



# De l'Imbroglie au Chaos : la crise grecque, l'Union européenne, la finance ... et nous

**Benjamin Coriat**

[coriat@club-internet.fr](mailto:coriat@club-internet.fr)

**Christopher Lantenois**

[lantenois@club-internet.fr](mailto:lantenois@club-internet.fr)

Avril 2013

[www.atterres.org](http://www.atterres.org)

En ce début d'année 2013, la Grèce est en état d'urgence. Loin d'avoir contribué au rétablissement de son économie, les plans successifs imposés à ce pays par la Troïka l'ont plongé dans une dépression profonde. Un état quasi comateux. 26% de chômeurs, une jeunesse détruite (plus d'un jeune de moins de 25 ans sur deux est au chômage, des malades laissés sans soins, des retraités sans retraite... Le bilan de la purge imposée à la Grèce est calamiteux. Aussi nous-a-t-il semblé plus utile, de montrer pourquoi et comment on en est arrivé là, le traitement imposé à la Grèce étant exemplaire - quoiqu'il est vrai sous une forme paroxysmique - de la « solution » imposée par l'UE partout en Europe.

Cette note reprend le récit et l'analyse du martyr imposé à la Grèce là où notre précédente étude sur ce sujet avait laissé les choses : à l'été 2011, après que le premier plan de la Troïka supposé permettre un retour rapide de la Grèce sur les marchés financiers ait lamentablement échoué<sup>1</sup>.

Qu'a appris la Troïka de l'échec de son premier plan ? Quelles modifications ou inflexions a-t-elle données à son action ? Quels en furent les résultats ? Voilà les questions auxquelles nous nous attelons ici.

A considérer l'ampleur des dégâts auxquels l'action de l'UE et de la Troïka est parvenue, on conviendra que l'analyse à laquelle nous avons procédé méritait qu'elle soit entreprise. D'autant que la période que couvre ce texte recèle une nouveauté de grande ampleur : c'est au cours de cette même période *qu'il a été procédé à une restructuration d'ensemble de la dette souveraine grecque*, événement sans précédent au sein de l'Union européenne. Outre le fait que le principe même d'une restructuration était féroce combatte par le monde de la finance avant qu'il ne se résolve à s'y engager, éclairer ce qui s'est joué là est évidemment de grande importance pour comprendre la manière dont se comportent aujourd'hui les grands acteurs de la finance et les stratégies qu'ils déploient dans la crise.

Mais au-delà de la situation en Grèce même et de la restructuration de la dette qui y a été réalisée, l'étude de ce qui est advenu dans ce pays porte des enseignements généraux. Et ce pour le motif essentiel que ce qui a été fait en Grèce est exemplaire des errements et de la nature très particulière des « solutions » adoptées par l'Union européenne (UE, par la suite) face à la crise des dettes publiques léguées par l'implosion de la finance mondiale. Ainsi la Grèce doit-elle retenir l'attention parce *qu'elle a été le laboratoire à propos duquel a été élaboré le « modèle » de gestion des dettes publiques appliqué dans le reste de l'UE, et qui sous des formes bien sûr toujours spécifiques s'est appliqué ailleurs*. En Irlande et au Portugal directement sous l'égide de la Troïka, mais aussi en Espagne ou en Italie, pays qui se sont à eux-mêmes appliqué – à titre préventif en quelque sorte – le même type de régime d'austérité budgétaire que la Grèce, dans l'espoir cette fois de *prévenir la venue de la Troïka*. Un autre motif pour lequel la Grèce doit retenir l'attention tient au fait que c'est à l'occasion de la mise au point des plans « d'aide » à la Grèce

<sup>1</sup> Voir Coriat et Lantenois (2011a).

qu'ont été conçus et expérimentés les dispositifs institutionnels nouveaux (FESF, MES) dont l'UE s'est dotée durablement pour affronter la crise.

Un dernier motif qui justifie cette focalisation sur la Grèce est que, même si tout n'est pas strictement transposable d'un pays à un autre, ce pays est celui sur lequel nous disposons du plus grand recul temporel pour juger des solutions mises en œuvre par l'UE, puisque la Troïka y est à l'œuvre depuis mai 2010.

Pour répondre aux multiples questions que pose l'étude du cas grec nous avons organisé les arguments autour de 3 grandes sections. La première présente les mesures imposées par la Troïka à la Grèce après la faillite de son premier plan, les conditions dans lesquelles elles l'ont été, ainsi que la philosophie qui inspirait ces mesures et les résultats qui en étaient attendus. La deuxième section s'attache à éclairer ce qui s'est joué dans la restructuration de la dette souveraine grecque et présente les conséquences de cet épisode clé du déroulement de la crise financière européenne. Enfin la troisième section expose les conséquences générales des politiques imposées à la Grèce par la Troïka, et montre l'impasse dramatique dans laquelle l'UE a conduit ce pays. Quelques conclusions sont finalement proposées.

## **1. L'austérité comme *alpha* et *omega* de la philosophie de la Troïka**

Nous ne reviendrons pas ici sur les conditions dans lesquelles le 2 mai 2010, la Troïka va imposer à la Grèce un premier plan d'austérité draconien en contrepartie d'une aide constituée par un ensemble de prêts bilatéraux de pays membres (sur ce point voir notre précédente étude Coriat et Lantenois disponible sur <http://atterres.org>.)<sup>2</sup>

Rappelons seulement qu'un an plus tard, pourtant, malgré (ou à cause de) la purge imposée, les performances espérées ne sont nullement atteintes. Les objectifs de réduction du déficit ne sont pas au rendez-vous. L'intensité des mesures d'austérité imposées a plongé la Grèce dans un véritable cercle vicieux. En taillant à la hache dans les dépenses de l'Etat, le plan a déprimé la croissance économique du pays. Dans ce contexte, les recettes fiscales, en dépit de l'accroissement de la pression fiscale, ne permettent pas de faire face aux obligations. Plongée dans la récession, la Grèce ne peut réduire suffisamment son déficit, et voit le ratio dette publique/PIB encore s'alourdir.

Aussi à l'entrée de l'été 2011, apparaît-il clairement que (contrairement à ce qui était visé) le pays ne pourra pas revenir sur les marchés et que de nouveaux financements doivent être trouvés. Une occasion est offerte de réviser les plans et la stratégie et de se fixer de nouveaux objectifs.

<sup>2</sup> Pour réduire de façon drastique ses déficits et sa dette, les autorités exigent de la Grèce la réduction des salaires et retraites des fonctionnaires. La TVA est relevée de 4 points, les dépenses de fonctionnement de l'Etat et ses investissements sont amputés, l'emploi public « rationalisé ». L'Etat grec s'engage à lutter contre la fraude et l'évasion fiscale. Un programme de privatisation (à exécuter avant la fin 2015) prévoit 50 milliards d'euros de mises en vente et de recettes, ce qui inclut la quasi-totalité des entreprises de service public. Les entraves à la concurrence dans les professions réglementées devront être supprimées. L'administration territoriale est entièrement refondue. Le système des retraites est réformé et les pensions amputées (voir sur ce point Coriat et Lantenois, 2011a).

Hélas il n'en sera rien. Devant l'échec patent de son plan, la Troïka se forge un diagnostic dont elle ne se départira plus. Si la Grèce va mal, si le plan a échoué à atteindre les objectifs qui étaient les siens c'est que : ... « *Les Grecs ne font pas assez d'efforts* ».... C'est à partir de ce présupposé que les négociations sont conduites avec le gouvernement grec pour parvenir à la définition d'un nouveau plan d'aide.

Après des mois d'atermoiements, le **21 juillet 2011** un accord est conclu<sup>3</sup>. Il s'agit alors du deuxième plan de soutien. Ce plan est annoncé à grand renfort de publicité. D'abord parce que l'UE ayant traîné à proposer une solution, il y a le feu à la maison. La spéculation sur les dettes souveraines bat son plein. Ensuite parce que ce plan est supposé contenir une forte nouveauté : une restructuration de la dette impliquant les créanciers privés. Le Rubicon semble donc être franchi. Tout ce à quoi s'opposait le monde de la finance, BCE en tête semble advenir. L'intérêt des observateurs est à son comble.

Pourtant, avant que les choses ne prennent corps, il faudra là encore longuement patienter : le plan sera revu à plusieurs reprises avant d'être appliqué. Et il faudra déchanter, car la « restructuration » annoncée se fera dans des conditions telles qu'en rien ou presque le fardeau de la Grèce ne se trouvera allégé.

#### ***a. Le plan de juillet 2011 : une restructuration de la dette et de nouveaux prêts conditionnés à un démantèlement sans précédent de l'Etat social***

Lorsqu'en juillet 2011 le plan est annoncé dans ses grandes lignes, la situation de la zone euro est gravement dégradée. Depuis quelques semaines, l'hypothèse, jugée improbable quelques mois auparavant, du défaut de paiement de l'économie hellène, et de la contagion immédiate sur le Portugal et l'Irlande, hante les esprits.

Ce contexte force à des solutions et à arbitrer entre les points de vue souvent opposés qui animent les différents protagonistes au sein même de la Troïka. La solution trouvée et imposée à la Grèce par le sommet européen du 21 juillet 2011 réserve quelques surprises.

#### ***L'annonce de la restructuration de la dette souveraine***

La première annonce principale est que, contre l'avis de la BCE et de la France, ***les créanciers privés seront finalement sollicités***. Une exigence de l'Allemagne, appuyée par les Néerlandais et les Finlandais, qui a fini par s'imposer. La BCE de Trichet doit manger son chapeau. Elle, qui s'est sans cesse battue bec et ongles pour empêcher tout « défaut » sur les dettes publiques doit céder devant l'évidence : la dette publique grecque doit être restructurée et les détenteurs privés de dette publique (les banques et autres investisseurs professionnels) doivent accepter une décote. Ainsi le combat d'arrière-garde mené par la BCE (soutenue

<sup>3</sup> Il est sans doute utile de rappeler ici que cet attermoiement, fruit d'oppositions entre les différentes ?vues des ?(ou « fruit de divergences entre » ?) acteurs européens, a eu au moins cet « avantage » qu'il a permis aux banques allemandes et françaises de réduire drastiquement leur exposition à la dette grecque avant la restructuration.

par la France) n'aura-t-il servi qu'à cela : aggraver la crise, retarder et rendre plus difficile la nature des solutions à appliquer, ce alors même que, comme nous le verrons, il n'est pas sûr que les banques privées aient beaucoup perdu dans le deal qui sera finalement adopté.

En pratique il sera demandé aux banques et autres fonds d'investissement privés de renoncer « volontairement »<sup>4</sup> à **49,6 milliards d'euros de créances sur la période 2011-2014, soit une décote (ou « haircut ») de la valeur actuelle nette de leur portefeuille de 21%**. Cette somme devrait atteindre 106 milliards d'euros sur la période 2011-2019. Si l'on tient compte de la dépréciation de fait de la dette grecque, qui se traite sur les marchés secondaires à des décotes plus importantes, ce taux de 21% paraît d'emblée bien faible à nombre d'observateurs.

En ce qui concerne les modalités pratiques de la restructuration, bien que peu développées dans le texte du Conseil européen, diverses hypothèses sont avancées par l'Institut de la finance internationale (IFI, par la suite), puissant lobby de 400 établissements financiers. En fait on découvrira vite que les formules proposées par le lobby financier se traduisent par des contreparties appréciables pour les banques qui participeront au « haircut ».

Selon les scénarios proposés par l'IFI, l'opération prendrait la forme d'un PSI (« *private sector involvement* », *implication du secteur privé* en français), qui lui-même se déclinerait selon plusieurs niveaux (Institute of International Finance, 2011). Les créanciers auraient le choix entre :

- (1) échanger leurs obligations grecques arrivant à échéance jusqu'à 2020 contre de nouvelles obligations à 30 ans, avec la solide contrepartie que ces nouveaux titres seraient garantis par les titres européens les mieux notés,
- (2) reconduire leurs engagements pour trente ans lorsqu'ils arrivent à échéance (« roulement » ou « rollover ») ou,
- (3) se faire racheter leurs titres par le Fonds européen de stabilité financière (FESF<sup>5</sup>, par la suite) à un prix inférieur à leur valeur faciale ; ce changement de débiteur redonnant toute sa valeur aux nouveaux titres acquis.

Pour les créanciers privés, cette décote amènerait deux conséquences : l'une de nature comptable, l'échange de titres se traduit par une dépréciation de la valeur faciale des actifs grecs détenus par les banques (en contrepartie du fait que la « garantie » dont ils disposeront sur ces titres est désormais bien plus forte) ; l'autre conséquence est de caractère technique : en raison du déclassement de la note grecque désormais classée dans la catégorie « défaut restrictif » par les agences de

<sup>4</sup> L'insistance sur le caractère « volontaire » de la décote est requise pour éviter que la restructuration soit qualifiée comme relevant d'un « incident de paiement », mais relevant bien d'une « restructuration » de la dette menée librement entre les parties concernées. Un des enjeux de cet affichage est de ne pas amener le déclenchement des mécanismes d'assurance de la dette, qui ont pu être contractés par certains des créanciers ou par des spéculateurs qui ont acquis des CDS « à nu » sur la dette grecque.

<sup>5</sup> Le Fond Européen de Stabilité Financière (FESF) est un fonds commun de créances approuvé par les 27 États membres de l'UE le 9 mai 2010. Doté de capitaux levés sur le marché mondial, son objet est de préserver la stabilité financière en Europe en fournissant une assistance financière aux États de la zone euro en difficulté économique qui acceptent les conditionnalités de la Troïka.

notation, la BCE, en principe<sup>6</sup> n'aura plus le droit de prendre de la dette grecque comme collatéral dans les opérations d'open-market. Ceci constitue notamment pour les banques grecques un gros problème, dans la mesure où elles étaient toutes de grandes créancières de l'Etat hellène<sup>7</sup>.

A côté des 49,6 milliards de décote obtenus sur les dettes détenues par les banques privées, le plan prévoit de faire bénéficier la Grèce d'un prêt de **79 milliards** qui doit provenir de fonds publics (FESF et FMI), (dont, rappelons-le, **45 milliards ne sont pas de l'argent neuf mais correspondent à des sommes non consommées** prévues dans le premier plan de sauvetage). Enfin, il est prévu que les privatisations doivent dégager environ **30 milliards** de recettes d'ici à 2014. Ainsi au total (entre décote, libération de sommes promises mais bloquées, et déboursées et prêts neufs), le plan porte sur près de 160 milliards d'euros<sup>8</sup>.

