



Ne laissons pas l'Europe écrire sa tragédie grecque

Philippe Légé

30 avril 2015¹

www.atterres.org

¹ Je remercie Benjamin Coriat, Thomas Dallery, Jonathan Marie et Henri Sterdyniak pour leurs nombreuses remarques et suggestions. Les éventuelles erreurs sont bien sûr de ma seule responsabilité. Merci également à Jean-Marie Harribey et Monique Allard pour leur relecture.

L'attribution des tragédies grecques est souvent incertaine. Pour l'hebdomadaire allemand Der Spiegel, Alexis Tsipras et Yanis Varoufakis sont « *les dirigeants d'un pays certes victime de la crise de la dette mais d'abord responsable de celle-ci* »². En France, le journal Le Monde explique que la Grèce « a été victime d'elle-même » et qu'elle « *n'a pas besoin d'un allègement de dette immédiat* »³. De nombreux médias diffusent l'idée selon laquelle le peuple grec voudrait faire payer ses excès, ou ses fautes, aux contribuables des autres pays. Qu'en est-il ?

Premier acte : des taux d'intérêt trop élevés

La situation actuelle des finances publiques grecques résulte d'une dynamique que l'on peut décomposer en trois périodes. La première, bien analysée dans un récent article de Michel Husson⁴, débute dans les années 1980 avec l'émission de titres aux « *taux d'intérêt extravagants* ». Entre 1980 et 1993, le ratio d'endettement passe de 20,8% à 91,2% du PIB. Sur ces 70 points de hausse, l'excès des intérêts par rapport au taux de croissance a contribué pour 40 points (soit 57%).

L'OCDE explique à juste titre que, dans les années 1980 et 1990, « *les dépenses au titre des transferts sociaux et les paiements d'intérêts ont été les composantes dont la croissance a été la plus rapide, en raison, dans le premier cas, des demandes qui n'avaient pas été satisfaites au cours des années antérieures, et, dans le second cas, du fort gonflement récent de la dette* »⁵. Au moment de l'entrée de la Grèce dans la zone euro, les dépenses de prestations sociales demeuraient encore légèrement inférieures à la moyenne européenne⁶. En outre, durant les années 1990, période de préparation à l'adoption de la monnaie unique, la hausse des dépenses est compensée par une forte augmentation

² Gregor Peter Schmitz, « [Revolutionäre im Rausch](#) », *Der Spiegel*, 17 février 2015.

³ Arnaud Leparmentier, « Le masque de la tragédie grecque », *Le Monde*, 4 février 2015. Cet article a fait l'objet d'une remarquable critique par *La Tribune* le 6 février 2015: « [La bien triste Europe de monsieur Leparmentier](#) ».

⁴ Michel Husson, « [Grèce : pourquoi une dette à 100% du PIB avant la crise ?](#) », *A l'encontre*, 10 avril 2015.

⁵ OCDE, *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2002*, p. 63.

⁶ Selon Eurostat, en 2001 les prestations sociales (transferts en espèces ou en nature versés aux ménages) représentaient 23,6% du PIB en Grèce contre 25,5% pour l'UE.

du taux de prélèvements obligatoires afin de conserver un solde budgétaire primaire positif.

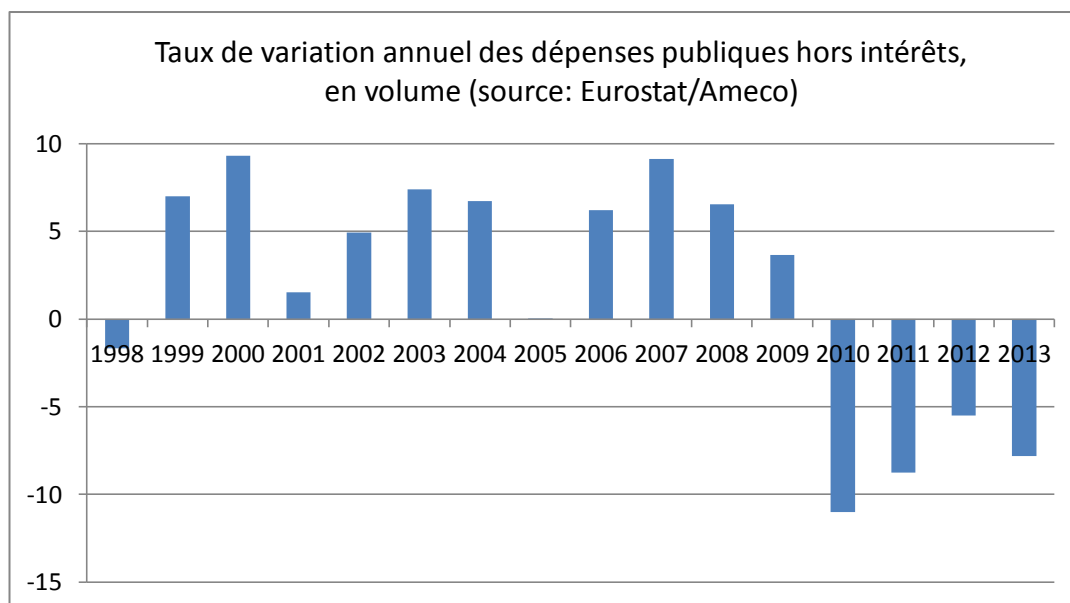
Deuxième acte : hausse des dépenses et baisse des recettes

