011). Ce qui ne veut pas dire que les Etats n'ont pas d'assureurs : leurs assureurs, c'est nous... les contribuables. Dès lors on pourrait en déduire que les montants de CDS sur la Grèce ne peuvent concerner qu'une fraction du montant de la dette grecque. Grave erreur, car des spéculateurs peuvent assurer une créance qu'ils ne détiennent pas, via des CDS nus : ils ne courent aucun risque, mais payent la prime et récupèrent le capital qu'ils ne possédaient pas en cas d'évènement de crédit... s'ils n'ont pas déjà revendu le contrat en empochant un bénéfice. Certes l'Union Européenne interdit depuis 2012 les CDS nus... en théorie... car les exceptions vident l'interdiction d'une bonne part de sa substance (voir sur le blog OFCE cet [article de Anne Laure Delatte](#), décembre 2012).

Quant au montant total des CDS noués autour de la dette grecque, les informations les plus diverses circulent. Il n'est même pas certain que l'information exacte existe, car entre les CDS non standardisés (hors chambre de compensation) et les CDS anonymes des *dark pools* (voir cet [article de François Leclerc](#), blog Jorion, déc. 2014), le montant exact des CDS émis doit être aussi précis qu'une statistique grecque ! Et même si les évaluations les plus basses s'avéraient réalistes, sachant que les « assureurs de CDS » n'ont pas d'obligation de provisions comparables à celle d'un assureur classique, leurs faillites sont très possibles en cas d'évènement de crédit majeur (c'est d'ailleurs ce qui est arrivé à l'assureur américain AIG en 2008). Et c'est ainsi qu'à partir d'un évènement de crédit, une première faillite induite peut déclencher un effet domino déstabilisant l'ensemble du système financier mondial (banques + *shadow banking*). Voilà pourquoi un défaut grec serait une entrée en *terra incognita*... que

personne ne tient vraiment à explorer... sauf peut-être, et involontairement, M. Schäuble... qui pense rendre service à ses électeurs !

Pourquoi l'Euro est-il si difficilement gérable dans sa configuration institutionnelle actuelle ?

Si la Grèce était à l'Europe ce que la Lozère est à la France, personne ne se poserait la question de savoir si elle dispose de recettes fiscales et de cotisations sociales couvrant l'ensemble de ses dépenses publiques et de ses retraites. Inversement, personne ne viendrait à imaginer qu'en Lozère on puisse partir en retraite dix ans plus tôt que dans le reste de la France. De même personne ne se pose la question de savoir si la balance commerciale de la Lozère est équilibrée (j'en doute !) et ne s'interroge sur qui finance son déficit ! Et personne, à l'époque du franc, ne se posait la question de savoir si la Lozère pouvait vivre avec la même monnaie que l'Ile-de-France ou Rhône-Alpes, si le franc n'était pas surévalué par rapport à la compétitivité de l'économie lozérienne.

Cette attention inattendue portée à la Lozère illustre bien la différence entre :

- d'une part, une économie unifiée au sein d'une même nation disposant des normes économiques et sociales homogènes sur l'ensemble de son territoire ;
- et, d'autre part, une Union monétaire de nations diverses, fonctionnant chacune avec des systèmes budgétaires, fiscaux et sociaux propres et souvent divergents, rassemblées autour d'un budget commun limité à 1% du PIB (c'est celui de l'ensemble de l'UE, pas spécifiquement de l'Eurozone) tout à fait insuffisant pour ajuster des écarts de productivité considérables ne pouvant être compensés par des mouvements de parité monétaire internes à la zone... monnaie unique oblige.

Car telle est la contradiction fondamentale, le péché originel de l'Eurozone : avoir voulu construire une monnaie unique sans l'associer à une démarche fédérale, faisant converger les systèmes fiscaux et sociaux vers des normes communes (resterait à savoir lesquelles : libérales ? social-libérales ? social-démocrates ? Vaste débat !) et collectivisant des ressources importantes pour compenser les écarts de compétitivité et de richesse entre les régions riches et pauvres, comme le fait la France entre l'Ile-de-France et la Lozère (sans se poser de questions) et bien d'autres pays européens entre le Nord et le Sud (Italie du Nord / Mezzogiorno, Catalogne / Andalousie... mais il est vrai... en se posant des questions !).