Ultimes dispositions, qui sont aussi des concessions de l'Allemagne, on exige des créiteurs publics de restructurer leurs créances. Ainsi la maturité des prêts accordés par le FESF à la Grèce, (mais aussi à l'Irlande et au Portugal, tous trois bénéficiant d'un plan de soutien), augmente de 7,5 ans à 15 ans, voire 30 ans, avec un délai de grâce de 10 ans. Par ailleurs les conditions des prêts sont revues à la baisse, de 4,5% à 3,5% en moyenne, soit au niveau de ceux du FMI, et proches du coût de financement du FESF. Ces dispositions visent à alléger non le montant de la dette mais la charge annuelle correspondant à son remboursement en diminuant les taux d'intérêt et en allongeant la durée de remboursement.

Voilà pour les « générosités » contenues dans le plan. Dans la grande tradition des plans « d'ajustement structurel » dont le FMI s'est depuis longtemps fait une spécialité, celles-ci sont assorties d'une longue liste de conditionnalités.

La première est qu'en contrepartie des allègements consentis et pour veiller à la bonne application de l'accord, une « **task force** » chargée de fournir à la Grèce une « assistance technique » est instaurée. Installée à Bruxelles elle possède une équipe localisée à Athènes. Il s'agit d'un événement majeur. Désormais le peuple grec aura le sentiment – comme aux plus noirs jours de son histoire – d'être placé sous « tutelle » - pour ce qui concerne toutes les décisions importantes de la vie du pays (voir encadré).

<sup>6</sup> La mention « en principe » vise le fait que dans le cadre des opérations dites « non conventionnelles », les banques centrales (la BCE tout comme la Fed) peuvent toujours déroger à leurs propres règles (et l'ont fait à plusieurs reprises), par exemple en s'autorisant à accepter en collatéral des actifs de qualité faible pour délivrer aux banques de l'argent frais.

<sup>7</sup> Quelques jours après l'annonce du plan, Fitch abaisse la note de la dette publique en la portant dans la catégorie des défauts de paiement partiels, suivi dans la foulée par Moody's.

<sup>8</sup> Le sommet étend également les **pouvoirs du FESF et ses capacités d'action**. Il s'agit ici de « prévenir la contagion » à l'Espagne et l'Italie dont les spreads avec les taux allemands s'envolent. Dorénavant, le fonds de stabilité pourra (1) prêter aux Etats à titre préventif (dans certaines conditions qui restent à définir) afin d'éviter que des tensions sur les liquidités ne dégénèrent en problèmes de solvabilité ; (2) aider à la recapitalisation du secteur bancaire, y compris dans des pays de la zone euro qui ne sont pas sous assistance financière ; (3) racheter, mais sous des conditions exceptionnelles et sur la base des analyses menées par la BCE, de la dette publique sur le marché secondaire, et alors servir de pare-feu contre la propagation d'un risque d'un pays à l'autre.

### La « task force » de l'UE sur la Grèce

Approuvée par le Conseil européen lors de ses réunions des 23 et 24 juin 2011, la mission de la « task force » mise en place dans le prolongement de l'accord sur la restructuration de la dette grecque est de travailler à définir « *l'assistance technique dont la Grèce a besoin pour réaliser le programme d'ajustement UE/FMI, et de recommander des mesures législatives, réglementaires, administratives et, si nécessaire, des mesures de (re)programmation visant à accélérer l'absorption des fonds de l'UE* » (Commission, 2011). Elle entre officiellement en fonctions le 1<sup>er</sup> septembre 2011.

Elle est tenue de fournir **tous les trimestres des rapports d'étape** aux autorités helléniques et à la Commission européenne. **Placée sous l'autorité du président de la Commission** et travaillant sous la conduite politique du commissaire lié aux affaires économiques et monétaires, Olli Rehn, **sa présidence est accordée au vice-président de la BERD, l'Allemand Horst Reichenbach**. La task force n'est pas tenue d'examiner la mise en œuvre du mémorandum, ce qui relève de la responsabilité des inspecteurs de la Troïka qui tous les trois mois « descendent » en Grèce pour vérifier si l'aide consentie permet de réformer le pays, et dont le jugement conditionne le déblocage des tranches de prêt.

La task force, elle, est là pour « assister techniquement » la Grèce, **dans la conception et la mise en œuvre des réformes structurelles** convenues dans le protocole d'accord. Début octobre 2011, trois domaines sont ciblés : (1) la mère des priorités est **de restructurer l'administration publique** jugée inefficace, pléthorique et corrompue, et lui donner les moyens de collecter l'impôt, dépenser moins et mettre en œuvre le programme de privatisations. (2) La mise en œuvre de mesures de croissance et l'usage des fonds structurels (15 milliards sur deux ans sont à sa disposition) dans des projets « hautement » prioritaires (énergies renouvelables, tourisme et agroalimentaire). (3) La mise en œuvre de réformes structurelles du marché du travail et dans les domaines de la santé, la justice, la gestion des déchets...

L'équipe est composée de 45 hauts fonctionnaires (30 à Bruxelles et 15 en Grèce), spécialisés en politique budgétaire, administration, fiscalité ou encore en politique foncière. La task force fait également appel aux « compétences » spécifiques de chaque État et des organisations internationales (dont le FMI et l'OCDE). Une équipe de Bercy a ainsi été sollicitée pour expliquer aux fonctionnaires grecs comment réformer leur administration centrale. Des hauts fonctionnaires allemands et suédois sont, eux, mandatés pour améliorer la collecte des charges sociales, alors que des Autrichiens s'attachent à développer le tourisme d'hiver (Syfuss-Arnaud, 2012). Les Pays-Bas sont chargés du dossier « cadastre ». Ces experts sont payés par leur État d'origine, qui assure leur rémunération mensuelle et la Commission prend en charge leurs frais de mission (Dancer, 2012).

### *Un plan vite jugé insuffisant par les marchés eux-mêmes...*

En dépit de son ampleur et de la « garantie » que constitue la mise en place de la task force, le plan ne va pas calmer des marchés rendus addictifs à une spéculation incessante et hautement lucrative. Aussi, après une éclaircie de quelques jours qui a suivi l'annonce du plan le 21 juillet, il s'avère très vite que les dispositions imaginées ne conviennent pas aux marchés. Ils ne croient guère que les mesures annoncées vont permettre de réunir les conditions d'un recouvrement de la dette sous une forme crédible et soutenable.

Aussi, loin de cesser, la spéculation s'étend-elle. En pratique, ce sont l'Italie et l'Espagne qui sont attaquées. Les taux d'intérêt des dettes publiques de ces pays s'envolent, contraignant la BCE à intervenir sur les marchés secondaires des dettes. Dans ce contexte, avec l'aggravation de la crise financière qui n'est toujours pas traitée au fond, **le deuxième plan « grec » est rapidement remis en cause** (Bauer et alii, 2011). De nombreux points suscitent doutes et interrogations. (1) D'une part, le niveau de participation du secteur privé fixé à 21% est jugé insuffisant. « *Trop peu, trop tard* » est le verdict des économistes, peu nombreux il est vrai, qui depuis longtemps demandaient une forte restructuration de la dette. (2) A cela il faut ajouter que plusieurs pays traînent les pieds pour exécuter leur part du fardeau. La Finlande exige d'Athènes des garanties spécifiques en échange de sa participation au deuxième plan. La Slovaquie renâcle à donner son accord. (3) Le projet consacre une place de choix au FESF nouvellement créé. Mais sa participation est également jugée insuffisante. Divers schémas sont à l'étude pour augmenter sa capacité d'intervention. (4) Enfin, lancé en août, le débat sur la recapitalisation des banques européennes prend de l'ampleur au début du mois d'octobre en pleine tourmente financière. D'abord très réticente, l'UE se rallie progressivement à l'idée.

Mais le fond de l'affaire, c'est l'aggravation à vue d'œil de la situation grecque, les plans d'austérité successifs se traduisant par des effets macroéconomiques catastrophiques aux antipodes de ce qui était espéré en matière de redressement des équilibres. Dans ce contexte la cacophonie des autorités européennes, dépourvues de toute vision partagée sur la manière de gérer la crise financière et économique qui ne cesse de s'approfondir, suscite angoisse et inquiétude.

En Grèce même, fin août, une commission parlementaire d'experts grecs, créée en 2010, publie un rapport dont les conclusions sont au vitriol : « *La dynamique de la dette publique a échappé à tout contrôle* » notent les auteurs. « *Les facteurs qui la déterminent évoluent dans un sens négatif* » (Prandi, 2011). Un constat accablant, qui tombe au moment même où une délégation de la Troïka entame des discussions avec Athènes pour définir les besoins réels du pays en vue du versement de la sixième tranche de 8 milliards d'euros du premier programme, tranche qui n'est toujours pas versée. La menace sans cesse reconduite de ne pas effectuer ce versement – tant que des mesures d'austérité nouvelles n'ont pas été votées et engagées – va prolonger et approfondir la crise, rendant les « solutions » un moment envisagées toujours davantage caduques. C'est ainsi par exemple que dès son arrivée à Athènes, la Troïka suspend inopinément sa mission en raison du



désaccord entre ses vues et celles du gouvernement. Le versement de la tranche de 8 milliards ne se fera, annonce la Troïka, que lorsqu'elle jugera que les conditions d'austérité qu'elle veut imposer seront garanties.

Sous la contrainte, les grandes lignes d'un nouveau train de mesures sont définies. Un concentré, en pire encore de ce que connaît depuis plus de deux ans le peuple grec : réduction de l'emploi des fonctionnaires, extension du chômage technique dans les entreprises publiques, relèvement de diverses taxes, abaissement du seuil minimum d'imposition à 5 000 euros de revenu par an (contre 8 000 jusque-là<sup>9</sup>) ou encore contraction des retraites de certains employés de la fonction publique...<sup>10</sup> Bien que le pays soit totalement asphyxié par une dépression qui dépasse tout ce qui avait été imaginé, le Parlement sous la pression de la Troïka vote le 19 octobre un nouveau plan de rigueur qui représente 6,6 milliards d'euros supplémentaires de coupures diverses étalées sur la fin du budget 2011 et le budget 2012<sup>11</sup>.

Au niveau des autorités européennes, c'est la navigation à vue. Jamais les dirigeants de la zone n'ont paru aussi hésitants face à la crise. Le climat est délétère. Les tensions se font jour à tous les niveaux : entre États se déclarant eux-mêmes « vertueux » et états déclarés « déficitaires »... Au sein de chaque État les partisans du sauvetage de la Grèce, et de son maintien dans l'euro, s'affrontent ouvertement à ceux qui souhaitent sa sortie de la zone euro, voire la dissolution de la zone euro elle-même et avec elle la fin de la monnaie unique. Au sein même de la BCE, des dissensions se font jour sur la manière de gérer la crise. Ainsi la BCE doit-elle enregistrer la démission de son « chief economist ». Mi-septembre, le Secrétaire d'État au Trésor US Tim Geithner vient marquer les inquiétudes de son pays sur les discordances manifestes qui s'expriment sur le vieux continent et s'efforce de faire la leçon aux Européens (Bauer et Chatignoux, 2011). Un épisode très mal vécu à Bruxelles...

#### ***b. Le sommet « de la dernière chance » du 26 octobre 2011***

C'est dans ce contexte de cacophonie, couplée à d'extrêmes tensions sur les marchés, que les chefs d'État et de gouvernement de la zone euro se retrouvent dans la nuit du mercredi 26 au jeudi 27 octobre 2011. N<sup>ième</sup> « sommet décisif », dont on attend des réponses fortes. Après d'âpres négociations, les grandes lignes d'un paquet « global » sont avancées.

#### ***La participation du secteur privé est revue à la hausse***

Devant l'évidence de l'insuffisance de la décote prévue dans le plan de juillet (21%), la première tâche est de revoir à la hausse l'effort demandé aux créanciers privés. Après avoir résisté, les institutions financières privées européennes acceptent de porter à **50% la décote** sur les titres de la dette publique grecque. Nicolas Sarkozy

<sup>9</sup> Le gouvernement avait déjà procédé en juin 2011 à une baisse de ce seuil, qui était alors à 12 000 euros.

<sup>10</sup> Ces mesures sont pour la plupart prévues dans le plan de redressement de l'économie grec voté en juin par le Parlement, mais dont le gouvernement a précipité la mise en œuvre.

<sup>11</sup> Athènes s'engage notamment à mettre 30 000 fonctionnaires avant fin 2011 dans une « structure de réserve ». Fin janvier 2012, moins de 1 000 avaient été effectivement transférés.

et Angela Merkel vont eux-mêmes négocier dans la nuit pour les convaincre d'accepter le deal. La perte en capital « facial » est estimée à un peu plus de 100 milliards d'euros. Le but du PSI est alors de ramener la dette à 120% du PIB à l'horizon 2020, contre 160% prévu pour 2011.

Concrètement, les créanciers privés échangeront les obligations qu'ils détiennent de la dette grecque contre d'autres obligations de maturité plus longue et une forte dépréciation de leur valeur (voir partie 2). Ici encore la fiction du « volontariat » doit être maintenue. Car il en va, comme nous l'avons vu du déclenchement (ou non) des CDS.

Pour soutenir et soulager la décote demandée aux investisseurs privés, le FESF est mobilisé. Le communiqué annonçant le PSI précise que « *les États membres de la zone euro contribueront à l'ensemble des mesures relatives à la participation du secteur privé à hauteur de 30 milliards d'euros* » (Europe, 2011). En pratique il est ainsi annoncé que *le FESF apportera sa garantie sur les nouvelles créances*. De plus, dans la lignée de l'accord du 21 juillet, une partie de l'aide accordée à la Grèce par le FESF *servira à recapitaliser les banques et les caisses de retraite du pays*, particulièrement exposées à la dette domestique, et dont on craint qu'elles ne puissent supporter sans faire faillite la décote désormais fixée au taux de 50%.

Compte tenu de tous ces éléments on estime que la participation nette des créanciers privés reviendra approximativement à 70 milliards. Mais, et cela est essentiel, il reste encore à la Grèce à négocier avec les investisseurs privés le taux d'intérêt, les échéances des nouvelles obligations, comme plus généralement à fixer le cadre juridique de l'accord. Une tâche tout sauf simple.

### ***La crise politique explose : annonce d'un « référendum » puis démission du Premier ministre Papandréou***

4 jours après que les grandes lignes du plan aient été fixées après moult conciliabules et concertations discrètes, le 31 octobre, à la surprise générale, le Premier ministre grec annonce la tenue après janvier 2012 d'un référendum national, portant sur « l'accord » conclu le 26 octobre par les Européens et que l'on entend imposer au peuple grec. En fait, même si elle avait été annoncée, cette décision est présentée comme inattendue. Chacun comprend qu'il s'agit pour le Premier ministre George Papandréou, en bout de course, de retrouver une certaine légitimité pour continuer d'appliquer les réformes<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Il faut ici rappeler l'importance de la crise de représentativité et du discrédit sans précédent de la classe politique traditionnelle qui, à ce moment, atteint des sommets avec les manifestations populaires lors de défilés officiels qui commémorent le refus de la Grèce devant l'ultimatum de Mussolini le 28 octobre 1940. Les tribunes des autorités ont été prises d'assaut, les députés, ministres et même le Président de la République ont dû être évacués d'urgence par les forces de l'ordre devant les mouvements incontrôlés et incontrôlables de la foule. En même temps le pays était paralysé par des grèves et les fonctionnaires, surtout ceux qui travaillent dans les ministères, avaient entamé une grève du zèle, bloquant ainsi l'application de mesures exigées par la Troïka.