Les dépenses publiques grecques n'ont pas explosé : elles sont passées de 50,2% du PIB en 1995 à 46,7% en 2000 et 47,5% en 2007. Il faut cependant noter que les paiements d'intérêts ont diminué car l'État grec avait judicieusement emprunté à court terme lorsque les taux étaient très élevés⁷. La part des intérêts versés passe de 16 points de PIB en 1992 à 8 points en 1999 et moins de 5 points en 2005. Cela signifie par conséquent que la relative stabilité du ratio des dépenses publiques masque une hausse des dépenses primaires (graphique 1). Celle-ci s'explique notamment par le rebond des dépenses militaires, pourtant déjà élevées. Entre 2003 et 2009, celles-ci passent de 2,5% à 3,2% du PIB (contre 1,8% dans l'UE en 2009). A cette époque, les achats grecs constituaient le deuxième débouché des marchands d'armes français, et le troisième débouché de leurs homologues allemands. Deux autres facteurs expliquent le dynamisme des dépenses. D'une part, l'augmentation des dépenses sociales se poursuit en raison d'une hausse des dépenses de santé et des pensions de réversion aux veuves et veufs⁸. D'autre part, de nombreux marchés publics font l'objet d'une surfacturation de la part d'entreprises multinationales versant des pots de vin aux élus grecs⁹.

⁷ L'État grec a progressivement augmenté la maturité de ses titres à mesure que leurs taux baissaient. En 1999, la maturité moyenne du stock de la dette publique est légèrement inférieure à 5 ans. En 2008, elle est de 8,5 ans et les nouveaux titres émis ont une maturité moyenne de 11,3 ans. Source : Public Debt Management Agency.

⁸ Selon Eurostat, les dépenses de santé s'accroissent de 1,4 point de PIB entre 2000 et 2008. Les dépenses en pension de réversion augmentent de 1,3 point. Les dépenses vieillesse sont quasi stables (+0,2 point). Les autres dépenses sociales ont une contribution nulle ou négative.

⁹ Un cas emblématique des très nombreuses affaires révélées par la justice et la presse est le versement par le groupe allemand Siemens de pots de vin à des ministres de Nouvelle Démocratie et du PASOK afin d'obtenir l'exclusivité des contrats concernant le réseau de télécommunications public grec, puis la vente d'un système de sécurité dans la perspective des JO d'Athènes. <https://fr.scribd.com/doc/14433472/Siemens-Scandal-Siemens-Hellas>



Graphique 1

Mais les années 2000 sont surtout marquées par une chute des recettes fiscales imputable au développement de l'évasion fiscale, de la fraude et du clientélisme (graphique 2). Les principaux bénéficiaires de la première période sont donc les créanciers nationaux et internationaux de l'État grec, les fournisseurs de celui-ci ayant eu recours à la corruption, et l'oligarchie grecque ayant pratiqué l'évasion fiscale¹⁰.

Ces éléments contribuent à expliquer la singularité de l'effet de la crise mondiale sur l'économie grecque. Quand la bulle immobilière américaine éclate en 2007, la Grèce est le seul pays européen dont la dette publique est légèrement supérieure à son PIB¹¹. En outre, son PIB en valeur était artificiellement gonflé par un taux de change réel insoutenable, de sorte que l'endettement grec était déjà très élevé au regard de l'activité économique du pays. S'ouvre alors une deuxième période au cours de laquelle la crise mondiale creuse le déficit public de la plupart des pays « avancés ». Le ratio d'endettement public grec passe de 103% à 127% du PIB entre 2007 et 2009.

¹⁰ L'oligarchie grecque a reversé une petite partie de son butin au cabinet PricewaterhouseCoopers qui lui a prodigué des conseils relatifs au bon usage du secret bancaire suisse. Cf. Michel Husson, « [Greek Leaks ou la nécessaire lutte contre l'oligarchie](#) », *AlterEcoPlus*, 12 Mars 2015.

¹¹ L'accroissement de l'endettement public des États européens est une conséquence et non une cause de la crise. En 2007, la Belgique, l'Italie et la Grèce sont les seuls pays de l'UE à avoir une dette publique supérieure à 70% du PIB.