Pour ne pas aller de déboire en déboire et persister dans son existence, l'Eurozone n'a que deux options :

- aller à marche forcée vers le fédéralisme, la mise en place d'un budget fédéral significatif doté de ressources propres (donc des impôts européens), la mise en place d'un Trésor fédéral gérant l'endettement de l'ensemble (émission d'euro-obligations se substituant progressivement aux anciennes dettes nationales), des pertes importantes de souveraineté budgétaire des Etats Nationaux qui devront au minimum soumettre leur budget à l'acceptation des autorités fédérales...

- revenir à une version moins ambitieuse de l'Euro, non plus monnaie unique mais monnaie commune de relations internationales (intra et extra européennes) avec des sous-euros nationaux dont les parités administrées seraient ajustables périodiquement au gré des écarts de productivité. Ces mouvements de parité ne seraient pas compatibles avec des billets communs à tous les pays, d'où la nécessité de revenir à des billets nationaux (ou de sous-zones au sein de l'Eurozone). Cette solution aurait l'avantage de la souplesse et donc de mettre fin aux rigidités actuelles d'une fixation irrévocable des parités, mais elle réintroduirait des coûts de transaction et de l'incertitude dans le calcul économique.

Cependant, je suis, hélas, prêt à parier qu'aucune de ces deux voies ne sera empruntée. Elles ont en commun un inconvénient rédhibitoire : la nécessité de modifier les traités et donc de trouver dans tous les pays une majorité pour ratifier ces nouveaux traités, face à des opinions publiques très désabusées quant à un projet européen perçu comme la construction d'élites coupées des peuples. Un référendum n'aurait aucune chance de passer aujourd'hui. Des majorités parlementaires pourraient même être très problématiques dans certains pays.

Le plus probable est que le *statu quo* prévaudra encore longtemps, en espérant qu'aucune grave crise financière ne viendra compromettre une embellie économique encore très incertaine (ce qui suppose impérativement de faire prévaloir la solution coopérative à la crise grecque) : ça passe ou ça casse ! Et si ça casse... ça fait très mal.

Mais on a le droit de rêver : peut-être une génération de dirigeants politiques charismatiques va-t-elle réenchanter l'Europe. Oh que je suis dur avec le personnel politique actuel ! Pourtant mon cœur de midinette frémit chaque fois qu'Angela et François se font la bise sur le perron de l'Elysée. Sans doute mériteraient-ils la Palme d'or du charisme européen... en catégorie « bonnet de nuit » !

Et maintenant passons à la rubrique tant attendue ! Toutefois, avant de nous occuper de nos sous, relativisons les malheurs de l'Eurozone: on se rassure comme on peut !

On considère souvent que la zone euro est une région en grande difficulté économique : faiblesse de la croissance potentielle, chômage structurel élevé ; insuffisance de l'effort d'innovation, règles complexes du marché du travail.

Tout cela est vrai, mais il ne faut pas oublier :

- ***que l'économie des Etats-Unis descend fortement en gamme ;***
- ***que le Japon n'a pas de moteur de croissance ;***
- ***que le Royaume-Uni prospère sur la bulle immobilière ;***
- ***que la Chine a perdu son moteur de croissance ;***
- ***que les exportateurs de pétrole souffrent de la baisse du prix du pétrole ;***
- ***que les pays émergents ont leur croissance ralentie par de multiples goulots d'étranglement.***

Finalement, comparée à celle des autres régions, l'économie de la zone euro est assez rassurante.

Source : Natixis, [Flash Economie, 25 juin 2015, N°529](#)

2. Et mes sous dans tout ça : les quatre vérités de Tante Europythie.

Je me souviens avoir confié cette rubrique « Et mes sous dans tout ça » à Confucius, puis une autre fois à Jean-Jacques Rousseau. Cette fois-ci c'est l'Europythie qui s'y colle, et sans doute aura-t-elle l'occasion de revenir dans cette lettre. Elle fait maintenant partie de la grande famille de LA CRISE et nous l'appellerons donc désormais Tante Europythie ! Elle va vous asséner ses quatre vérités :

- Une banque, c'est comme une porte : elle peut être ouverte... ou fermée !
- Les DAB (ATM) ne sont pas aussi automatiques qu'on pourrait le croire !
- Un coffre dans une banque fermée est un coffre inaccessible et hors de contrôle !
- Si tous les Euros sont nés égaux, ils vieillissent inégaux !