Les autorités de l'UE ne l'entendent pourtant pas de cette oreille. Pour elles il est essentiel que les peuples ne puissent être consultés. Un « NON » serait catastrophique. Il signifierait que comme en Islande, où dans deux référendums le peuple a refusé de s'endetter pour payer les frasques des banquiers privés, d'autres voies que l'austérité généralisée soient recherchées. La réaction des Européens est brutale. Furieux, Sarkozy et Merkel « convoquent » George Papandréou pour une réunion où sont aussi présents les responsables de la Troïka. Le message adressé est clair : si le référendum est organisé, ce devra être en décembre. Et surtout la seule question à poser sera celle de l'appartenance du pays à la zone euro, et non l'approbation ou non d'un plan qu'on entend leur imposer. En outre, la politique du chantage qui a si bien réussi jusque-là pour acculer les Grecs est réactivée : le versement de la sixième tranche (les fameux 8 milliards indispensables pour entre autres payer les fonctionnaires et régler le coût des importations de médicaments), promis pour la mi-novembre, est reporté jusqu'à nouvel ordre.

Dans ces conditions, quelques jours plus tard, le Premier ministre renonce à son projet de référendum. Dans la foulée, il démissionne, le 9 novembre, après s'être entendu avec le leader de l'opposition, Antónis Samarás, sur la formation d'un gouvernement « technique ». Après une semaine de négociations entre les principaux partis, Lucas Papadémos, ancien gouverneur de la Banque centrale de Grèce (1994-2002), principal artisan du passage de la drachme à l'euro, puis vice-président de la BCE (2002-2010), est nommé Premier ministre. Des représentants du Pasok, de la Nouvelle-Démocratie, le principal parti d'opposition, et de la formation d'extrême-droite Laos, composent son gouvernement. Poste clé, le ministère des Finances reste aux mains d'Evángelos Venizélos. Jusqu'aux prochaines élections prévues en avril 2012, le nouveau gouvernement sera chargé d'appliquer le plan du 26 octobre. Et de mener à bien les discussions avec les banques privées sur l'échange de dette.

Tout arrive. La tranche de prêt de 8 milliards d'euros qui aurait dû être débloquée depuis des mois, et qui ne l'est toujours pas, le sera enfin...

Les difficultés pourtant ne sont nullement aplanies. Un temps rassurée par l'arrivée du « technicien » Papadémos à la tête de la coalition au pouvoir, en fait un homme du sérail de la BCE, la Troïka déchant vite et commence à s'irriter. Les choses traînent en raison de conflits au sein de l'exécutif... Si bien que début janvier 2012, toujours rien n'est concrétisé du plan européen arrêté fin octobre. Malgré la succession des rounds de négociation, aucun accord n'est trouvé sur la décote de la dette négociée avec ses créanciers privés.

### *c. L'accord final du 21 février 2012*

Au début de l'année 2012, les responsables de l'UE et du FMI multiplient les mises en garde et les avertissements à l'encontre du gouvernement grec, et plus généralement de la classe politique du pays, à laquelle on reproche la supposée « lenteur » des réformes. L'Allemagne, soutenue par plusieurs capitales européennes, propose même en coulisse de désigner un commissaire européen permanent au budget grec, doté d'un droit de veto sur ses recettes fiscales et ses

dépenses (Le Monde, 2012). Athènes est scandalisée et Angela Merkel doit renoncer à ce projet. Pourtant le temps presse. La Grèce doit rembourser à ses créanciers privés quelque 14 milliards le 20 mars et ne dispose pas du premier sou pour ce faire.

### *Les conditions posées par la Troïka et le vote du Parlement*

Finalement, pour activer le deuxième plan d'aide, la Troïka excédée fixe trois conditions.

- **que l'Etat grec finalise l'accord de restructuration avec les créanciers privés.** Cette condition sera réalisée début février, la Grèce tombant enfin d'accord avec l'IFI pour réduire la dette grecque de 100 milliards.

- l'adoption d'une **série de nouvelles mesures d'austérité conçues en étroite liaison avec la Troïka.** Après de longues et difficiles négociations, les partis de gouvernement s'accordent le 9 février pour avaliser toutes les mesures d'austérité demandées (pour le contenu de ces mesures, voir ci-dessous)<sup>13</sup>.

Mais cette acceptation montre aussi la fragilité de la coalition au pouvoir, six ministres, dont les quatre du Laos, démissionnent le lendemain de la signature, pour manifester leur désaccord. Hors des enceintes feutrées du pouvoir, la ville est en ébullition. Et c'est un véritable climat de guerre urbaine qui règne dans les rues d'Athènes, lorsque dans la nuit du 12 au 13 février, le Parlement vote la nouvelle saignée imposée au peuple grec, vote qui n'est obtenu par les partis de la coalition qu'au prix de menaces et de chantages internes exercés sur les élus<sup>14</sup>. Pour calmer la grogne, le gouvernement annonce quelques heures plus tard la tenue d'élections législatives anticipées pour le mois d'avril (voir partie 3).

- Enfin, la Troïka exige de **la classe politique l'engagement qu'elle respectera l'accord, quel que soit le gouvernement au pouvoir après les élections d'avril.** La chose est faite le 15 février, les chefs des partis de la coalition au pouvoir s'y engageant par écrit.

### *Le contenu du deuxième plan*

Les conditions posées satisfaites et le vote du Parlement obtenu, les ministres des finances de l'Eurogroupe ? se réunissent de nouveau le 21 février 2012. Au petit matin, ils tombent d'accord sur le deuxième plan. Celui-ci sera d'un montant total de **279,6 milliards d'euros**, qui viennent s'ajouter aux 73 milliards déjà versés dans le cadre du premier plan. Pour l'essentiel, **l'accord reprend les dispositions des**

<sup>13</sup> Toutes les mesures sauf une, relative aux retraites.

<sup>14</sup> C'est ainsi que pour circonvenir la fronde des députés dont beaucoup se refusaient à voter les nouvelles mesures les dirigeants du Pasok comme ceux de Nouvelle démocratie ont dû menacer leurs opposants internes de ne pas les reconduire comme candidats aux prochaines élections s'ils continuaient de manifester leur opposition aux mesures proposées au vote. Joignant les actes aux menaces, la Nouvelle démocratie a ainsi expulsé aussitôt après le vote, 21 de ses 83 députés et le Pasok au moins 20 de ses 153 élus (Prandi, 2012). Deux députés du Laos sont également radiés de leur groupe pour avoir voté en faveur du mémorandum.

**plans de juillet et d'octobre.** Dans l'esprit des bureaucrates de l'UE, il s'agit par-dessus tout de « viabiliser » la dette et les conditions de son remboursement : celle-ci doit être ramenée à 120,5% du PIB d'ici à 2020<sup>15</sup>.

Entérinée le 14 mars 2012 par le Conseil Ecofin, l'architecture générale du plan comporte deux volets indépendants.

Le premier volet, le **PSI** a trait à la restructuration des créances privées. Les créanciers privés acceptent finalement une **réduction de 53,5%** de leurs créances, (contre 21% prévue initialement). Au total il s'agit d'un montant de **107 milliards d'euros** (voir partie 2). Si l'on rajoute à cela le fait que la maturité des créances inscrite dans les nouvelles obligations émises en échange des anciennes est allongée et le fait que les taux d'intérêt consentis sont plus faibles, la dépréciation imposée aux créances privées dépasse 70%.

Dans le second volet (« *Official Sector Involvement* » - OSI), les bailleurs de fonds publics, principalement les pays de la zone euro via le FESF (et non plus sous forme de prêts bilatéraux comme dans le cadre du 1<sup>er</sup> plan d'aide de mai 2010), et le FMI, acceptent d'apporter un concours supplémentaire pouvant aller jusqu'à **172,6 milliards d'euros** (Tableau 1). Ce montant comprend 24,4 milliards d'euros non déboursés dans le cadre du premier plan d'aide par le FESF et un soutien au programme d'échange de dette (35,5 milliards) pour lisser les pertes des créanciers privés (voir partie 2). Entre 25 et 48 milliards d'euros sont destinés à la recapitalisation du système bancaire hellénique. Finalement de nouveaux prêts sont accordés à hauteur de 36,7 milliards pour le FESF, et de 28 milliards d'euros pour le FMI.

**Tableau 1 : Concours officiels à la Grèce**

	<b>1<sup>er</sup> Plan (mai 2010)</b>	<b>2<sup>me</sup> plan (février 2012)</b>	<b>Total</b>
<b>Etats de l'UEM</b>	52,9		<b>52,9</b>
<b>FESF</b>		144,6	<b>144,6</b>
<b>Dont :</b>	<b>Reprise plan 1</b>		24,4
	<b>Soutien au PSI</b>		35,5
	<b>Recapitalisation banques</b>		48,0
	<b>Nouveaux prêts</b>		36,7
<b>FMI</b>	20,1	28	<b>48,1</b>
<b>Total</b>	<b>73,0</b>	<b>172,6</b>	<b>245,6</b>

Sources : FESF (2012) ; Mercier (2012).

<sup>15</sup> En pratique nous verrons que par la suite une nouvelle cible sera fixée.

Dernières précisions : les pays membres de l'UE ramènent (de manière rétroactive) leur marge d'intérêt sur les prêts bilatéraux qu'ils ont consentis à 150 points de base. Enfin la BCE et les autres banques centrales de la zone euro renoncent aux plus-values sur les obligations de la dette grecque qu'elles détiennent et s'engagent à les lui redistribuer.

Comme à l'accoutumée, les conditionnalités sont extraordinairement fortes.

- Tout d'abord la Grèce s'engage à créer dans les deux mois un **compte bloqué** sur lequel sera versée une partie des fonds prêtés. **Ces derniers seront affectés en priorité au remboursement de sa dette.** Le gouvernement ne pourra pas affecter cette partie de l'aide à d'autres postes budgétaires. Outre le fait que cette disposition indique bien où est la préoccupation centrale des architectes du plan (d'abord assurer le paiement des dettes), elle signifie et concrétise une mise sous tutelle économique de fait de la Grèce.

- Afin que les choses soient tout à fait claires, Athènes s'engage également à **inscrire dans sa Constitution, avant les élections d'avril, que le service de la dette est une priorité nationale.**

- La « task force », déjà présente sur place, sera renforcée et veillera de plus près encore que par le passé à l'exécution du programme.

- Le calendrier imposé pour traduire dans sa législation les décisions validées à Bruxelles dans les lois et décrets est extrêmement serré. Ainsi avant même la délivrance de la première tranche, le Parlement grec doit voter le projet de loi sur le PSI dont l'objet est de préciser les termes de l'opération d'échange d'obligations avec les créanciers privés. De même doivent être introduites de manière rétroactive des clauses d'action collective (CAC) associées à la décote de la dette de droit grec détenue par les créanciers privés<sup>16</sup>. Ces conditions sont réunies dès le 23 février.

Enfin, fin février est adopté le nouveau train de coupes budgétaires (prévues le 12 février), dont notamment une nouvelle baisse sur les retraites, d'abord refusée, et qui entrera en application dès le 1<sup>er</sup> Mars.

Pour le seul mois de février les mesures qui entrent en application, d'une extrême dureté, se chiffrent à 3,5 milliards d'euros de coupes budgétaires additionnelles (1,5% du PIB), lesquelles viennent s'ajouter à celles exigées dans les plans antérieurs. Pour la période 2013-2015, 10 milliards d'euros d'économies supplémentaires sont recherchés.

Baisses des salaires, des retraites, du nombre de fonctionnaires, coupures dans les dépenses sociales notamment en matière de santé publique s'additionnent de

<sup>16</sup> Ces clauses ont vocation à faciliter la restructuration de la dette : si une majorité qualifiée d'investisseurs acceptent des conditions moins favorables, celles-ci s'imposent à tous.

manière spectaculaire, pour exercer une véritable saignée (cf. annexe 1 pour le détail des mesures). Pour autant le peuple grec est loin d'être au bout de ses peines.

#### *d. L'aggravation finale*

##### *Juin 2012 : une couche supplémentaire d'austérité*

Avec la campagne électorale et les élections législatives (voir partie 3), la Grèce prend du retard sur l'échéancier fixé par le mémorandum, d'autant que la conjoncture économique est catastrophique. Dans ces conditions, dès sa prise de fonction fin juin 2012, le nouveau gouvernement conduit par Antónis Samarás engage les discussions avec l'UE et le FMI afin d'obtenir un délai supplémentaire d'au moins deux ans pour assainir ses comptes publics. Il doit également convaincre la Troïka de lui verser une tranche d'aide de 31,5 milliards d'euros qu'elle bloque depuis juin, estimant que le pays n'a pas respecté ses engagements antérieurs en matière de réduction des déficits.

Comme à l'accoutumée, la Troïka use de chantage. Elle conditionne l'activation des versements non effectués à de nouveaux progrès dans l'austérité. Plus que jamais pourtant le temps presse si le pays veut éviter de se déclarer en faillite. Pour faire monter la pression, Antónis Samarás évoque alors le risque d'une sortie de l'euro si le nouveau plan d'austérité n'est pas voté. « *Nous devons sauver le pays de la catastrophe (...) si nous échouons à rester dans l'euro, rien n'aura de sens* » (Bouilhet, 2012). L'adoption du nouveau plan a été érigée par la Troïka comme la condition *sine qua non* du déblocage de la tranche d'aide bloquée depuis juin. Après une semaine de débats houleux et deux jours de grève générale, le **nouveau plan de rigueur pluriannuel** est adopté à une courte majorité (153 sur les 151 nécessaires) dans la nuit du 7 au 8 novembre. Cette fois, les efforts budgétaires s'élèvent à près de 18,1 milliards d'euros, 13,1 milliards d'euros sur la période 2013-2014, puis 5 milliards supplémentaires d'ici à 2016. La rigueur est prorogée et durcie<sup>17</sup>.

Une seconde étape reste à franchir, celle du vote du budget grec 2013, également posé comme condition par la Troïka. Le Parlement s'exécute à nouveau (167 voix sur 300), quelques jours plus tard, dans la nuit du 11 au 12 novembre, la veille d'un sommet de l'Eurogroupe censé examiner le cas grec. Les deux textes exigés votés, la Grèce espère bien qu'y soit décidé le versement de la tranche bloquée depuis juin, nécessaire en grande partie pour refinancer les banques domestiques, de même qu'obtenir le délai de deux ans qu'elle demande depuis fin juin.