Troisième acte : l'ineptie des politiques d'austérité

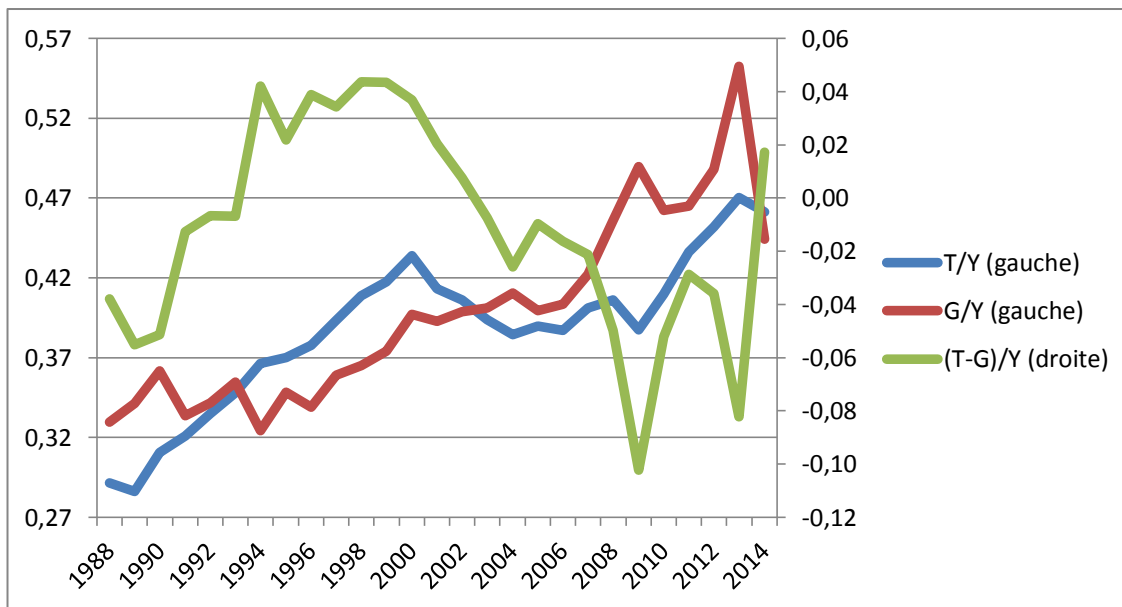
Enfin, durant la troisième période, la mise en œuvre de politiques d'austérité budgétaire et salariale engendre des conséquences désastreuses. Entre 2009 et 2012, l'effort budgétaire cumulé représente le montant ahurissant de 58,6 milliards d'euros soit 24,6 points de PIB¹². Or, la valeur du multiplicateur budgétaire a été largement sous-estimée. Le FMI, et son économiste en chef Olivier Blanchard, ont reconnu leur erreur à ce sujet¹³. Résultat : le PIB chute de 25% tandis que la Grèce sombre dans une catastrophe sociale et sanitaire d'une ampleur digne des années 1930¹⁴. De 2008 à 2012, le revenu des ménages baisse en moyenne de 22,6% et les inégalités s'accroissent : le revenu des 10% des ménages les plus pauvres chute de 86,4% tandis que celui des 10% les plus riches diminue de 17%¹⁵. Le solde public primaire, qui avait été positif entre 1993 et 2003, ne redevient positif qu'en 2014 (graphique 2).

¹² Sebastian Gechert et Ansgar Rannenberg, "[The costs of Greece's fiscal consolidation](#)", *IMK Policy Brief*, March 2015, p. 4.

¹³ Olivier Blanchard et Daniel Leigh, "[Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers](#)", FMI, *Working Paper*, n°2013/1, janvier 2013.

¹⁴ David Stuckler et Sanjay Basu, *Quand l'austérité tue*, Éditions Autrement, 2014.

¹⁵ Tassos Giannitsis et Stavros Zografakis, "[Greece: Solidarity and adjustment in times of crisis](#)", *IMK Study* n°38, March 2015, p. 34.



Graphique 2 : Données AMECO. T/Y est le ratio des recettes fiscales par rapport au PIB, G/Y désigne le ratio des dépenses hors intérêts par rapport au PIB. En vert, le solde primaire par rapport au PIB (échelle de droite). On voit bien la baisse des recettes fiscales après l'adhésion à l'euro et la dégradation du solde budgétaire à l'occasion de la crise. Les efforts imposés dans la dernière période sont colossaux.

En novembre 2012, François Hollande croit pouvoir proclamer que « *la résolution de la crise grecque va permettre maintenant de lever tous les doutes sur l'avenir de la zone euro* ». En fait, loin de se résoudre, la crise ne faisait que s'approfondir. Le Premier ministre, Alexis Tsipras, estime aujourd'hui que « *le peuple grec a besoin de comprendre comment le pays a accepté des mesures* » qui ont porté l'endettement à 178% du PIB en 2014 et conduit « *à l'augmentation du chômage, aux baisses des salaires et à l'exode des jeunes diplômés* ». Cette question soulève d'importants enjeux politiques. Le 7 avril 2015, en dépit de l'opposition des députés de Nouvelle Démocratie et du PASOK – les deux partis ayant dirigé le pays jusqu'en 2014 - le Parlement grec a voté la mise en place d'une commission d'enquête sur les conditions dans lesquelles les gouvernements grecs ont accepté ce qu'Alexis Tsipras nomme « *la catastrophe des plans d'aide* »¹⁶.