Ces quatre vérités sont certes inspirées des récents événements grecs. Mais méfiez-vous, ils ont en fait une portée universelle, ce dont on pourrait bien se rendre compte un jour ou l'autre, quelque part ou ailleurs.

Bank holiday à rallonge. Les anglosaxons adorent les *Bank holidays*, toujours placés un lundi, ce qui donne des occasions de week end de trois jours, favorables aux escapades récréatives. Les Grecs semblent avoir moins apprécié un *bank holiday* de trois semaines, qui se termine par une réouverture *a minima* n'autorisant pas tous les types d'opération. Pour eux, la récréation n'était pas drôle et n'a que trop duré.

Même si elle reste l'institution permettant l'utilisation de votre argent la plus simple et la plus pratique au quotidien, la banque n'est plus le lieu où votre argent est le plus en sécurité. C'est bien ce qu'ont dû ressentir les déposants grecs lorsque le bruit a couru que pour renflouer les banques grecques un prélèvement de 30% serait fait sur les dépôts supérieurs à 8000 € (voir article [Financial Times](#) en date 4 juillet). C'est la technique désormais bien connue du *bail in* (renflouement des banques sur le dos des apporteurs de fonds, que ce soit les actionnaires, les porteurs d'obligations, mais aussi, en dernier recours, les déposants). L'opération n'a pas encore été confirmée, mais les dépôts restant largement bloqués, la fin de l'été, avant fermeture ou réouverture complète des banques, pourrait bien être très chaude pour les déposants grecs, sans que le réchauffement climatique ne soit en cause !

Et si un éventuel défaut grec entraînait une crise financière internationale, il n'y a pas que les Grecs qui pourraient se méfier des banques universelles (mélangeant banque de dépôt et banque d'investissement). Le risque viendrait d'une contamination de ces banques par des produits dérivés (du type des CDS dont on a parlé plus haut) qui pourraient les mettre en difficulté, nécessitant une recapitalisation par *bail in*.

La formule de Tante Europythie :

Banque universelle+ Produits dérivés+ Bail in = défiance des déposants.

DAB : une mutation acronymique. « DAB » est théoriquement l'acronyme de « Distributeur Automatique de Billets » l'équivalent francophone de l'ATM anglo-saxon (*Automated Teller Machine*). Mais les Grecs viennent de vivre une mutation acronymique : chez eux le DAB est devenu le « Distributeur Avare de Billets ». En général lorsque votre banque est fermée – le soir, le week end – les DAB vous délivrent des billets, sans autre restriction que celles des plafonds journalier ou hebdomadaire auxquels vous avez droit, selon votre type de carte. Mais lorsque les banques sont fermées aux heures d'ouvertures normales, c'est probablement la double peine qui vous attend : Banque fermée + DAB avare, ou pire, DAB sourd, muet et aveugle !

Le conseil de Tante Europythie :

Chaque vendredi matin, faites-vous les poches, vérifiez que vous avez sur vous une somme raisonnable de cash, en fonction de vos besoins habituels et éventuellement de projets exceptionnels (par exemple un départ en Grèce !). Sinon, courez au DAB le plus proche. Les mauvais coups en matière bancaire et financière arrivent en général le vendredi soir tard, après la fermeture de Wall Street.

Coffres bancaires : les nouveaux funérariums. Descendre à la salle des coffres d'une banque est toujours une épreuve. Par un escalier souvent mal commode (sans doute dessiné par un architecte qui a des intérêts dans une clinique spécialisée dans le col du fémur, vu l'âge moyen des visiteurs de coffres !) vous arrivez dans une sorte de crypte dotée de nombreuses petites niches fermées à clef. J'imagine que certains clients y ont déposé les précieuses urnes funéraires de leurs chers défunts... de peur qu'ils s'échappent et pire encore... ressuscitent ! Mais d'autres pourraient avoir la malencontreuse idée d'y entreposer les liasses de billets qu'ils ont soigneusement accumulés pour se prémunir de l'avarice éventuelle des DAB. Pas de chance : quand les DAB sont avares, les banques ont de fortes chances d'être fermées et donc les coffres inaccessibles. C'est ainsi que votre coffre pourrait devenir le funérarium de votre épargne et de vos bijoux favoris : vos réserves de cash, les piécettes héritées de Tante Ursule, l'horrible collier de votre grand-mère Eléonore qu'il ne faut surtout pas vendre pour ne pas vexer votre mère Noémie...