<sup>17</sup> Parmi les mesures, qui s'appliqueront dès le 1<sup>er</sup> janvier 2013, l'âge du départ à la retraite est allongé de deux ans et porté à 67 ans, avec des retraites, et des prestations sociales et de santé revues à la baisse. Le plan réduit aussi jusqu'à 27%, selon les catégories, les salaires des hauts fonctionnaires et prévoit le licenciement progressif de fonctionnaires et la suppression de leurs primes de vacances. La dérégulation du marché du travail est également accrue avec la suppression des conventions collectives, un assouplissement des lois sur le licenciement, un changement des règles sur le salaire minimum et la déréglementation de 14 professions... Même les armateurs, qui jouissent pourtant de privilèges fiscaux qu'ils avaient réussi à faire inscrire dans la constitution, sont concernés....

### *L'accord du 27 novembre 2012*

Le lendemain, le 12 novembre, l'Eurogroupe se réunit donc à Bruxelles.

Les membres de la Troïka prennent note que la trajectoire définie pour accompagner le PSI de mars 2012 n'est pas tenable. Un projet de rapport préparé par ses experts estime que la Grèce devra se voir accorder un délai supplémentaire de deux ans pour qu'elle puisse satisfaire aux objectifs du mémorandum et réaliser un excédent budgétaire primaire de 4,5% du PIB, jugé indispensable pour aboutir à une diminution de la dette et la porter à un niveau jugé soutenable par les experts de l'Eurogroupe. Mais le coût de la rallonge est élevé : 32,6 milliards d'euros au total, 15 milliards d'euros jusqu'en 2014 et à 17,6 milliards d'euros en 2015 et 2016 (Les Echos, 2012b).

La question qui se pose alors est celle de savoir qui va financer cette rallonge, sans en passer par un troisième plan ou un nouveau prêt à la Grèce. **Et sur ce point, les divergences entre le FMI, la BCE et l'UE sont profondes.** Le FMI veut que les créanciers publics prennent leurs pertes dans le cadre d'un OSI (« *official sector involvement* »), ce que refusent catégoriquement les États européens qui ne peuvent se résoudre à voir gonfler leurs déficits et leurs dettes s'ils renoncent à leurs créances sur la Grèce.

Finalement après moult tractations les créanciers de la Grèce parviennent à un compromis le 27 novembre<sup>18</sup>. D'une part, une nouvelle cible de ratio de dette/PIB est définie. Initialement fixée à 120% du PIB à atteindre en 2020 (cible retenue par le PSI), l'objectif est ramené à 124%, seuil considéré par le FMI comme soutenable et à la satisfaction duquel il conditionne l'attribution de ses prêts.

Pour atteindre l'objectif de réaliser un excédent primaire de 4,5% du PIB de 2014 à 2016, la Troïka arrête un plan dont les principales dispositions sont : (1) procéder à un allongement de 15 années de la maturité des prêts bilatéraux et de ceux du FESF accordés à la Grèce ; (2) une réduction des taux d'intérêt des prêts bilatéraux consentis dans le 1<sup>er</sup> plan d'aide de 100 points de base et de 10 points pour les taux d'intérêt sur les prêts du FESF ; (3) reporter de dix ans les premiers versements d'intérêts dus au FESF, portant ainsi les premiers paiements à 2022<sup>19</sup>. (4) Dans le même esprit il est prévu que la BCE renonce aux plus-values latentes réalisées sur son portefeuille d'obligations grecques, estimées à environ 4 milliards d'euros en 2013 et 2014, puis 3 milliards les deux années suivantes. Ces gains seront rétrocédés à la Grèce et lui permettront de réduire sa dette de 5 points de PIB à la fin de la période (Autret, 2012).

<sup>18</sup> Sans entrer dans le détail des choses, précisons que dans ce compromis, le FMI semble avoir eu gain (au moins en partie) de cause, les créanciers publics étant appelés à subir des pertes sur les titres grecs qu'ils détiennent.

<sup>19</sup> La baisse de 100 points de base du taux d'intérêt que les États membres et le FESF doivent recevoir de la Grèce va se traduire pour la France pour ses prêts bilatéraux par un manque à gagner de 113,8 millions d'euros par an (Rolland, 2012).



Dans le même temps, la Troïka pose une nouvelle condition pour procéder au déblocage des fonds : **la Grèce doit s'engager à procéder à un buy-back** (rachat de sa propre dette) avec décote. Comme nous le verrons plus bas (voir partie 2), il s'agit là d'une disposition essentielle. Ce n'est en effet que lorsque cette condition sera remplie que l'Eurogroupe acceptera, après des mois de blocage et de chantage, le versement de 34,3 milliards d'euros d'aide promise<sup>20</sup>. La décision du FMI est intervenue au cours du mois de janvier 2013.

## **2. La restructuration de la dette souveraine grecque : une vue analytique ... et politique**

La restructuration de la dette à laquelle il a été procédé est un phénomène historique d'importance considérable. Il s'agit en effet de la plus importante restructuration d'une dette souveraine d'un pays développé depuis la seconde guerre mondiale, et d'une première pour une économie dont la monnaie est l'euro<sup>21</sup>. On se souvient d'ailleurs que dans le cas grec, la BCE a d'abord lutté bec (les aigles n'ont qu'un bec) et ongles pendant longtemps avant de se rendre à l'évidence et, sous la pression de l'UE, d'accepter, non sans y mettre de solides conditions, le principe d'une restructuration.

Pour toutes ces raisons, entrer dans « l'alchimie » des formules adoptées pour en montrer les logiques et expliciter la nature des intérêts qui se sont affrontés est essentiel. Nous nous intéresserons dans les paragraphes qui suivent à deux aspects de cette restructuration : le PSI (de mars 2012) et le rachat d'obligations (buyback) de décembre de la même année. Nous concluons en montrant comment cette restructuration a profondément modifié tant la composition de la dette que celle des créanciers.

### *a. Le PSI<sup>22</sup> de mars 2012 : la difficile « implication » des créanciers privés*

Entériné par le sommet européen du 21 juillet 2011, le PSI consiste en un échange de titres entre Athènes et ses créanciers privés, eux-mêmes représentés à la table des négociations par l'IFI. La procédure est préparée en coulisses pendant des mois de tractations. A plusieurs reprises, on frôle l'accord sans jamais parvenir à le conclure.

### *Des intérêts divergents suivant les types d'investisseurs*

Les négociations sont particulièrement difficiles compte tenu de **l'hétérogénéité des créanciers**<sup>23</sup>. Globalement, les banques et les compagnies d'assurance, sous

<sup>20</sup> Cette somme comprend 16 milliards d'euros pour recapitaliser les banques grecques, 7 milliards pour le budget de l'Etat et 11,3 milliards pour couvrir l'opération de rachat de dette (Les Echos, 2012d).

<sup>21</sup> L'autre cas intervenu pendant la crise au sein de l'UE est celui de l'Islande, mais il n'a pas donné lieu à des tractations préalables avec les créanciers. Ceux-ci se sont adaptés à une situation de « défaut » unilatéral prononcé par les autorités islandaises (Voir sur ce point Coriat et Lantenois, 2011b).

<sup>22</sup> PSI est mis pour « private sector involvement » (en français ISP : implication du secteur privé).

<sup>23</sup> Ce pour ne rien dire du fait que l'IFI a longtemps tenté d'éviter qu'on y procède. Il semble que ce n'est que sous la menace de l'instauration d'une taxe sur les banques qu'elle a fini par accepter le principe d'un PSI, en pesant de tout son poids pour en réduire les effets.

la pression des autorités politiques de leurs pays respectifs, se montrent les plus coopératives. Les fonds spéculatifs (*hedge funds* en particulier) quant à eux, le sont beaucoup moins. Profitant des perspectives de défaut de la Grèce et de la chute des cours, ils ont acheté massivement des obligations à maturité courte à un prix dérisoire<sup>24</sup>, dont la décote est estimée entre 50% et 80%. *De facto*, ils ont suffisamment de poids pour s'inviter aux discussions, et y peser. Mais ils ont affaire à forte partie. Les détenteurs de titres ne sont pas dans les mêmes dispositions et ne partagent pas les mêmes intérêts<sup>25</sup>. Tout dépend en effet du moment et du prix auxquels ils ont acquis les titres qu'ils possèdent, comme de l'arrivée à échéance des remboursements qu'ils peuvent exiger. Nombre de détenteurs de titres grecs entendent profiter d'un accord rapidement intervenu. Si l'échange entre les anciennes et nouvelles obligations se fait à une valeur plus élevée que celle à laquelle les obligations ont été acquises, ils ont tout à gagner d'un accord<sup>26</sup>. D'autres investisseurs au contraire ont intérêt à pousser la spéculation jusqu'à ses limites extrêmes : faire en sorte que les discussions s'éternisent, et tenter devant les tribunaux si nécessaire d'obtenir leur remboursement à 100% de la valeur faciale, même s'ils ont eux-mêmes acquis ces titres à des prix très bas.

Les négociations se déroulent sous un couperet. Le 20 mars 2012 en effet Athènes doit rétrocéder à ses créanciers 14,5 milliards d'euros. Les investisseurs possédant des obligations arrivant à maturité ce mois-là sont ainsi ceux qui ont le plus intérêt à jouer la montre. Si aucun accord n'est intervenu, ils sont en situation d'exiger un remboursement à 100% de la valeur faciale des titres qu'ils détiennent. A cela il faut ajouter que certains fonds peuvent jouer sur plusieurs tableaux. Pour peu qu'ils aient acheté des CDS<sup>27</sup>, et se soient ainsi « assurés » sur les titres grecs, ils peuvent eux aussi être intéressés à faire échouer la restructuration « volontaire » pour obtenir (en cas de défaut) des dédommagements via l'activation des CDS.

### *Un montage particulièrement complexe*

Pour rester dans les limites d'un accord « volontaire » et éviter le déclenchement des CDS, le montage finalement adopté est particulièrement complexe. Sur ce point, la Grèce est assistée d'avocats spécialisés et par les banques Lazard, HSBC et la Deutsche Bank<sup>28</sup>.

Les créanciers privés doivent accepter les conditions négociées avec la Grèce, c'est à dire l'effacement de 107 milliards d'euros de dette souveraine **sur les 206**

<sup>24</sup> Nombre d'entre eux réaliseront un bénéfice, quelques mois plus tard, lorsque la dette sera restructurée.

<sup>25</sup> Voir notamment sur ce point Maujean (2012) et Couet (2012a).

<sup>26</sup> Rappelons en effet qu'il existe un marché secondaire de la dette publique. Depuis 2010, date de l'entrée en crise de la Grèce, le cours des obligations grecques a beaucoup varié, et a connu des baisses prononcées. Si bien que les investisseurs ont acquis les titres sur ce marché à des valeurs très différentes. La BCE a joué ici un rôle important en acquérant auprès des créanciers privés des titres à des prix de marché qui ont eux-mêmes beaucoup varié.

<sup>27</sup> CDS ou « credit default swap » : dans le cas d'espèce il s'agit de titres négociables correspondant à une « assurance » prise sur une décote (ou un autre incident de crédit) des obligations souveraines. Nombre de détenteurs de CDS les détiennent « à nu » c'est-à-dire sans posséder eux-mêmes les titres obligataires de la dette. Dans ce cas cette détention est en général à visée purement spéculative.

<sup>28</sup> Selon Couet et Prandi (2012), Lazard toucherait environ 25 millions d'euros, soit près de 0,015 % de la valeur nominale des titres grecs apportés à l'échange. HSBC et Deutsche Bank percevraient quelques millions pour leur responsabilité dans la partie opérationnelle de l'échange de titres grecs.

**milliards** qu'ils détiennent au moment de l'échange (Ministère des Finances, 2012a).

Concrètement, la restructuration doit prendre la forme d'un échange d'anciennes obligations contre des nouvelles à valeur plus faible et de durée plus longue. En échange d'une obligation d'un montant initial de 100 euros, l'État hellénique propose des titres d'une valeur de 46,5 euros, dont 31,5 euros constitués d'obligations grecques et 15 euros de titres émis par le FESF. Soit une décote faciale de 53,5%. Plus précisément :

- les nouvelles obligations grecques proposées à l'échange (dont le nominal représente au total 31,5% du nominal des anciennes obligations) arriveront à maturité entre 2023 et 2044 et rapporteront un taux d'intérêt de 2% pour les trois premières années, de 3% pour les cinq années suivantes et de 4,3% au-delà et jusqu'à 30 ans. Soit une moyenne de 3,65%. Point décisif, afin de garantir les investisseurs d'un nouveau PSI, les nouvelles obligations sont de droit anglais.

- quant aux obligations émises par le FESF, pour un total d'environ 30 milliards d'euros (15% du nominal des anciennes obligations), elles sont de court terme, d'un an pour moitié, de deux ans pour l'autre. Elles permettront aux créanciers de recevoir rapidement des liquidités. Le FESF devra également payer le montant des intérêts portés par les anciennes obligations hellènes apportées par les créanciers privés, soit 5,7 milliards d'euros (en titres à 6 mois) (Couet et Prandi, 2012).

En rallongeant les échéances de remboursement sur des montants moindres, l'objectif est de réaliser les conditions pour que la Grèce puisse tenir ses nouveaux engagements face à ses créanciers. Pour ces derniers, la perte est **supérieure à la décote nominale** fixée à 53,5% car il doit être pris en compte que la maturité est plus longue et la rémunération plus faible. Ainsi, la perte de valeur réelle est estimée à 73%, soit un montant total approchant 150 milliards d'euros. Un choc déjà provisionné de longue date (souvent en plusieurs temps) par les banques et les assureurs au fur et à mesure des décotes enregistrées sur le marché secondaire de la dette.