¹⁶ Cette commission d'enquête parlementaire est distincte de la commission d'experts internationaux désignée quelques jours plus tôt par la présidente du parlement grec pour réaliser un audit de la dette publique.

L'épisode du printemps 2010, qui a vu la Grèce entrer sous les fourches caudines de la Troïka, est une clé pour la compréhension de ce qui se joue aujourd'hui.

Mai 2010 : un théâtre de masques ?

Le 2 mai 2010 était signé un accord au terme duquel la Troïka (Commission, BCE et FMI) accordait un prêt de 110 milliards d'euros à la Grèce en échange de mesures d'austérité budgétaire et salariale drastiques. Ce plan revêtait un caractère exceptionnel puisque c'était la première fois que le FMI allouait un prêt à un État de la zone euro. Il marquait en outre l'avènement de la Troïka: le FMI avait certes déjà travaillé avec la Commission mais jamais avec la Banque centrale européenne¹⁷. Quel était le but recherché ? Paulo Nogueira Batista, membre du conseil d'administration du FMI, a récemment expliqué à une télévision grecque que ce plan « *a été présenté comme un plan de sauvetage de la Grèce mais représentait en réalité un plan de sauvetage du secteur privé, à savoir des créanciers. La Grèce a reçu d'exorbitantes sommes d'argent, mais ces liquidités ont en vérité été allouées aux banques françaises et allemandes via Akbank, sans contribution réelle, en retour, à la réorganisation de l'économie grecque* ».

Certains ont été surpris par ces propos, jugeant que « *les critiques pour le moins rudes de Paulo Batista tranchent avec le langage d'ordinaire très policé qui règne au sein de l'institution* »¹⁸. Ce n'est pas exact. En 2010, plusieurs voix s'étaient élevées au cœur même de l'institution contre la signature de l'accord¹⁹. En outre, le FMI a publié en juin 2013 un bilan critique de sa participation à ce premier plan de « sauvetage » de la Grèce, soulignant l'absence de « *division claire du travail* » au sein de la

¹⁷ Le FMI et la Commission avaient travaillé ensemble dans le cadre de prêts accordés à des pays de l'Union européenne hors zone euro (Hongrie et Lettonie à la fin 2008, Roumanie à la mi-2009). Le FMI n'était pas intervenu en Europe depuis 1976, date à laquelle il avait prêté 4 milliards de dollars au Royaume-Uni.

¹⁸ <http://www.marianne.net/on-renfloue-grece-sauver-les-banques-francaises-allemandes-100231807.html>

¹⁹ Lire le compte-rendu de la réunion du conseil du FMI du 9 mai 2010 : <http://stream.wsj.com/story/latest-headlines/SS-2-63399/SS-2-348445/>

Troïka et critiquant l'obligation de « *négocier d'abord avec les pays de la zone euro [...] et ensuite avec les autorités grecques* »²⁰.

Il faut rappeler que l'exposition des banques françaises et allemandes au risque souverain grec était respectivement de 60 et 35 milliards d'euros²¹. Quelle attitude les dirigeants européens ont-ils adoptée à leur sujet ? Comme l'explique Ashoka Mody, ancien directeur-adjoint du département européen du FMI, dans les années 2000 « *l'idée selon laquelle les créanciers privés doivent assumer les risques des prêts n'a jamais été prise au sérieux dans les milieux de la politique européenne* », et en 2010 « *la restructuration de la dette [grecque] détenue par le secteur privé demeurait taboue* »²². Jean-Claude Trichet, alors Président de la BCE, s'est tout spécialement illustré dans la défense de créanciers. En revanche, quelques membres du FMI ont protesté. Ashoka Mody cite notamment ce propos prémonitoire prononcé le 9 mai 2010 par un Directeur exécutif de l'institut, Arvind Virmani: « *Une restriction budgétaire d'une telle ampleur sans accompagnement monétaire [i.e. sans dévaluation] est sans précédent... C'est le fardeau d'un mammoth et l'économie pourra difficilement le supporter. Même si le programme était mis en œuvre avec succès, il pourrait engendrer une spirale déflationniste avec une chute des prix, de l'emploi et des recettes fiscales qui pourrait finalement annihiler le programme lui-même. Dans ce contexte, il faut aussi se demander si l'ampleur de l'ajustement... ne prépare pas l'échec du programme et donc le défaut de paiement... Il est à craindre que le défaut ou la restructuration soit inévitable* »²³. Pourquoi les dirigeants européens ont-ils refusé d'entendre ces arguments ?

En coulisses : permettre aux créanciers privés « de s'échapper »

Le rapport d'évaluation du FMI de 2013 donne quelques éléments de réponse. Après avoir souligné le fait qu'en 2010 « *la soutenabilité de la dette n'était pas jugée probable* » et qu'il

²⁰ Greece : Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement, IMF Country Report 13/156, juin 2013.

²¹ Bastasin, Carlo. 2012. *Saving Europe: How National Politics Nearly Destroyed the Euro*. Washington, DC: Brookings Institution Press.