Le conseil de Tante Europythie :

Ne laissez pas dans un coffre bancaire ce dont vous pourriez avoir besoin pendant une fermeture prolongée de votre banque ou que vous ne voudriez pas que l'on y trouve si un jour les contenus étaient inventoriés - à l'insu de votre plein gré ! – pour entrer dans l'assiette d'un *bail in* ou être soumis à une taxation exceptionnelle. Trouvez chez vous une cache originale : évitez le dessous de la baignoire, trop de cambrioleurs ont vu le film *Amélie Poulain* ! Eventuellement, installez un coffre et laissez-le vide... il occupera les cambrioleurs un bon moment !

Tous les euros ne sont pas égaux : une dichotomie subreptice

Il y a deux ou trois ans un bruit récurrent parcourait la blogosphère, mettant en garde contre le risque potentiel lié à certains billets en Euro, émis par certains pays. Il était ainsi conseillé de ne stocker que les bons billets allemands (numéro commençant par un X), à la limite ses propres billets nationaux (U pour la France) mais surtout d'éviter les billets grecs (Y), portugais (M), espagnols (V), italiens (S) qui risqueraient de ne plus rien valoir (ou d'enregistrer une forte décote) en cas de sortie d'un de ces pays de la zone euro. En fait, cette rumeur (surtout répandue par les *goldeux*, que je n'ai jamais répercutée dans cette lettre, faute de source crédible) était totalement infondée : l'impression des billets en Euro, dans quelque pays qu'elle se fasse, est réalisée sous le contrôle de la BCE et engage cette dernière... comme l'atteste la signature de Mario Draghi sur tous les billets (ou de son prédécesseur Jean-Claude Trichet sur les billets plus anciens). Et c'est bien pour ça que la Banque Centrale grecque ne pouvait, ces dernières semaines, satisfaire la demande en billets au delà de ce qu'autorisait la BCE dans le cadre du programme ELA (Emergency Liquidity Assistance). Afin de tordre le cou à la rumeur des mauvais billets, en fonction de la prétendue nationalité, les numéros des nouveaux billets (5,10 et bientôt 20 Euros, puis à suivre 50,100 Euros...) ne renvoient plus à des codes pays mais à des codes imprimeur (en savoir plus sur [Wikipedia](http://fr.wikipedia.org/wiki/Billets_euro)).

Pour autant, tous les Euros sont-ils égaux ? Pas certain ! Mais la distinction est à faire suivant la nature de la banque émettrice ou de la banque qui abrite ces Euros. Il y a les Euros Banque centrale et les Euros banques commerciales. Les premiers correspondent aux billets, bien sûr, et aux soldes des comptes ouverts à la BCE par toutes les institutions bancaires et financières qui sont habilitées à y ouvrir un compte. Mais vous et moi, simples particuliers, nous ne pouvons pas transférer nos comptes à la BCE ou dans les banques centrales nationales. Notre monnaie scripturale est donc forcément localisée dans des banques commerciales et nous ne pouvons détenir de la monnaie banque centrale que sous forme de billets. Le tableau ci-dessous vous donne l'évolution de la circulation des billets en Euros depuis 2010 et jusqu'à fin juin 2015.