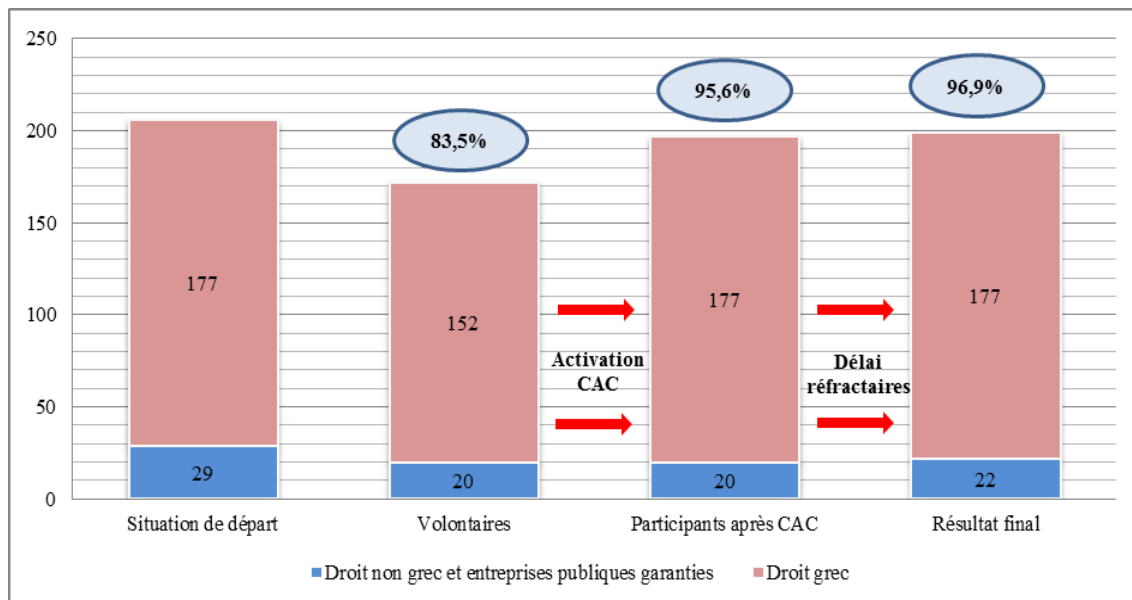
### *Un déroulement difficile*

Un point sensible sous-tendait le bon déploiement de l'accord. La réussite du PSI était en effet conditionnée au « bon vouloir » des créanciers. Un haut taux de participation des créanciers privés acceptant que la dette soit restructurée et se portant « volontaires » pour l'échange proposé était requis<sup>29</sup>. Or cette condition ne

<sup>29</sup> Trois situations étaient envisagées : (1) Première possibilité, le scénario catastrophe. Le taux de participation se fixe en deçà de 75%. La Grèce annonce alors qu'elle abandonne le PSI, ce qui entraînerait un défaut brutal et désordonné (« *hard default* »)... c'est-à-dire le chaos. (2) Deuxième possibilité, intermédiaire. Si la participation oscille entre 75% et 90%, la Grèce active alors les CAC introduites de manière rétroactive dans ses obligations de droit grec (voir partie 1), forçant à l'échange les réfractaires. De fait, le taux de participation dépasserait les 90%. L'Association internationale des swaps et dérivés, l'ISDA, chargée de déterminer si l'activation des CAC est un événement de crédit, se prononcerait très probablement dans ce sens, déclenchant pour le coup les CDS. (3) Troisième possibilité, au-delà de 90%, le PSI serait un succès, la Grèce n'ayant pas besoin d'activer les CAC

paraissait nullement acquise. En pratique le taux d'acceptation « volontaire » des créanciers privés atteindra 83,5%, ce qui correspond au scénario intermédiaire envisagé (cf. note 24 et graphique 1)<sup>30</sup>.

**Graphique 1 : Résultat du plan de restructuration de la dette grecque (Mds €)**



Sources : Ministère des Finances (2012a ; 2012b; 2012c).

### *L'activation des CAC*

Ce taux d'acceptation volontaire, bien qu'il soit élevé, est insuffisant pour obtenir la réduction de dette prévue dans le plan européen, qui exige un taux d'au moins 90%. La décision d'activer les CAC est alors prise pour contraindre la petite minorité de porteurs hostiles à l'échange. Du coup, l'État hellène s'assure pour les emprunts de droit grec une participation de 100%, ce qui porte *de facto* le taux d'acceptation totale à 95,6%, soit 197 milliards d'euros. Le cas des obligations de droit domestique réglé, l'Etat hellène procède le 12 mars à l'échange des anciennes obligations contre de nouvelles.

Pour les titres gouvernés par des législations étrangères et pour les obligations émises par des sociétés publiques grecques et garanties par l'Etat, le gouvernement accorde un délai, plusieurs fois repoussé (initialement le 23 mars, puis le 4 avril, puis le 20 avril), pour que se prononcent les récalcitrants, essentiellement des fonds spéculatifs. Environ 8 milliards d'euros sont concernés (Le Figaro, 2012). A plusieurs reprises, le ministère des Finances organise des réunions avec ces créanciers rebelles ou indécis pour les convaincre de participer au plan de restructuration.

(clauses d'action collective). La restructuration considérée comme volontaire, les CDS ne seraient pas enclenchés.

<sup>30</sup> Sur la partie des titres de droit grec, la participation atteint 85,8%, soit 152 milliards sur un stock de 177 milliards d'euros. Pour les obligations relevant du droit étranger et celles émises par des entreprises publiques et garanties par l'État, 69% (soit 20 milliards d'euros sur 29 milliards) accèdent volontairement à l'échange (Ministère des Finances, 2012b).

Au final, le PSI s'achève le 25 avril. Au total 96,9 % des titres ont été apportés, selon le ministère des Finances, soit 199 milliards d'obligations sur un total d'environ 205,5 milliards d'euros (Ministère des Finances, 2012c).

### *« Un évènement de crédit » et ses effets*

L'activation des CAC à laquelle a dû recourir la Grèce va se traduire par deux séries de conséquences.

- Tout d'abord, conséquence directe de cette activation, le 27 février l'agence de notation S&P rétrograde la note à long terme « CC » et la note à court terme « C » de la Grèce pour la fixer à un niveau correspondant à « Défaut sélectif » (Aussannaire, 2012). Cette décision contraint la BCE à **suspendre provisoirement** l'éligibilité des obligations grecques au rang de collatéral. Les banques hellènes sont les premières touchées. Certaines d'entre elles, sous-capitalisées en raison des pertes colossales subies dans l'échange, n'ont tout simplement plus accès aux opérations de refinancement de la BCE. Leur refinancement est alors confié à la banque centrale de Grèce par l'intermédiaire d'un mécanisme d'urgence, l'*Emergency Lending Assistance*, beaucoup plus souple sur la qualité des actifs apportés en garantie (Le Gall, 2012)<sup>31</sup>. Pour pallier l'insuffisance de capitalisation, le second plan d'aide prévoit également que le FESF débloque à l'attention du système financier grec entre 25 et 48 milliards d'euros.

- Seconde conséquence, l'**ISDA**<sup>32</sup> se réunit le 9 mars 2012. Après analyse, l'association considère à l'unanimité que l'activation des CAC fait perdre à l'opération de PSI son caractère « volontaire ». « *C'est donc un évènement de crédit* » (ISDA, 2012). Les CDS sur l'Etat grec seront alors déclenchés. Ils portent sur quelque 3,2 milliards de dollars en valeur nette selon les estimations du DTCC (« *depository trust and clearing corporation* »)<sup>33</sup>. Pourtant annoncé depuis des mois comme une catastrophe qu'il fallait absolument éviter, le débouclage des CDS qui porte finalement sur des sommes réduites est géré sans trop de difficultés par le système financier.

### *b. Le rachat de dette (« buy back ») de décembre 2012*

Même si le PSI a finalement été conduit dans de bonnes conditions, la Grèce a pris du retard sur son échéancier et il lui incombe encore de conduire une ultime opération pour achever la restructuration de sa dette. Il s'agit de l'opération de

<sup>31</sup> Une fois l'offre d'échange sur la dette grecque bouclée, les banques du pays peuvent de nouveau venir au guichet de la BCE (Le Gall, 2012).

<sup>32</sup> ISDA : c'est entre les mains de ce consortium d'acteurs privés que réside la décision d'activer ou non les assurances qui couvrent les CDS ; c'est à elle qu'il revient de décider s'il y a eu évènement de crédit et si les assurances doivent être déclenchées.

<sup>33</sup> Doit être faite une distinction entre la valeur nette des CDS et leur valeur brute estimée à 68,9 milliards de dollars. Cette différence entre le brut et le net s'explique par le fait qu'une même institution financière est souvent à la fois vendeuse et acquéreuse de CDS, directement ou indirectement, ce qui nécessite de déterminer le solde net de son exposition (Sollier, 2012). Sur les 3,2 milliards de dollars en net, le montant des versements effectifs avoisine les 2,5 milliards de \$. Ce montant est déterminé le 19 mars à l'issue d'enchères organisées par l'ISDA établissant à 21,5% la valeur de recouvrement des obligations grecques.

rachat de sa propre dette, jugée essentielle aux yeux de l'Eurogroupe pour faire descendre le ratio dette publique/PIB à un niveau considéré comme soutenable par la Troïka. A la différence du PSI, qui s'est déroulé avec le déclenchement du CAC sur un mode obligatoire, l'offre de rachat est ici basée sur le régime du volontariat.

Au terme d'un nouvel accord, bouclé le 27 novembre 2012, la Grèce s'engage à se lancer sans délai dans le rachat de sa dette détenue par des investisseurs privés. Et le 3 décembre, l'Agence grecque de gestion de la dette<sup>34</sup> annonce à ses créanciers privés son intention de leur racheter, selon une procédure dite « d'adjudication à la hollandaise modifiée », 20 lignes d'obligations arrivant à échéance entre 2023 et 2042, à un prix décoté, en échange d'obligations à six mois du FESF (Ministère des Finances, 2012d). Près de 62,3 milliards d'euros reçus lors du PSI sont concernés (Garabedian, 2012). Le prix offert varie en fonction de l'échéance des titres rachetés<sup>35</sup>. L'État finance cet échange à hauteur de 10 milliards d'euros prêtés par le FESF. L'objectif est d'alléger le stock de dette de 20 milliards et de ramener, comme convenu dans l'accord du 27 novembre, le ratio dette/PIB à 124% en 2020. En outre, l'opération doit être réalisée avant le 13 décembre pour que la Troïka débloque les tranches d'aide promises.

Après plus d'une semaine de procédure, les volontaires apportent finalement 31,9 milliards d'euros de dettes en valeur nominale, soit 4 milliards de plus que ce qu'espérait le gouvernement. Après quelques péripéties l'échange est bouclé<sup>36</sup>. In fine, **20,7 milliards d'euros de dette sont effacés**, soit environ 6% du stock total (Les Echos, 2012c).

Globalement, les grandes banques du pays, appelées par le gouvernement Samarás à faire leur « *devoir patriotique* », ont accepté la transaction qui leur était proposée. Bien que réticentes, (car perdantes dans l'échange de titres) elles ont considéré n'avoir pas vraiment le choix dans la mesure où le versement de l'aide européenne, en grande partie destinée à les recapitaliser, dépendait du succès de l'offre de rachat... Les établissements étrangers participent également, de même que certains *hedge funds* qui, anticipant ce type d'opérations, des rumeurs circulant dans ce sens, avaient racheté à bas prix de nombreuses obligations grecques. **Certains fonds spéculatifs ont ainsi pu réaliser d'énormes bénéfices** dans cette affaire<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Et là encore elle est conseillée par la Deutsche Bank, et par Morgan Stanley.

<sup>35</sup> Deux bornes de rachat, hautes et basses, sont fixées selon le type d'obligation. Les seuils minimaux vont de 30,2% à 38,1% du nominal, les seuils maximaux de 32,2% à 40,1% (La Tribune, 2012).

<sup>36</sup> Petit hic, le prix d'achat moyen est plus élevé que prévu : 33,8% de la valeur nominale, contre 30% prévus. Pour boucler l'opération, 1,29 milliard d'euros supplémentaires doit être déboursé, en plus des 10 milliards prévus, soit un coût total de 11,29 milliards d'euros pour racheter 31,9 milliards.

<sup>37</sup> Tel est le cas de Third Point, un hedge fund américain qui gère 10 milliards de dollars. Selon le Financial Times, il aurait engrangé un profit de 500 millions de dollars grâce à sa stratégie sur la dette grecque. Quelques mois avant l'opération d'échange, il a ainsi acheté des titres obligataires grecs sur le marché secondaire à 17% de leur valeur nominale pour les revendre à 34% lors du rachat de dette menée par la Grèce (Les Echos, 2012e).

### c. Une modification drastique de la composition de la dette

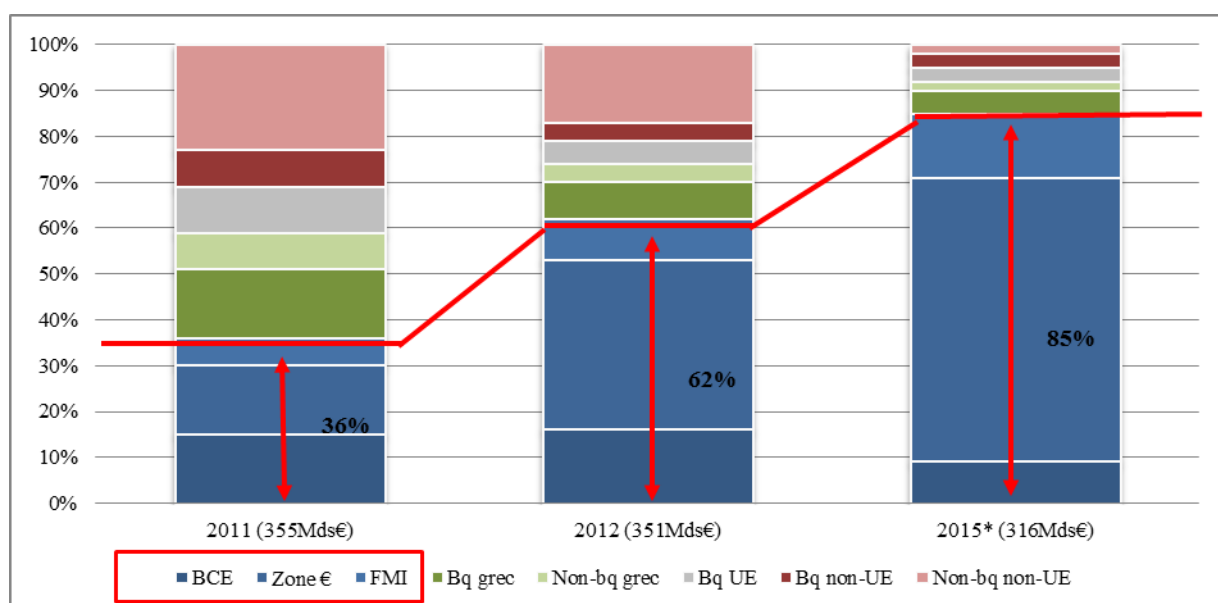
Les différentes opérations que nous venons de décrire se traduisent finalement par un bouleversement complet de la composition de la dette et de ses détenteurs.

#### *Un transfert de risque massif du privé au public*

Avant le PSI de mars 2012, la dette publique de la Grèce était d'environ 360 milliards d'euros, soit environ 160% de son PIB (estimation au 1/07/2011 par Barclays). Elle se décomposait alors en **155 milliards d'euros détenus par le secteur public international** (UEM, FESF, BCE, FMI) et **205 milliards d'euros par des créanciers privés**, dont le système bancaire grec (50 milliards), les banques et assurances européennes (50 milliards) et les fonds d'investissement (70 milliards). Sur ces 205 milliards de créances privées, 86% étaient alors soumises au droit grec, le reste au droit international.