²² Ashoka Mody, « [Living \(dangerously\) without a fiscal union](#) », Bruegel, 24th March 2015, p. 12.

²³ Cité in Mody (*op. cit.*, p. 13).

« suffisait d'une faible déviation par rapport aux hypothèses du programme pour engendrer une trajectoire d'endettement beaucoup moins favorable », l'institut explique que rejeter la possibilité d'une restructuration « n'a servi qu'à retarder celle-ci et à permettre à de nombreux créanciers privés de s'échapper »²⁴. Tel fut l'objectif essentiel du programme de 2010, dénoncé *a posteriori* par le FMI lui-même.

Un rapport du think tank américain CIGI publié en avril 2015 révèle, sur la base de documents internes et de témoignages anonymes, que le FMI avait au printemps 2010 très discrètement proposé aux dirigeants européens un plan de restructuration de la dette grecque²⁵. « Encouragés par Strauss-Kahn, de hauts dirigeants du Fonds²⁶ ont rencontré des représentants des ministères allemands et français des finances dans un hôtel à Washington pour leur démontrer qu'une restructuration de la dette grecque serait rapidement nécessaire » (p. 9). L'attitude des dirigeants français, dont les banques étaient les plus exposées au risque souverain grec, fut particulièrement négative. « Les rencontres à l'hôtel ne permirent pas d'aboutir. Les représentants du gouvernement français réagirent négativement au scénario d'une restructuration de la dette grecque, réitérant leurs craintes d'une éventuelle contagion à l'Italie. La réponse des représentants du gouvernement allemand fut plus positive [...] de son côté, le gouvernement Papandréou ne montra pas l'intention de poursuivre dans cette direction », notamment en raison de l'opposition du président de la BCE (Blustein 2015, p. 11).

L'attitude plus réaliste du FMI s'explique par le fait que dans les années 2000, il s'efforçait de faire oublier sa gestion très controversée des crises asiatique et argentine. « Un prêt du FMI à la Grèce ne devait pas simplement consister à renflouer les propriétaires des obligations comme ce fut le cas pour l'Argentine.

²⁴ IMF Country Report (*op. cit.*, p. 26-27).

²⁵ Paul Blustein, « [Laid Low: The IMF, the Euro Zone and the First Rescue of Greece](#) », *CIGI Paper* N° 61, 7 avril 2015.

²⁶ Selon Paul Blustein (2015, p. 10), les principaux représentants du FMI à ces réunions étaient Sean Hagan, chef du bureau de direction juridique, et Lorenzo Giorgianni, un des principaux lieutenants de Reza Moghadam au sein du Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation.

Si la Grèce, comme l'Argentine, avait une dette insoutenable, un grand prêt du FMI ne pouvait être accordé qu'à condition que la dette soit restructurée, telle était la règle 'No More Argentinas'. Imposer rapidement une décote permettrait de s'assurer que le fardeau retombe sur les crédateurs privés qui avaient prêté à la Grèce » (ibid., p. 10).

En pratique, il n'en fut rien. Et aucune décote de la dette ne fut « rapidement » prononcée. Car le FMI qui se donne aujourd'hui le beau rôle a finalement accepté de retarder la restructuration, en dépit de l'opposition qui se manifestait dans plusieurs départements de l'institut²⁷. Alors que certains négociateurs penchaient pour un allègement de la dette grecque, le Premier directeur général adjoint, John Lipsky, défendait quant à lui publiquement en 2010 une position tout à fait orthodoxe en soutenant « *qu'une restructuration de la dette [grecque] créerait plus de problèmes qu'elle ne pourrait en résoudre* », notamment parce que « *l'écheveau des relations économiques et politiques* » oblige à « *mettre en balance tout effet positif à court terme que l'on prête à une restructuration de la dette, et les effets de contagion* »²⁸. En outre, le FMI précise bien dans son rapport de juin 2013 qu'il « *ne remet pas en question le fond des politiques adoptées dans le cadre du programme grec* »²⁹.

Aider ou ne pas aider les banques ?

Après les crises bancaires de 2008 et la récession mondiale de 2009, les dirigeants européens craignaient que le risque systémique ne se matérialise de nouveau. Ils tenaient par-dessus tout à éviter de déstabiliser leurs banques. Rappelons qu'à l'automne 2008, les établissements européens les plus exposés au risque des actifs *subprimes* n'avaient dû leur salut qu'à l'intervention des autorités américaines. Si la Réserve fédérale et

²⁷ « Le FMI était divisé, comme l'atteste un memo confidentiel du 24 mars 2010 de Marek Belka, directeur du département européen du FMI, dont faisait partie Poul Thomsen [chargé du programme grec]. Dans un paragraphe discutant l'idée d'une restructuration de la dette grecque impliquant une décote, le memo indique que le département européen pense qu'une décote 'ne devrait même pas être envisagée dans les circonstances actuelles' mais que 'plusieurs départements' y étaient favorables » (Blustein 2015, p. 9).

