

Le point de vue de

**Michel Juvet**

Analyste financier et membre du comité de direction de Bordier & Cie

## **La Grèce, Bear Stearns ou Lehman ?**

Lundi 15 février 2010

**L**a crise qui frappe aujourd'hui les dettes publiques ressemble beaucoup à la crise bancaire de l'été 2007.

### **Déni de réalité**

Au début de la crise, la réaction des hommes politiques ou des managers est identique: minimiser les problèmes, voire les cacher. La publication des statistiques grecques ressemble ainsi à s'y méprendre aux publications de résultats d'UBS ou de Citigroup en 2007: confuses, obscures, sous-estimant totalement les problèmes. De même les déclarations pendant l'été 2007 d'Henri Paulson, secrétaire au Trésor américain, assimilant le début de la crise et les dérapages des marchés à une « *simple réappréciation des risques* » limitée au petit secteur des « *subprimes* », sont à mettre en perspective avec les commentaires rassurants sur la petitesse de la Grèce.

### **Des spéculateurs coupables**

L'origine des problèmes se situe dans la gestion calamiteuse des affaires, qu'elles soient publiques ou privées. Pourtant, de nombreux commentateurs affirment que la crise de la dette publique est le produit de spéculateurs qui parient sur la faillite prochaine d'un Etat, comme dans la crise bancaire les faillites auraient été dues à la spéculation des « *hedge funds* ». Mais n'est-il pas normal que les créanciers s'inquiètent et décident de

protéger leurs créances lorsque les situations dérapent ? Les marchés dans les deux cas n'auront fait que leur métier: réagir plutôt que de mourir idiot et pauvre !

### **Des effets de contagion mortels**

En 1929, les « *bank run* » populaires avaient mis à terre de nombreuses banques. En 2008 les « *bank run* » institutionnels couchèrent de nombreuses institutions financières. Assistera-t-on en 2010 à un « *state run* » qui verrait les créanciers des Etats endettés se précipiter pour être remboursés ? Certes la Grèce compte peu en comparaison des poids lourds français ou allemand (son PIB ne représente que 2% du PIB de la zone euro, et ses dettes bancaires moins de 3% des dettes bancaires de la zone euro), mais son éventuelle déstabilisation entraînerait forcément une chaîne de réaction punitive pour le système financier et bancaire européen (les banques européennes détiennent plus de 80% des 215 milliards de dettes bancaires dues par la Grèce).

Sans solution crédible pour maîtriser rapidement les inquiétudes des créanciers, ces derniers se retirent toujours avec angoisse des situations comparables. Ce phare diabolique, qui désignait hier les banques fautives les unes après les autres, éclaire aujourd'hui d'une lumière létale le Portugal, l'Espagne et l'Italie.

## Exagération

Le refus des réalités, le manque de transparence et les discours peu coordonnés des autorités entraînent les marchés dans les exagérations. La quasi-anorexie actuelle des investisseurs pour les dettes publiques s'oppose à celle qui prévalait il y a dix-huit mois sur les dettes bancaires !

## Le sauvetage nécessaire

Au printemps 2008, le sauvetage de Bear Stearns semblait évident. Une faillite impromptue aurait été trop dangereuse pour le système bancaire. De la même manière, aujourd'hui, personne ne peut envisager de laisser se débrouiller le vilain canard grec. Trop dangereux, paraît-il, pour la stabilité des institutions de la zone euro... A la fin 2008, les autorités inversèrent leur logique et abandonnèrent Lehman Brothers, mais avec les conséquences que l'on connaît. Aujourd'hui, faut-il rejouer Bear Stearns dans le cas grec au risque d'être de toute façon confronté plus tard avec un cas étatique plus grand et plus grave ?

## « Too big to fail »

L'expérience réalisée avec Bear Stearns indique que, lorsque la crise est profonde et répartie dans différents endroits du système, il ne suffit pas de replâtrer les premières fissures. Les sparadraps de l'Union européenne ou de la Banque centrale sur la dette grecque calmeront les esprits à court terme, mais ne permettront pas de résoudre les crises suivantes. Pour les Etats, le sauvetage d'une mauvaise politique ne doit pas être compris comme une récompense. Et pour les créan-

ciers, ici comme avant, ils doivent assumer leurs prises de risque. Sans réponse précise à ces deux enjeux, l'Espagne ou l'Italie, poids importants dans la zone euro, risqueraient de devenir les Lehman Brothers de l'Europe ? La question du « *too big to fail* » qui torture l'esprit des architectes de la future réglementation bancaire devra être reprise au sujet de la taille des dettes étatiques.

Cette nouvelle crise sera longue, car il est plus difficile d'imposer à une population des sacrifices nécessaires que de restructurer une banque. Les responsables politiques sont donc aujourd'hui en première ligne, et il faut craindre qu'ils ne finissent par être tentés de recourir aux expédients faciles, tels que le financement des déficits budgétaires par la planche à billet. La BCE sera au centre de tous les débats quoi qu'il arrive.

La gestion de la crise de la dette publique doit vite s'inspirer des expériences bancaires. Si les banques avaient été transparentes et crédibles dans leurs plans d'assainissement, les Etats n'auraient certainement pas dû jouer les pompiers pour garantir leurs dettes. Les autres Etats européens concernés doivent donc agir « *hic et nunc* » et communiquer leurs intentions avant que les créanciers ne les rattrapent.

Enfin, si les banquiers qui ont entraîné leurs entreprises dans des pertes abyssales ne méritaient que l'exil sans parachute doré, les responsables politiques qui perpétuent l'endettement devraient également payer le prix de leur incompétence. La démocratie sera-t-elle plus efficace que les actionnaires ?