Avec le PSI, le montant détenu par les **créanciers privés diminue**, ce que confirment les données fournies par Open Europe (Ruparel, 2012). Alors qu'à la fin de l'année 2011, environ un tiers (36%) de la dette grecque était détenu par la Troïka (BCE-UEM-FESF-FMI), le ratio atteint les deux tiers (62%) suite au PSI (Graphique 2). Les projections de l'étude fixeraient même la part des créanciers publics à 85% en 2015. Mécaniquement, la part du secteur privé recule de 64% en 2011 à un peu plus de 38% après le PSI, voire 15% en 2015.

**Graphique 2 : Détention de la dette grecque**



Sources : Ruparel (2012).

**Le risque est ainsi transféré des investisseurs privés vers le secteur public international.** Ainsi, à défaut d'avoir réduit le volume de la dette (à peu près

constant en 2011 et 2012 selon les données), **le PSI s'est traduit avant tout par une modification drastique de sa répartition entre créanciers privés et publics.**

Car si la Grèce venait à s'engager dans un nouveau PSI, cette fois-ci le « P » signifierait à coup sûr « public », au lieu de « private »<sup>38</sup>. Cette montée de la prise en charge de la dette par le public s'est faite en plusieurs temps. Tout d'abord dans le cadre du premier plan de sauvetage de mai 2010, les membres de la zone euro ont avancé directement à la Grèce, via des prêts bilatéraux, un montant proportionnel à leur quote-part dans le capital de la BCE. Au total, l'Allemagne a ainsi dû emprunter 14,7 milliards d'euros (chiffre de mai 2012) pour les prêter en plusieurs tranches à la Grèce, la France 11,1 milliards, l'Italie 9,7 milliards (Tableau 2).

**Tableau 2 : Exposition des pays de la zone euro dans le cadre des deux plans (mai 2012)**

	(1) Prêt déjà versé 1 <sup>er</sup> plan (Mds€)	Quote-part BCE	(2) Garanties effectives apportées via le FESF (Mds€)	Quote-part FESF	(1) + (2) (Mds€)
<b>Allemagne</b>	14,7	27,9%	31,4	29,1%	<b>46,1</b>
<b>France</b>	11,1	21,0%	23,6	21,8%	<b>34,7</b>
<b>Italie</b>	9,7	18,4%	20,7	19,2%	<b>30,4</b>
<b>Espagne</b>	6,5	12,2%	13,8	12,8%	<b>20,3</b>
<b>Pays-Bas</b>	3,1	5,9%	6,6	6,1%	<b>9,7</b>
<b>Belgique</b>	1,9	3,6%	4,0	3,7%	<b>5,9</b>
<b>Autriche</b>	1,5	2,9%	3,2	3,0%	<b>4,7</b>
<b>Portugal</b>	1,4	2,6%	0	0,0%	<b>1,4</b>
<b>Finlande</b>	1	1,8%	2,1	1,9%	<b>3,1</b>
<b>Autres</b>	2	3,7%	2,6	2,4%	<b>4,6</b>
<b>Total</b>	<b>52,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>108,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>160,9</b>

Sources : Antonin (2012).

<sup>38</sup> Comme le montre une note de l'OFCE de Céline Antonin (2012), l'exposition des pays de la zone euro à la dette publique (et privée) grecque transite principalement par trois canaux : (1) les deux plans d'aide de mai 2010 et de mars 2012 (la rallonge de novembre 2012 n'est pas comptabilisée), (2) la participation à l'Eurosystème et (3) l'exposition des banques commerciales.



Avec le deuxième plan, le FESF se substitue aux États, ces derniers lui apportant dorénavant leur garantie. Le fonds emprunte alors sur les marchés en émettant des titres et prête à la Grèce le montant levé. Ceci a pour avantage d'être sans incidence sur les finances publiques des pays membres. Toutefois en cas de défaut du pays, le FESF se retournerait alors vers les États qui devraient le renflouer selon leur quote-part. Pour la Grèce, les garanties apportées atteignaient en mai 2012 déjà 108 milliards d'euros, dont 23,6 pour la France et 31,4 pour l'Allemagne.

Suivant ces estimations un défaut sur la totalité de la dette grecque en mai 2012 aurait ainsi coûté à la France 34,7 milliards d'euros, 46,1 milliards pour l'Allemagne. Indéniablement plus aujourd'hui<sup>39</sup>.

### **3. Les effets du monitoring autoritaire de l'UE : un effondrement économique, social et politique sans précédent**

Le succès obtenu dans la conduite des programmes de restructuration contraste sévèrement avec les performances enregistrées par l'économie grecque. La Grèce, après la restructuration, reste plongée dans la crise économique, sociale et politique la plus grave qu'elle ait connue depuis l'après-guerre. A de nombreux égards, comme en témoignent les chiffres ci-dessous, sous la tutelle de la Troïka, la situation s'est même considérablement aggravée.

#### *a. Un effondrement économique*

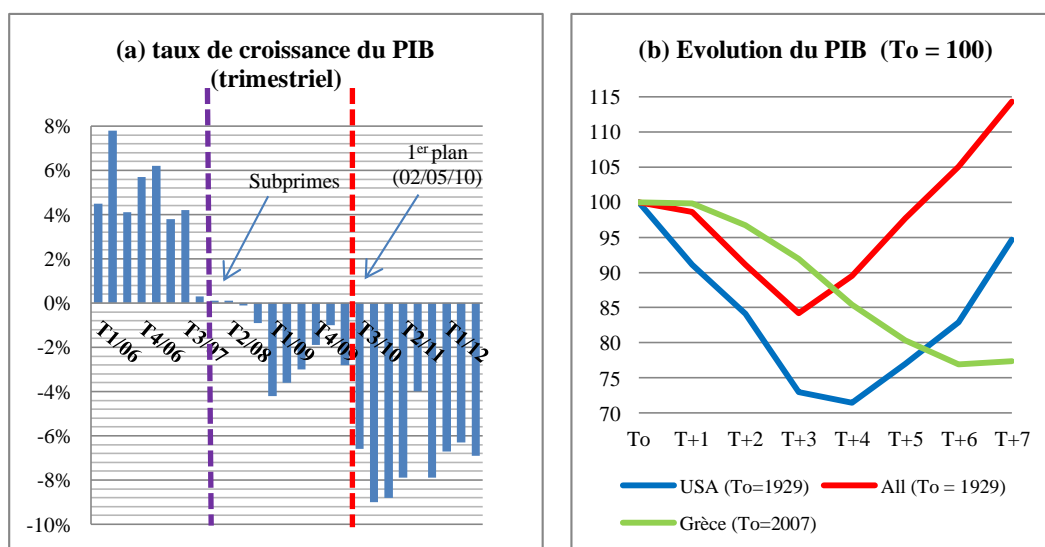
##### *Une chute spectaculaire et durable du PIB*

Selon les données Eurostat, le PIB (réel) devrait plonger en 2012 de 6%\*<sup>40</sup>. L'année 2012 marquera ainsi la cinquième année consécutive de contraction économique : - 0,2% en 2008, puis -3,1% en 2009, -4,9% en 2010 et -7,1% en 2011 (Eurostat, 2013). **En cinq ans, le pays accuse ainsi une chute cumulée vertigineuse de son PIB de plus de 20%**. Et une sixième année de récession est prévue pour 2013... Impactée par la crise des subprimes et la crise économique mondiale, la dégringolade s'est **puissamment accélérée avec l'activation du premier plan d'aide de mai 2010**. Sur ce point, les données trimestrielles sont édifiantes (graphique 3a). Depuis le troisième trimestre 2010 (qui marque l'entrée de la Grèce sous la tutelle de la Troïka), le PIB se contracte systématiquement de plus de 4,5% chaque trimestre par rapport au même trimestre de l'année précédente. Ainsi, au troisième trimestre 2012, il chutait encore de 7,2% par rapport au troisième trimestre 2011, soit une accélération de la récession.

<sup>39</sup> Dans son étude, Antonin (2012) adjoint également le montant de l'exposition des banques commerciales privées et celle des États à travers leur participation à l'Eurosystème. Si l'on inclut ces deux éléments aux montants engagés ou gagés dans les deux plans d'aide, l'Allemagne serait ainsi exposée à hauteur de 94,6 milliards et la France 96,8 milliards.

<sup>40</sup> (\*) Les données de 2012 et 2013 sont encore au moment de la rédaction de cette note « prévisionnelles ».

### Graphique 3 : Evolution du PIB

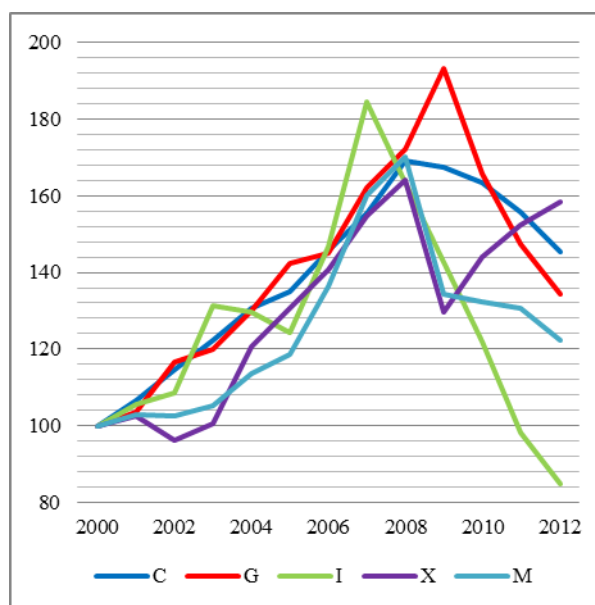


Sources : Hellenic Statistical Authority (graph. gauche), évolution du PIB en volume, pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente. Maddison pour les USA et l'Allemagne (graph. droite), calcul des auteurs.

Pour prendre la mesure des choses, précisons que si l'on compare l'évolution du PIB depuis 2007 en Grèce, et ce qu'ont connu les USA et l'Allemagne à partir de 1929, on observe alors : (1) une contraction plus brutale du PIB en début de période pour les USA et l'Allemagne dans les années 30, (2) mais pour les deux pays un rétablissement plus rapide que celui qui se manifeste en Grèce, (3) si bien qu'au final, **la contraction du PIB, plus de 6 ans après le déclenchement de la crise des subprimes, est plus importante que ce qu'ont connu l'Allemagne et les USA dans les années 30...** (graphique 3b).

**Point fortement inquiétant : toutes les composantes de la demande domestique sont dans le rouge** (graphique 4). La récession prolongée, le chômage record et la longue litanie des mesures d'austérité, mêlant hausses de la fiscalité et baisses des salaires comme des pensions de retraite continuent à tirer vers le bas la consommation des ménages. Après avoir reculé de 6,2% en 2010, la consommation a ainsi chuté de 7,7% en 2011, comme en 2012 (Commission, 2012). Dans ce climat délétère, les entreprises n'investissent plus (-15% en 2010, -19,6% en 2011 et -14,4%\* en 2012). Fixation de la Troïka, les dépenses gouvernementales, attaquées de toutes parts, ont également fortement reculé (-8,7% en 2010, -5,2% en 2011 et -6,2%\* en 2012). Dans ce contexte, les importations ont également baissé (-6,2%, -7,4%, -10%\*). Seules les exportations ont profité d'un léger rebond (5,2%, 0,3%, 0,8%\*). Mais pas de quoi résorber un déficit commercial estimé en 2011 à 16,9 milliards d'euros.

**Graphique 4 : les composantes du PIB (2000 = 100)**



Sources : Eurostat. C = consommation, G = dépenses publiques, I = investissement, X = exportations, M = importations.

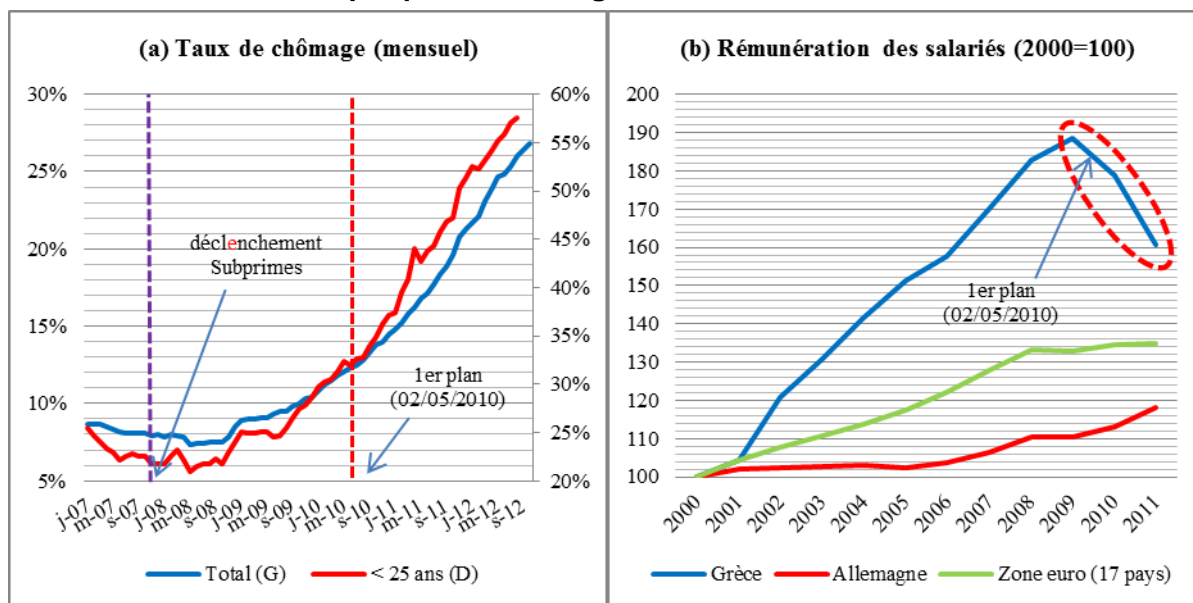
### *Chômage de masse et paupérisation*

Dans ce contexte macroéconomique catastrophique, **on assiste à des faillites d'entreprises en chaîne**. Quelque 60 000 d'entre elles ont cessé toute activité depuis le début de la crise. La situation sur le marché du travail ne cesse de se dégrader. L'envolée du chômage, amorcée fin 2008 avec la récession consécutive à la crise financière ne prend toute son ampleur qu'avec la cure d'austérité imposée par la Troïka (graphique 5a). De 8% en moyenne au cours de l'année 2008, le taux de chômage croît constamment depuis. En mai 2010, au moment de la signature du premier plan d'aide, il atteint déjà 12,1% de la population active, puis 16,8% en mai 2011 pour dépasser le seuil des 25% à la fin de l'année 2012, soit le quart de la population active. En matière de chômage des jeunes, la Grèce partage désormais avec l'Espagne son funeste privilège : dans ces pays plus d'un jeune sur deux est en chômage (56,6% en octobre 2012).