²⁸ Bulletin du FMI en ligne, 9 mai 2010.

²⁹ Pour plus de détails sur l'évolution de la position du FMI et sur les tensions au sein de la Troïka : Philippe Légé, « [Athènes vu de Bruxelles et de Washington](#) », *Relations Internationales*, n° 96, juillet-septembre 2013, p. 123-134.

l'État américain n'avaient pas prêté 85 milliards de dollars au premier assureur mondial (AIG), celui-ci aurait fait faillite et n'aurait pu couvrir les pertes de sa clientèle, composée de grandes banques mondiales. Entre septembre et décembre 2008, 11,9 milliards de dollars de fonds publics ont été reversés par AIG à la Société générale (dont le capital était alors de 41 milliards). Deutsche Bank a reçu 11,8 milliards et BNP Paribas 4,9 milliards.

Un défaut de paiement de la Grèce exposait les banques européennes à des pertes plus faibles. En outre, une restructuration pouvait en réduire le montant. Mais les dirigeants européens, BCE en tête, s'opposaient à toute restructuration en mettant en avant le risque de contagion. De plus, laisser la Grèce faire défaut sur une partie de sa dette aurait créé un précédent susceptible de renchérir le coût futur de la dette de nombreux États. Enfin, on peut faire valoir que dans les années 2000 les banques avaient prêté à la Grèce sans prime de risque, en faisant confiance à la zone euro. Mais l'argument est à double tranchant : pourquoi les banques ont-elles prêté aveuglément avant de tomber dans l'excès inverse ?³⁰ Et pourquoi ne devraient-elles pas payer leur « *évaluation systématiquement erronée* » du risque souverain des pays périphériques ?³¹ Quoi qu'il en soit, le problème n'a pas été posé publiquement en ces termes par les dirigeants politiques. Comme l'a expliqué Martin Wolf, l'éditorialiste économique du *Financial Times*, on invoqua la solidarité européenne lorsqu'il s'agissait en fait de laisser du temps aux banques : « *il est beaucoup moins embarrassant de déclarer que l'on aide la Grèce alors qu'en réalité on aide ses propres banques. Si les prêteurs privés disposent de suffisamment de temps, ils pourront vendre*

³⁰ En 2014, [l'ancien PDG de Deutsche Bank explique](#) : «à ce jour je me demande encore comment les investisseurs en sont venus à évaluer collectivement les prix des obligations grecques juste quelque points de base en-dessous des obligations allemandes, et à détenir 330 milliards d'euros de dette grecque ? La recherche de rendement et les mauvaises incitations réglementaires n'expliquent pas tout. Donc oui, la discipline de l'investisseur est aussi importante que celle de l'emprunteur. Et si les investisseurs manquent de cette discipline ils doivent en payer le prix, comme la restructuration grecque impliquant le secteur privé l'a montré.»

³¹ De Grauwe, Paul et Ji, Yuemei (2012), «Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone», *Journal of Common Market Studies*, 2012, vol.50, n° 6. p. 866–80.

leurs prêts au secteur public ou les passer par pertes et profits sans injection de capitaux de la part des États »³².

En réalité, pour les banques créditrices, il n'était pas même besoin de revendre la totalité de leurs titres grecs car une partie d'entre eux arrivaient bientôt à échéance. Ainsi, la Société générale annonçait au printemps 2010 posséder pour 3 milliards d'euros de titres publics grecs tout en précisant que plus de 50% de ces titres avaient une maturité de moins d'un an³³. Pour ce type de créateur, il était donc crucial d'assurer la solvabilité de l'État grec tout en reportant de quelques mois la restructuration de sa dette. C'est exactement ce qui fut fait. Entre 2010 et 2012, l'exposition des banques au risque souverain grec diminuait tandis que celle des institutions publiques augmentait. Le « *Securities Market Program* » lancé par la BCE le 10 mai 2010 a conduit cette dernière à acheter pour environ 50 milliards d'euros de titres publics grecs. Mais le prix d'achat était nettement inférieur à la valeur nominale des titres, ce qui signifie que les créanciers ont dû subir des pertes.

La restructuration malgré tout

La restructuration de la dette grecque, dont chacun savait qu'elle était inévitable, finit par se produire. Là encore, bien du temps fut perdu. Pourtant, dès le début de l'automne 2010, la Chancelière allemande, Mme Merkel, explique que les créanciers privés devaient contribuer au coût de la restructuration de la dette. Nicolas Sarkozy s'aligne sur cette position au sommet de Deauville, le 19 octobre 2010. Finalement, après des mois de discussions et de tractations, en dépit de l'opposition persistante du président de la BCE, Jean-Claude Trichet, et du Commissaire aux affaires économiques et monétaires, Olli Rehn, la restructuration de la dette publique détenue par les acteurs privés fut annoncée fin juillet 2011, validée en octobre 2011 et mise en œuvre en mars 2012³⁴.

