

UFG-LFP | Avril 2010



## La dégradation de la dette Grecque

De Xavier Lépine - Président du Directoire de UFG-LFP

La décision de Standard and Poor's de dégrader la notation de la Grèce n'a fait qu'entériner brutalement (dégradation historique de 3 degrés en une seule fois) un constat de fait : la Grèce n'a pas la capacité financière d'honorer ses engagements contractuels sans aide extérieure ; et les difficultés rencontrées pour la mise en place de cette aide, notamment la position Allemande, justifient en soi la position de l'Agence de rating, comme l'inquiétude des marchés et bien évidemment les risques de contagion aux pays faibles de la zone euro.

Première grande crise de l'Euro, il est normal et logique que les Etats se cherchent. Afficher immédiatement un soutien sans faille et infini pourrait affaiblir à terme les Etats forts et renverrait à la problématique du hasard moral. "Laisser tomber la Grèce" provoquerait un chaos comparable à celui de la faillite de Lehman Brothers, via l'effet domino sur les autres Etats européens et a minima les banques européennes. Les Etats détestent agir sous la pression des marchés et ils chercheront, à un rythme certes accéléré mais dont ils garderont la maîtrise, le plan de sauvetage qui leur semblera le plus efficace.

Analysons la situation de manière très "binaire" : si à la première crise dont

chacun s'accorde à reconnaître que les montants en jeu sont gérables, les Etats jettent l'éponge, il en irait de la crédibilité même de la construction européenne. En conséquence, notre opinion est qu'une solution sera trouvée.

Les modalités techniques, par contre, sont décisives et, là encore, nous risquons d'entrer dans des schémas successivement "binaires" : les Etats vont-ils aider la Grèce en la mettant sous tutelle avec un plan d'austérité sévère ou, plus "généreux", vont-ils envoyer un message de laisser-aller (nous sommes là pour vous aider en vous prêtant généreusement) ? Autrement dit, va-t-on faire du new money type Mexique 1982 ou un plan Volcker type 1985 ? Notre anticipation est que l'aide sera a minima et sous contrainte de plan d'austérité. L'expérience des défauts de paiement des pays latino-américains et d'Europe de l'Est dans les années 80 a enseigné aux créanciers comme aux débiteurs qu'une situation de défaut est la pire des solutions pour les deux parties.

Va-t-on passer par les étapes de défaut de paiement, restructuration ou échange de titres ? Nous ne pensons pas au stade actuel que l'Europe laissera la Grèce faire défaut, ni même ne restructurera formellement sa dette. Le coût serait trop important. Les agents économiques ne sont pas encore remis de la crise financière récente.

Nous imaginons bien, par contre, une situation où les porteurs se verraient

proposer un échange de leur dette à moyen terme contre une dette plus longue avec un taux d'intérêt plus élevé que l'émission d'origine. Ceci aurait, en outre, l'avantage d'obliger ceux qui ont spéculé sur le défaut de paiement de la dette (acheteur de CDS) à racheter dans la panique leurs positions à découvert (une situation qui ne pourrait que satisfaire tous les Etats opposés à l'attaque de la signature d'un Etat de l'OCDE).

Nous sommes ainsi dans une situation nouvelle où les pouvoirs politiques et les banques centrales ont l'obligation de s'entendre pour gérer une crise qui est concrètement économique et financière. De fait, une intervention des banques centrales sur le marché secondaire de la dette Grecque n'est pas non plus à exclure. Il suffit de peu pour renverser la tendance actuelle et il est clair que si les investisseurs retrouvent une confiance raisonnable dans l'issue des négociations, les cotations remonteront très rapidement à des niveaux élevés et normaux (cf. également le point précédent sur les positions courtes sur les CDS).

Même si cela est très désagréable, en mettant la pression sur l'ensemble des acteurs, Standard and Poors est probablement en train de rendre un grand service à la construction Européenne. Paradoxalement et pour ceux qui auraient un appétit pour le risque plus important, la situation actuelle constitue probablement un point d'entrée !

*Achevée de rédiger le 28 avril 2010*

*Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.*