La dévaluation « externe » rendue impossible par la participation à l'euro, la Grèce sous la pression de ses créanciers a été sommée de procéder à une dévaluation « interne » massive visant à abaisser le **coût du travail** jugé trop élevé par ses créanciers. La particularité tient ici au fait que **la voie imposée à la Grèce** n'a pas consisté en la mise en œuvre d'une politique de modération salariale où le salaire réel est contracté en raison de la non-indexation du nominal sur l'inflation. Non, on demande à la Grèce de couper **directement dans le salaire nominal. Et pas au scalpel : à la hache** (graphique 5b). Tant le public que le privé sont concernés. Alors que le 1<sup>er</sup> mémorandum s'attaquait principalement aux salaires dans la fonction publique, le 2<sup>ème</sup>, en réduisant le salaire minimum de 22%, cible directement le secteur privé. Bien que les données soient anciennes, la Banque de Grèce chiffrait ainsi pour 2010 la baisse du salaire nominal à 4,8% et 3,3% en 2011.

Dans ce sens, les salaires nominaux auraient baissé entre 2009 et 2012 de 19% par rapport à la moyenne européenne (Crédit Suisse, 2012). Enfin selon l'OCDE, le salaire, cette fois-ci réel, aurait chuté de 25% en 2011 ... (Yannopoulos, 2012).

**Graphique 5 : chômage et rémunération des salariés**



Source : Eurostat.

Si à la baisse des salaires dans le public et le privé, on adjoint la contraction des retraites, qui plan de rigueur après plan de rigueur ont été amputées plus d'une dizaine de fois, et les coupures effectuées sur les divers transferts sociaux, le tout combiné avec une majoration brutale de divers impôts, on comprend que ce sont de larges fractions **de la société grecque, qui vont des couches les plus fragiles à la classe moyenne, qui sont directement victimes de paupérisation**. Eurostat comptabilisait ainsi en 2011 environ 3,4 millions de personnes pauvres ou au bord de l'exclusion sociale, soit 31% de la population (Eurostat, 2012). Il s'agit là du plus haut taux de pauvreté jamais enregistré au sein de la zone euro.

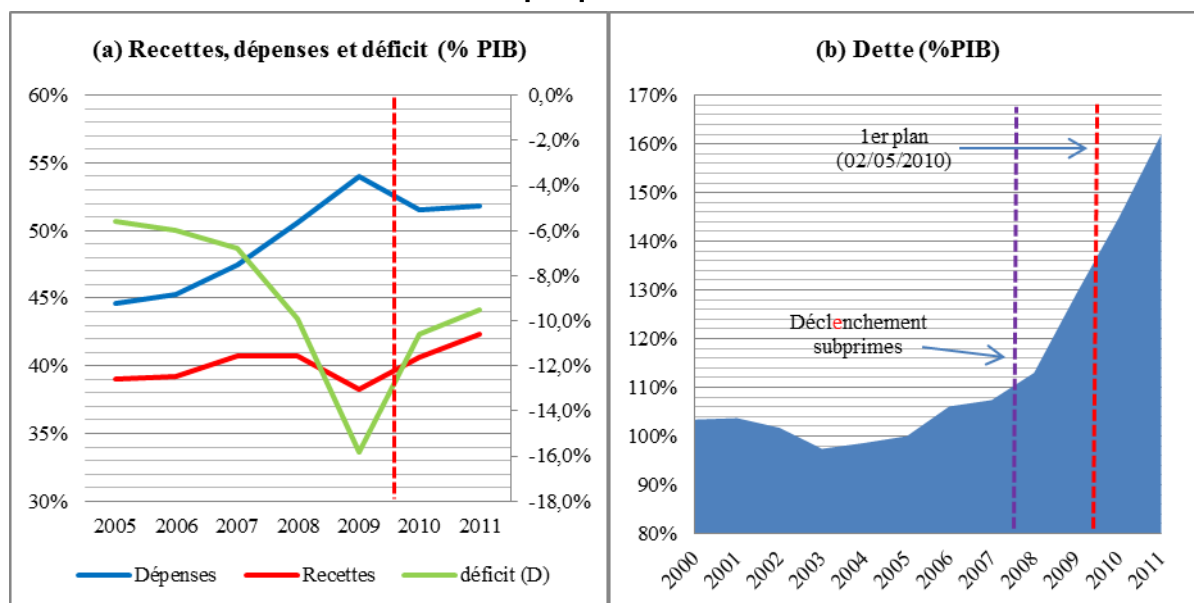
### *Une récession qui contrarie la réduction des déficits et provoque l'envolée de la dette*

Le pire peut-être est que tous ces sacrifices imposés au peuple grec ne conduisent nullement aux résultats attendus. En septembre 2010, lors de la première revue du programme, les experts de la Troïka prévoyaient que le déficit public atteindrait à fin 2012 6,2% du PIB, contre 13,6% du PIB en 2009 (révisé finalement à 15,8%). Ils prévoyaient également que le déficit serait ramené à 2,5% du PIB en 2014. La Troïka tablait ainsi sur un ajustement total de 11,1 points de PIB en 5 ans.

En pratique rien de ce qui était prévu et programmé ne s'est accompli. En raison de la récession engendrée par l'austérité, les recettes fiscales escomptées n'ont pas été au rendez-vous. Bien qu'elles croissent légèrement en 2010 et 2011, leur dynamique ne permet pas de respecter les engagements pris par la Grèce en mai

2010, d'autant plus que les dépenses peinent à reculer (graphique 6a). Il en résulte que le **déficit budgétaire** reste important (-9,4% en 2011). Fin 2012, -6,6% de déficit public est attendu (Commission, 2012). Malgré le non-respect des objectifs fixés par la Troïka, **les Grecs ont réalisé un ajustement considérable** (plus de 6 points de PIB entre 2009 et 2011), d'autant plus qu'il s'inscrit dans un contexte de très lourde récession.

**Graphique 6 : déficit et dette**



Source : Eurostat.

Malgré le non-respect des objectifs fixés par la Troïka, **les Grecs ont réalisé un ajustement considérable**, d'autant plus qu'il s'inscrit dans un contexte de très lourde récession qui a annihilé une partie des sacrifices consentis par le peuple hellène. Finalement, de 2009 à 2012 l'effort budgétaire consenti par la Grèce a atteint 18,8 points de PIB. Ce qui s'est traduit par une chute de 24,6% du PIB. Ainsi, malgré un effort considérable de 18,8 points de PIB, le déficit public, le déficit public, en raison de la très forte contraction du PIB, n'a finalement diminué « que » de 9 points

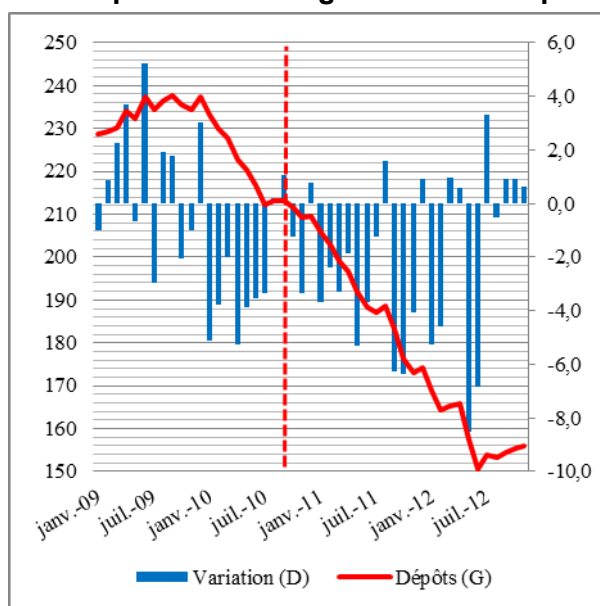
Malgré la réduction des déficits publics, **le ratio dette/PIB a continué son ascension** (graphique 6b). Fin 2011, les 160% du PIB étaient franchis, à plus de 360 milliards d'euros. Et en dépit de la restructuration intervenue au début de l'année 2012, la dette publique pourrait se rapprocher des 180% du PIB en décembre 2012 et continuer à augmenter l'année suivante alors que le nouveau dispositif défini dans l'accord du 27 novembre 2012 (voir partie 1) prévoit de ramener le ratio d'endettement public à 124% du PIB en 2020.

### *L'évasion fiscale : la crise pas pour tout le monde...*

Pendant ce temps, les capitaux fuient le pays dans des proportions astronomiques. Selon les données de la banque centrale grecque, ce sont plus de 73 milliards d'euros de dépôts qui ont été retirés des banques helléniques entre décembre 2009

et novembre 2012, dont une partie pour être placée à l'étranger<sup>41</sup>. Et là encore, les choses se sont aggravées avec l'entrée en action de la Troïka (graphique 7).

**Graphique 7 : dépôts des ménages et des entreprises (Mds €)**



Source : Banque nationale de Grèce

Les contrôles plus resserrés ont conduit les détenteurs de capitaux à fuir un pays dans lequel ils continuaient jusque-là d'être présents !... de la même manière, nombre d'entreprises, concurrence fiscale oblige, ont commencé leur migration en installant leurs sièges sociaux hors de Grèce, pour échapper à l'installation dans ce pays d'un début de système fiscal véritable.

### *b. Crise sanitaire et régression sociale*

Les Grecs paient le prix fort de la crise avec leur santé physique et psychologique. C'est ce que révèlent de nombreuses études, dont une parue en octobre 2011 dans *The Lancet* (Kentikelenis et alii, 2011). Outre le manque de personnel et de matériel médical dans les hôpitaux, et les ruptures régulières d'approvisionnement en médicaments, les auteurs décrivent une situation de crise humanitaire aggravée par les coupes répétées des dépenses publiques en matière de santé<sup>42</sup>.

Et **le choc est brutal**. Tout récemment encore, le pays disposait d'un système de santé publique obéissant à des standards reconnus de qualité. Les chômeurs bénéficiaient d'une couverture santé et même en fin de droits, ils continuaient d'être accueillis dans les hôpitaux y compris lorsqu'ils n'avaient pas la capacité de payer pour les soins distribués. Mais en vertu de l'un des multiples plans de rigueur, les

<sup>41</sup> La banque centrale hellène estime qu'un cinquième de ces dépôts auraient ainsi été déplacés au Liechtenstein, en Suisse ou en Allemagne (Duperron, 2011).

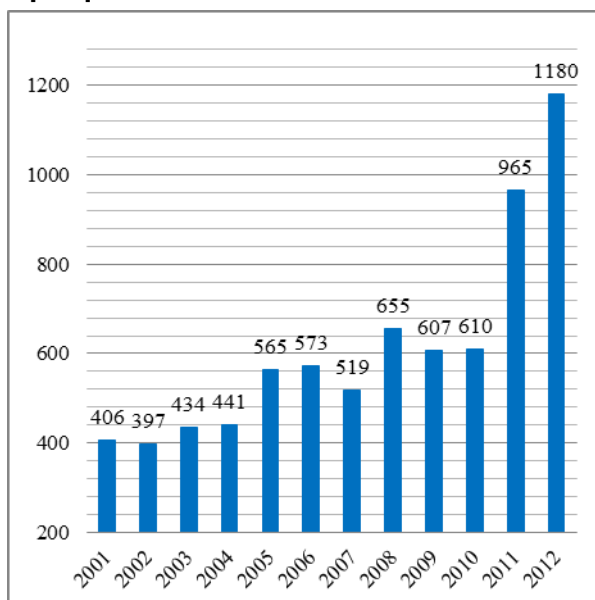
<sup>42</sup> Certains laboratoires pharmaceutiques étrangers, tel l'allemand Merck ou le suisse Roche, refusent maintenant de livrer leurs médicaments pour cause d'impayés... (La Tribune, 2011 ; Les Echos, 2012a).

Grecs au chômage en fin de droits (près de la moitié) doivent désormais assumer eux-mêmes leurs dépenses de santé (Alderman, 2012)<sup>43</sup>.

**Avec la crise et les restrictions budgétaires, de très nombreux indicateurs sont passés au rouge.** En 2010, la **consommation de drogue**, notamment l'usage d'héroïne, a progressé de 20%. Ces chiffres sont à rapprocher de la diminution d'un tiers des budgets accordés aux programmes de lutte contre la drogue, conséquence de la mise en œuvre du premier mémorandum. Coupes budgétaires obligent... Cette surconsommation de drogue explique en grande partie la très forte recrudescence des **contaminations VIH/SIDA** depuis la fin de l'année 2010. Selon MSF, l'incidence du VIH parmi les usagers de drogue à Athènes a ainsi augmenté de 1 250% en un an (Papadopoulou, 2012). Dans ce sens, les statistiques du Ministère de la santé montrent que le nombre annuel de nouvelles infections au virus a crû de 58,2% entre 2010 et 2011, voire de 93,4% entre 2010 et 2012, soit presque deux fois plus de personnes nouvellement contaminées en 2012 par rapport à 2010 (graphique 8)<sup>44</sup>.

Eradiqué en Grèce au milieu des années 1970, le **paludisme** a fait sa réapparition à partir de 2009. Entre 120 et 130 cas ont ainsi été rapportés en 2011. Le virus du Nil occidental a également fait des ravages, tuant 35 personnes en 2010. Signe de désespoir, les **suicides** ont fortement augmenté, de 37% entre 2009 et 2011 (Ekathimerini.com, 2012). Le nombre de dépressions explose (Naudet et ali, 2012). La société grecque est traumatisée (Muhl, 2012)<sup>45</sup>.

**Graphique 8 : nouvelles infections au VIH/SIDA**



Source : Ministère de la santé (2012).

<sup>43</sup> En raison du manque de matériel médical, certains patients sont contraints d'apporter eux-mêmes seringues et autres fournitures pour leurs soins.

<sup>44</sup> Selon la directrice du centre de prévention et de contrôle des maladies infectieuses, agence gouvernementale qui dépend du Ministère de la Santé, on constate des dizaines (voire plus) d'individus qui se seraient contaminés de leur propre gré afin de recevoir une prestation spécifique s'élevant à 600 euros par mois, une des rares prestations que le mémorandum n'a pas encore supprimées (Grigoriou, 2011).

<sup>45</sup> Voir sur ce point le témoignage édifiant d'un traumatologue allemand habitué aux scènes de drame, qui s'est rendu en Grèce (Muhl, 2012).

Dans un tel contexte la crise proprement politique atteint son paroxysme dont un des effets les plus inquiétants est sans conteste, la percée du parti raciste et xénophobe « Aube Dorée ».