En quoi a-t-elle consisté ? Le marché proposé aux créanciers privés détenant des obligations émises avant 2012 fut le suivant : en échange d'une obligation d'une valeur de 100 euros, le

³² Martin Wolf, « Grèce : l'Europe joue la montre », *Le Monde*, 28 juin 2011.

³³ http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/la-societe-generale-exposee-a-3-milliards-a-la-grece-c-est-grave_1433108.html

³⁴ Lire à ce sujet : B. Coriat et C. Lantenois, « De l'imbroglie au chaos », *Note des Economistes Atterrés*, avril 2013.

gouvernement grec leur proposait de recevoir 31,5 euros de nouvelles obligations grecques (émises en droit britannique) et 15 euros d'obligations garanties du FESF. La valeur faciale des titres était donc réduite de 53,5%. Compte tenu des modifications d'échéance et de taux d'intérêt³⁵, la perte peut en fait être estimée entre 59% et 65% selon les cas³⁶.

Les pertes assumées par les créanciers privés en 2012 sont donc assez importantes. Dans un récent article intitulé « Restructuration de la dette grecque. Bénéfice sur toute la ligne pour les créanciers »³⁷, l'économiste Xavier Dupret s'attelle pourtant à montrer qu'en prenant l'ensemble des droits octroyés par ailleurs aux créanciers, les pertes seraient en fait... quasi nulles ! Il s'appuie pour cela sur une série d'arguments concernant le paiement des intérêts courus, le rachat « généreux » d'une partie des obligations par la Grèce, les bonus promis par la Grèce en cas de retour à la croissance et surtout le coût de la recapitalisation des banques.

La restructuration a-t-elle bénéficié aux créanciers ?

Malheureusement, les différentes étapes de ce compte à rebours retranchant différents « gains » des pertes brutes ne sont pas convaincantes. Plusieurs arguments avancés sont erronés. Ainsi l'auteur pense-t-il pouvoir déduire 7,6 milliards d'euros du montant des pertes en s'appuyant sur le fait que « *depuis 1975, l'incitant moyen en cash octroyé à l'occasion de 180 épisodes de restructuration de dettes publiques équivaut à 3,6% de la dette restructurée* » et que dans le cas grec les obligations du FESF (qui pourraient être assimilées à du « cash ») ont atteint 7,2% du montant total. Or, il n'est pas possible de considérer que l'obtention d'une plus grande proportion d'actifs sûrs par rapport à la pratique historique moyenne modifie en quoi que ce soit la perte subie par

³⁵ Les nouveaux titres grecs avaient une échéance comprise entre 2023 et 2043, et un taux d'intérêt compris entre 2% et 4,3%.

³⁶ Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch et Mitu Gulati, "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", *Peterson Institute for International Economics Working Paper* n°13-8, August 2013, p. 17-19.

³⁷ Xavier Dupret, « [Restructuration de la dette grecque. Bénéfice sur toute la ligne pour les créanciers](#) », mars 2015.

les créiteurs. De même, il est contestable de déduire des pertes, la valeur à laquelle l'État grec a racheté en décembre 2012, peu après la restructuration, une partie de ses obligations³⁸.

L'article fournit cependant des informations permettant de mieux comprendre le déroulement de la recapitalisation des banques grecques privées, en partie liée à la restructuration de la dette publique dont elles détenaient une grande partie. Mais là encore, la pratique consistant à retrancher le montant de la recapitalisation des banques des pertes dues à la restructuration n'est pas justifiée. On peut tout à fait « *estimer que l'absence de véritable droit d'actionnaire et de contrôle des entités ainsi recapitalisées (mais pas nationalisées) correspond à un passe-droit en faveur du secteur privé* ». Mais la logique menant à l'affirmation suivante est pour le moins douteuse : « *Ce faisant, nous pouvons estimer être en présence d'un avantage laissé aux acteurs privés de la finance qui vient annuler le coût initial de la restructuration de la dette grecque* ». Dire que les banques grecques sont *de facto* contrôlées par des investisseurs institutionnels étrangers n'implique pas que ce renflouement vienne réduire les pertes des acteurs ayant subi la décote. Tout juste peut-on dire que certains investisseurs institutionnels étrangers qui possédaient des obligations publiques grecques ont bénéficié des modalités de la recapitalisation des banques privées parallèlement à la décote qu'ils subissaient sur les titres publics.

Aider la Grèce

Il faut se rendre à l'évidence : la restructuration de 2012 a imposé des pertes aux créanciers privés. Mais elle fut trop tardive si bien que nombre d'entre eux avaient pu réduire leur exposition en transférant une partie des risques à des institutions publiques. Les banques peuvent remercier les principaux artisans de ce transfert, à commencer par le président de la BCE Jean-Claude Trichet et le président français Nicolas Sarkozy, qui ont retardé l'inévitable restructuration. Alors que les banques créancières tiraient ainsi leur épingle du jeu en revendant leurs titres au secteur

³⁸ Le motif avancé est que, l'annonce ayant eu lieu un mois avant leur rachat, cela a eu pour effet de faire grimper le prix de ces obligations (la décote n'était plus que de 33,8%). Mais il ne s'agit ni nécessairement des mêmes créanciers que ceux qui ont dû accepter la restructuration ni d'un événement totalement lié à celle-ci.

public, l'austérité budgétaire et salariale disloquait l'économie grecque. Cette politique imposée par la Troïka a non seulement engendré une catastrophe humanitaire mais elle a provoqué une telle chute de l'activité que l'allongement considérable de la maturité de la dette publique et la réduction importante des taux d'intérêts se révèlent insuffisants.