Table 1.2: Euro banknotes, values (EUR billions, unless otherwise indicated, not seasonally adjusted)								
	TOTAL	500 EUR	200 EUR	100 EUR	50 EUR	20 EUR	10 EUR	5 EUR
% share of total banknotes (circulation of euro banknotes)								
2015 June	100.0	29.3	4.0	19.9	37.7	6.2	2.1	0.8
Circulation of euro banknotes (outstanding amount, end of period)								
2010	839.7	287.9	36.1	155.1	277.5	55.0	20.4	7.6
2011	888.6	299.6	36.3	165.0	302.3	57.1	20.7	7.7
2012	912.6	293.7	36.8	170.6	321.9	59.8	21.7	8.1
2013	956.2	291.6	39.8	185.0	348.1	61.8	21.6	8.4
2014	1,016.5	303.0	40.8	201.6	375.4	64.7	22.4	8.6
2014 Q4	1,016.5	303.0	40.8	201.6	375.4	64.7	22.4	8.6
2015 Q1	1,016.2	304.6	41.1	202.9	376.0	61.8	21.4	8.4
Q2	1,041.9	305.6	41.3	207.6	392.5	64.2	22.1	8.5
2015 Apr.	1,026.4	305.0	41.2	204.5	382.3	63.1	21.9	8.4
May	1,031.9	305.1	41.2	205.8	385.9	63.4	22.0	8.5
June	1,041.9	305.6	41.3	207.6	392.5	64.2	22.1	8.5
Issued by Eurosystem (sums)								
2010	1,086.0	105.8	19.0	123.2	528.9	203.8	86.4	18.8
2011	1,129.9	114.4	17.8	128.4	550.0	211.5	88.9	18.9
2012	1,120.7	102.8	18.8	128.7	552.0	210.9	88.6	18.9
2013	1,169.3	101.1	19.3	136.6	584.8	216.6	90.9	20.0
2014	1,160.1	101.5	16.1	135.9	581.2	216.1	90.2	19.1
2014 Q4	317.9	29.1	4.3	38.9	159.1	57.4	24.1	4.9

Source : BCE <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004112>

Quel est l'enjeu, entre monnaie banque centrale et monnaie banque commerciale ? Une banque centrale ne fait pas faillite ; elle peut certes émettre de la monnaie de singe en cas d'hyperinflation (ce qui n'est pas vraiment le cas dans la période actuelle), mais ne pouvant faire faillite, les avoirs qui y sont localisés ne peuvent être confisqués dans le cadre d'un *bail in*. Ce qui fait une énorme différence avec les dépôts dans les banques commerciales. Et voilà pourquoi, en cas de troubles bancaires, les déposants se ruent dans les banques ou sur les DAB pour vider leurs comptes et repartir avec de la monnaie banque centrale sous forme de billets, comme on vient de le voir en Grèce. Une forte demande de billets est un bon indicateur de troubles bancaires et de méfiance vis-à-vis des banques. En cas de défaut grec, pour analyser les risques de contagion des troubles, il sera important d'analyser, pays par pays, comment évolue la demande de cash (au sens le plus étroit du terme, les billets) et comment les autorités essaieront de rationner cette demande. Mais en cas de rationnement, on pourrait bien voir se généraliser un phénomène de prime au cash où le prix d'un bien ou service payé en billets serait moins cher que pour un paiement en chèque ou par carte bancaire. Les espèces seraient thésaurisées, verraient leur vitesse de circulation diminuer tandis que la monnaie scripturale serait dépensée au plus vite, bradée. Et l'incitation à détenir des espèces s'accroît avec la baisse des taux d'intérêts sur les comptes bancaires et livrets, jusqu'à des niveaux quasi nuls.

L'injonction de Tante Europythie :

La monnaie banque centrale tu adoreras, la monnaie banque commerciale tu toléreras (faute de pouvoir faire autrement !) mais des banques commerciales les plus impliquées dans le casino financier tu te méfieras encore plus que de la peste (pas d'antibiotiques contre les effets de la spéculation !)

Et voilà pour LA CRISE N°31. Tante Europythie et moi-même vous souhaitons de bonnes vacances... sans pouvoir vous garantir que la Grèce sera toujours dans la zone Euro à votre retour... ou que Schäuble sera toujours ministre en Allemagne ! Prochain numéro à l'automne, en fonction des événements, de l'envie d'écrire ... et de la pluviométrie en Dordogne... pour le moment desséchée par la canicule. Maintenant, il est 19h30... c'est l'heure de l'apéro : Ouzo obligatoire, en l'honneur de Tante Europythie dont l'aide fut si précieuse. Soutenons les exportations grecques !

Henri REGNAULT, le 23 juillet 2015

henri.regnault@univ-pau.fr