## 4. Conclusions

Parvenus au terme de notre étude, quelques conclusions peuvent être proposées.

### *a. La Grèce, laboratoire d'une « solution » catastrophique... pourtant en cours de généralisation avec le TSCG.*

L'échec patent du 1<sup>er</sup> plan (dont nous avons rendu compte dans notre note de Juillet 2011) n'a donc servi à rien. Rien n'a été appris par la Troïka et les autorités de l'UE. En dépit de l'échec du 1<sup>er</sup> plan, c'est dans la même logique, encore durcie, que la Troïka a poursuivi, imposant à la Grèce, plan après plan, une purge catastrophique. Mieux encore, le « modèle » appliqué en Grèce : aide financière publique fournie par le FESF sous condition d'un ensemble de mesures féroces visant à couper la dépense publique et à imprimer une puissante dévaluation interne (salaires, nombre de fonctionnaires, pensions de retraite, dépenses de santé ou d'éducation...), est celui-là même qui a été généralisé aux autres pays mis à terre par la crise financière. Ainsi notamment de l'Irlande, alors même que dans ce pays, la dette publique/ PIB s'élevait en 2007 à 30%, (avant l'explosion de la crise financière) soit deux fois moins que la limite autorisée par Maastricht... Dans ce dernier cas (celui de l'Irlande), la « solution » imposée si elle n'était dramatique serait ubuesque. Infliger à l'État qui a été le plus « vertueux » du point de vue du respect des critères de Maastricht la même potion stupide qu'à celui qui s'en est le plus écarté (la Grèce), en dit long sur la qualité des remèdes des docteurs Diafoirus de la Commission européenne.

Le rapprochement de ces deux cas parle de lui-même : ce n'est pas d'analyse et de diagnostic qu'il s'agit à propos des plans imposés, mais bien d'idéologie. En Grèce, comme en Irlande, au Portugal ou en Espagne, il s'agit avant tout, en dépit de son échec fracassant manifesté par l'explosion de 2007-2009, de poursuivre l'accomplissement de l'agenda néo-libéral. Au lieu d'enregistrer son échec patent, la mise en évidence et la focalisation sur les déficits publics (qui n'ont explosé au-delà des critères de Maastricht qu'avec et à cause de la crise financière) ont servi et servent encore à poursuivre le démantèlement de l'État social.

De ce point de vue, la constitutionnalisation de cette « voie » avec la signature du TSCG, signifie une sorte d'obstination dans l'erreur, d'aveuglement au désastre – pour reprendre ici le mot de Kindelberger – qui fait craindre le pire. Ce alors même qu'avec la crise financière, une conjoncture exceptionnellement favorable se présentait pour réformer l'UE et enfin lui donner sa chance.



*b. Une forme de restructuration de la dette qui garantit la finance privée, transfère le risque vers le public et aggrave la situation intérieure*

Il faut revenir aussi sur le type de restructuration de la dette auquel il a été procédé et à ses effets.

La plupart du temps cette restructuration a été présentée comme un « effort » sans précédent consentie par la finance privée, obtenu de haute lutte, et qui serait venu soulager le poids porté par le peuple grec.

A la vérité comme les éléments réunis dans ce texte permettent de le montrer, l'opération de restructuration de la dette souveraine grecque appelle de tout autre commentaire. Plusieurs observations peuvent être faites.

- D'abord il faut constater que la restructuration fut d'emblée fort mal conçue et calibrée. Il fallut s'y reprendre à plusieurs fois pour fixer le montant du « haircut » comme pour établir les modalités précises de l'opération. Les marchés eux-mêmes ont jugé le premier plan de restructuration inadapté et non convaincant. En cette matière comme pour les « plans » imposés à la Grèce, la restructuration de la dette, que beaucoup appelaient de leurs vœux<sup>46</sup> est intervenue trop tard. Opérée plus tôt, elle aurait été pour tout le monde bien moins coûteuse, et aurait pu contribuer à alléger le fardeau pesant sur le peuple.

- La restructuration dans certains cas a produit des dégâts sévères sur différents types d'investisseurs institutionnels<sup>47</sup> A l'inverse, des fonds « malins » ont été capables d'acquérir des titres de la dette à des prix inférieurs à ceux auxquels ils les ont cédés. Pour la majorité des détenteurs de titres, malgré les pertes liées à l'abaissement de la valeur faciale des titres échangés, il convient de noter que l'échange de titres menacés de décotes permanentes (face à un État incapable d'assurer le paiement de sa dette) contre des titres garantis par le FESF, ou appuyés sur des collatéraux solides, constitue sans doute une compensation appréciable. Pour faire bonne mesure, il faut rappeler que les nouveaux titres échangés contre les anciens sont en général de droit anglais, alors que les anciens de « droit grec » étaient très exposés à expropriation et défaut pur et simple.

- Pour l'essentiel le résultat net de l'opération, outre les garanties apportées à ceux qui ont conservé de la dette grecque, a consisté en une conversion de dette privée en dette publique ; une fois encore c'est le contribuable qui constitue le garant « en dernier ressort » de la finance et de ses frasques. Car tant que de hauts taux d'intérêt ont pu être assumés par le gouvernement grec, ils ont nourri les revenus des investisseurs, leurs dividendes et les bonus des traders ; le « haircut » venu, la

<sup>46</sup> A commencer par l'un des co-auteurs de cette note. Cf. interview de B. Coriat portant pour titre « Que les investisseurs assument », Libération du 20 juillet 2011.

<sup>47</sup> Au nombre de ceux-là, il faut compter les banquiers chypriotes. Appâtées par les hauts taux d'intérêt servis sur les obligations grecques, les banques chypriotes avaient acquis de grandes quantités de dette grecque. Le « haircut » et la restructuration ont été ainsi pour elles l'occasion d'enregistrer de fortes pertes, qui ont largement contribué à faire plonger Chypre, qui à son tour a dû passer sous les fourches caudines de la Troïka.

dette est convertie en titres publics et comme dans les mauvaises comédies, le risque transféré...

- Enfin et surtout pourrait-on dire, la restructuration a été assortie de conditions telles, qu'au lieu de constituer un allègement du fardeau pesant sur le peuple grec, elle a été l'un des instruments qui a servi à alourdir et aggraver encore le poids des sacrifices imposés.

Finalement la Grèce apparaît comme un parfait contre-exemple. Une sorte de concentré de tout ce qu'il ne faut pas faire. L'UE, la BCE, le FMI ont été ici de parfaits apprentis sorciers. ... Et le pire est peut-être encore devant nous, si l'on songe à l'état de désagrégation et de souffrances dans laquelle la gestion faite de la crise par ses tuteurs a plongé le pays. La seule espérance vient du fait que la solution que l'on cherche à imposer, en Grèce, comme dans de nombreux autres pays d'Europe, n'en est pas une. Qu'elle conduit droit dans le mur. Il y aura donc d'autres rendez-vous. D'autres occasions de peser pour redonner sa chance à l'Europe, en l'asseyant sur de tout autres bases institutionnelles que celles, qui avec le TSCG, lui ont été données.

C'est à ces rendez-vous que nous devons nous préparer. Car quant aux perspectives offertes pour sortir de la nasse dans laquelle la Troïka a mis la Grèce, il est clair, pour les auteurs de cette note, qu'aucune issue n'est envisageable si elle devait se mettre en œuvre « dans un seul pays ». Heureusement, pourrait-on dire de manière paradoxale, la « solution » grecque, qui est aussi celle imposée au Portugal et que s'auto-administrent l'Espagne et l'Italie, se traduit par des échecs, du strict point de vue des critères retenus par les architectes des plans eux-mêmes : ni les déficits publics, ni la dette ne se réduisent. Ce, pour ne rien dire du fait que la zone euro continue, comme à Chypre, de se fracturer. Le moment viendra donc, où les logiques à l'œuvre dans les plans de la Troïka seront récusées et où d'autres solutions seront mises sur la place publique. En mettant au jour les contradictions et les impasses des plans jusqu'ici imposés, cette note aura rempli son objet, si elle contribue à préparer dans les esprits l'échéance qui se rapproche.

## Bibliographie

- Alderman, L** ([2012](#)), « Les Robin des Bois de la médecine grecque ». Presseurop.
- Antonin, C** ([2012](#)), « Retour à la drachme : un drame surmontable ? », OFCE les notes n°20.
- Autret, F** ([2012](#)), « Le programme grec à nouveau sur les rails », L'AGEFI Quotidien.
- Aussannaire, P** ([2012](#)), « La Grèce est mise officiellement en situation de défaut sélectif par S&P », L'AGEFI Quotidien.
- Bauer, A., Chatignoux, C** ([2011](#)), « Les Européens plongés dans leurs querelles refusent la leçon américaine », Les Echos n° 21019.
- Bauer, A., Chatignoux, C., Prandi, M** ([2011](#)), « Le plan de sauvetage de la zone euro entièrement remis en question », Les Echos n° 21032.
- Bouilhet, A** ([2012](#)), « Grèce : Samarás brandit la menace d'une sortie de l'euro », Le Figaro.
- Commission Européenne** ([2011](#)), « Les travaux de la task force de la Commission chargée de l'assistance technique à la Grèce progressent rapidement », IP/11/1183.
- Commission Européenne** ([2012](#)), "The Second Economic Adjustment Programme for Greece" First Review - December 2012", Occasional Papers 123 | December.
- Coriat, B et Lantenois, C** ([2011a](#)), « L'imbroglio grec : la dette souveraine grecque prise au piège de la zone euro », Note Atterrés.
- Coriat, B et Lantenois, C** ([2011b](#)), « Crise, Faillite et Défaut : Economie et Politique de la Restructuration de la dette islandaise », Note Atterrés. Également objet d'un chapitre dans Les économistes atterrés : « 20 ans d'aveuglement: l'Europe au bord du gouffre », Les liens qui libèrent éditions).
- Couet, I** ([2012a](#)), « Grèce : ces investisseurs qui achètent la dette à prix cassé », Les Echos n°21128.
- Couet, I., Prandi, M** ([2012](#)), « 6 questions sur un effacement de dette historique », Les Echos n° 21142.
- Crédit Suisse** ([2012](#)), "European Economics", Economics Research.
- Dancer, M** ([2012](#)), « La task force veut aider l'État grec à se préparer.
- Duperron, A** ([2011](#)), « Les Grecs pillent leurs comptes bancaires », Express.be.
- Ekathimerini.com** ([2012](#)), "Greece suicide rate skyrockets, police data shows".
- Europe** ([2011](#)) « Principaux résultats et déclaration du sommet des chefs d'Etat ou de gouvernement de la zone euro Bruxelles, le 27 octobre 2011 », DOC/11/7.
- Eurostat** ([2012](#)), « Risque de pauvreté ou d'exclusion sociale dans l'UE27 », Communiqué de presse 171/2012.
- Eurostat** ([2013](#)), « Taux de croissance du PIB réel - en volume ».
- FESF** ([2012](#)), « Newsletter n°5 ».
- Garabedian, A** ([2012](#)), « La Grèce joue son sauvetage sur le succès de son rachat de dette », L'AGEFI Quotidien.
- Grigoriou, P** ([2011](#)), « Grèce : quand le sida devient une planche de survie », Marianne.

Institute of International Finance (2011), "Greece Financing Offer: Statement by the IIF Board of Directors", Press release.

**IDS** (2012), "Greek Sovereign CDS Credit Event Frequently Asked Questions".

**Kentikelenis, A., Karanikolos, M., Papanicolas, I., Basu, S., McKee, M., Stuckler, D.**, (2011), "Health effects of financial crisis: omens of a Greek tragedy", The Lancet, Volume 378, Issue 9801, Pages 1457 – 1458.

**Koutantou, A** (2012), « Athènes veut lancer des privatisations avant les élections », Le Nouvel Observateur.

**La Tribune** (2011), « Le laboratoire Roche ne livre plus les hôpitaux grecs ».

**La Tribune** (2012), « Les modalités de l'échange d'obligations grecques connues ».

**Le Figaro** (2012), « Dette grecque : 11 créanciers refusent », Le Flash – économie.

**Le Gall, V** (2012), « La dette souveraine grecque entre dans une période charnière », L'AGEFI Quotidien.

**Les Echos** (2012a), « Merck cesse de livrer un anticancéreux à la Grèce pour cause d'impayés », Lesechos.fr.

**Les Echos** (2012b), « Grèce : ce que coûterait un délai de deux ans selon la Troïka », Lesechos.fr.

**Les Echos** (2012c), « Les ministres des finances prêts à donner le feu vert au refinancement de la Grèce », Lesechos.fr.

**Les Echos** (2012d), « L'aide à la Grèce sera versée la semaine prochaine », Lesechos.fr.

**Les Echos** (2012e), « Un « hedge fund » a gagné 500 millions de dollars sur la Grèce », Lesechos.fr.

**Le Monde** (2012), « Le budget de la Grèce sera-t-il contrôlé par l'UE ? ».

**Maujean, G** (2012), « Grèce : le jeu trouble des "hedge funds" », BLOGS – Les Echos.

**Mercier, T** (2012), « Grèce : dans les prolongations, mais la partie n'est pas gagnée », Eco-Week 12-44.

**Ministère des Finances** (2012a), « Press release ».

**Ministère des Finances** (2012b), « Press release PSI ».

**Ministère des Finances** (2012c), « Press release ».

**Ministère des Finances** (2012d), « Press release ».

**Ministère de la santé** (2012), « The HIV/AIDS Surveillance Report in Greece ».

**Muhl, M** (2012), « Une société traumatisée », Presseurop.

**Naudet, JB., Pénicaut, N., Vidal-Naquet, A** (2012), « Grèce : Chaque jour est pire que la veille, il n'y a aucun espoir », Le Nouvel Observateur.

**Papadopoulou, R** (2012), « En Grèce, des bidonvilles sont dans une situation comparable à celle de terrains plus traditionnels de MSF », Blog Issue de secours.

**Prandi, M** (2011), « La trajectoire de la dette grecque est hors de contrôle des pouvoirs publics », Les Echos n° 21007.

**Prandi, M** (2012a), « Grèce : le Parlement a voté le plan d'austérité », Lesechos.fr.

**Rolland, S** (2012), « Combien les nouvelles mesures d'aide à la Grèce vont coûter à la France », La Tribune.

**Ruparel, R** ([2012](#)), “The second bailout: bad for Greece, bad for Eurozone taxpayers”, Briefing note Open Europe.

**Sollier, S** ([2012](#)), « Grèce : le montant des CDS fait pschitt », La Tribune.

**Syfuss-Arnaud, S** ([2012](#)), « La Grèce à l’heure de la tutelle européenne », Challenges.

**Yannopoulos, D** ([2012](#)), “Real wages tumble by 25% as tax burden soars in 2011”, Athens New.