L'immense majorité du peuple grec n'a aucune responsabilité dans la situation des finances publiques du pays. Celle-ci provient de pratiques développées par une alliance entre des entreprises multinationales et une classe dominante locale qui « *est plus compétente pour capter la richesse produite, directement ou par l'intermédiaire de son État, que pour investir et innover* »³⁹. Par ailleurs, les prêts consentis à la Grèce ont gonflé les commandes adressées aux entreprises européennes. Les autorités européennes ont laissé ces pratiques se développer pendant des années ; elles doivent aujourd'hui accepter les propositions raisonnables du gouvernement Tsipras pour y mettre fin par la réforme fiscale. Pour que cette politique puisse réussir, la dette grecque doit être restructurée. Faut-il le rappeler : alors même que la capacité de la Grèce à rembourser au FMI 879 millions d'euros en mai 2015 est incertaine, environ 6,7 milliards d'euros de titres publics grecs détenus par la BCE arrivent à échéance en juillet et en août 2015. L'Eurogroupe feint de ne pas le comprendre, et joue la politique du pire en opposant une fin de non-recevoir aux demandes d'Alexis Tsipras tandis que la BCE exerce un chantage antidémocratique⁴⁰. Dans ce contexte, il est stupéfiant d'entendre Michel Sapin, ministre français des finances, affirmer que le gouvernement français est « *un trait d'union, un facilitateur* » et que « *la réorientation de l'Europe a eu lieu* »⁴¹. La tragédie se poursuit. Combien d'actes seront encore nécessaires pour faire tomber les faux-semblants des institutions européennes et des intérêts qu'elles poursuivent ? Les dirigeants de l'Union européenne

³⁹ Michel Husson, « [Grèce: une économie dépendante et rentière](#) », *A l'encontre*, 12 mars 2015.

⁴⁰ Benjamin Coriat et Philippe Légé, « [Oui, la Grèce doit pouvoir rester dans la zone euro](#) », *Libération*, 26 janvier 2015. Jean-Marie Harribey et Esther Jeffers, « [La BCE contre le peuple grec](#) », *Note des Economistes Atterrés*, février 2015.

⁴¹ [Audition de Michel Sapin](#) en commission des finances de l'Assemblée Nationale, 18/03/15.

pensent-ils vraiment qu'une sortie de la zone euro de la Grèce, et donc un défaut global sur sa dette, soit une solution souhaitable ?

Ce mélange d'inflexibilité et de déni des dirigeants européens est inquiétant mais il n'est pas le seul problème. En Grèce, l'austérité budgétaire et salariale a réduit la demande, y compris en biens importés. Mais en cas de redémarrage de l'activité, le pays ne disposerait pas des industries qui permettraient de substituer des productions nationales aux consommations finales et intermédiaires importées, et il a aujourd'hui peu de secteurs susceptibles d'exporter. La crise a encore réduit l'appareil productif, en raison de la multiplication des faillites. Les services représentent 71% du PNB grec mais le développement du tourisme et du transport maritime n'est pas illimité.

Reconstruire une économie nécessite des investissements. La question se posera avec ou sans l'euro, mais sous des formes différentes. Si le gouvernement grec conserve l'euro et parvient à mettre fin à l'austérité budgétaire et salariale, la Grèce verra son déficit courant se creuser à nouveau car l'organisation de la zone n'a pas été modifiée. En dehors de l'euro, la dévaluation de la nouvelle monnaie ferait flamber le prix des imports sans que des productions nationales ne puissent s'y substituer à court terme. En outre, cela limiterait un peu - via les consommations intermédiaires - la réduction du prix des exports.

Ainsi, quel que soit le scénario, l'économie grecque a besoin d'investissements productifs dès aujourd'hui. La réforme fiscale est nécessaire mais elle ne suffira pas à dégager les ressources nécessaires. Ce devrait être le rôle de la Banque européenne d'investissement de compléter cet effort. Par ailleurs, « *l'expérience grecque ne fait qu'illustrer les dysfonctionnements structurels de la gouvernance économique de l'Europe et les défis auxquels sont confrontés tous les États membres* »⁴². A moins de vouloir régulièrement annuler la dette publique des pays périphériques, ce qui ne serait pas viable bien longtemps, les pays du nord de l'Europe doivent augmenter les salaires et les dépenses publiques. Il n'y a plus de temps à perdre. Aider le peuple grec, c'est pour les peuples d'Europe s'aider eux-mêmes.

⁴² Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak, « [La dette grecque, une histoire européenne](#) », blog OFCE, 06/02/15.