

Questions sur la dette grecque

Pierre Khalifa – février 2015

La dette a servi de prétexte dans tous les pays européens pour mener des politiques d'austérité drastiques qui ont amené l'Europe au bord de la déflation et qui ont eu des conséquences sociales dramatiques. La dette grecque est aujourd'hui au cœur de l'affrontement entre le nouveau gouvernement du pays et les institutions européennes.

1) D'où vient-elle ?

Quadruplant pendant la dictature des colonels entre 1967 et 1974, elle a continué à croître par la suite à cause de l'importance des dépenses militaires (4% du PIB, contre 2,4% en France) dont les entreprises européennes d'armement ont été les grandes bénéficiaires, des dépenses somptuaires, pour la plupart inutiles, des jeux olympiques de 2004, de la corruption généralisée des classes dirigeantes et de l'impossibilité de faire payer l'impôt aux plus riches, parmi lesquels l'Église orthodoxe et les armateurs.

La croissance de la dette depuis la crise est le produit de l'effet combiné des cures d'austérité, qui ont plongé le pays dans la dépression, et de la spéculation financière qui fait exploser les taux d'intérêt. En 2009, avant même l'éclatement de la crise de la dette grecque, les banques se refinançaient auprès de la Banque centrale européenne (BCE) au taux de 1 % et prêtaient à la Grèce à 6 %, ce taux passant même à 12 % début 2010. Salué par la plupart des commentateurs, le retour de la Grèce sur les marchés financiers en avril 2014 s'est traduit par un emprunt à un taux de 4,75 % alors que le taux de refinancement des banques était de 0,25 %. Conséquence : la dette est passée

de 113 % du PIB en 2009 à 174 % aujourd'hui et se monte à 319 milliards d'euros et ce, malgré une timide restructuration en mars 2012.

2) Que penser de la première restructuration de la dette grecque ?

Une restructuration d'une dette consiste à en réduire le montant et/ou à en étaler le remboursement. A partir d'avril 2010, la Grèce est soumise à des attaques spéculatives de la part des marchés financiers. Les taux d'intérêt explosent et le pays est au bord de la faillite ne pouvant plus emprunter pour refinancer sa dette. L'Union européenne impose des plans d'austérité massifs et met le pays sous la tutelle de la Troïka composée de représentants du Fonds monétaire international (FMI), de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Commission européenne. De nouveaux crédits sont accordés à la Grèce pour qu'elle rembourse ses créanciers. Mais l'activité économique s'effondre et la dette continue de croître pour atteindre 160 % du PIB en 2012.

Devant cette situation, la Troïka accepte en mars 2012 une restructuration de la dette grecque qui prend la forme d'un échange des anciennes obligations contre des nouvelles obligations de valeur plus faible et de durée plus longue. Elle concerne les créanciers privés (banques, compagnies d'assurances, fonds d'investissement). Le montant de la dette grecque concerné par cet échange atteint 206 milliards d'euros (sur une dette publique globale de plus de 360 milliards). Les anciennes obligations grecques sont échangées contre des obligations émises par le Fonds européen de stabilité financière^[1] (FESF) et contre de nouvelles obligations grecques de maturité plus longue. Au total, les créanciers privés vont perdre jusqu'à 107 des 206 milliards d'euros de dette grecque qu'ils détenaient.

En fait, cette perte est toute théorique car en mars 2012, la valeur des obligations grecques sur le marché secondaire était quasi nulle car la Grèce était dans l'incapacité de les rembourser. Les banques et autres compagnies d'assurance et fonds d'investissement ont donc échangé des titres qui ne valaient plus rien contre des titres dont une partie est garantie par le FESF et dont l'autre aurait beaucoup plus de chances d'être remboursée par l'État grec. Une plutôt bonne affaire donc.

L'objectif de cette restructuration était de réduire le poids de la dette, de plus de 160% du PIB à 120 % en 2020. Elle s'est accompagnée de nouvelles exigences de la Troïka qui a imposé au pays de nouveaux plans d'austérité. Le

résultat est connu : après une légère baisse au cours de l'année 2012, le pays a subi une purge sociale sans précédent et le poids de la dette a continué à augmenter.

2) Qui la possède aujourd'hui ?

Avant la restructuration de mars 2012, la dette grecque était détenue à 57 % par des investisseurs privés. Aujourd'hui, la situation est tout à fait différente. L'essentiel de la dette grecque est détenu par des créanciers publics : prêts bilatéraux des États européens 53 milliards d'euros ; FESF : 141,8 milliards ; FMI : 32 milliards ; BCE : 27,7 milliards ; créanciers privés : 44 milliards d'euros. La question de la dette grecque, avant d'être économique, est donc surtout politique.

4) Que dire des exigences de la Troïka ?

La Troïka a fixé l'objectif que la dette grecque représente 120 % du PIB en 2020. Elle en représente aujourd'hui 174 %. Il faudrait donc que le niveau d'endettement diminue de 54 points en six ans, soit 9 points par an en moyenne. Selon une étude de Natixis (*Flash Economie* n° 61, 29 janvier 2015), cela « supposerait de réaliser un excédent budgétaire primaire^[2] de l'ordre de 6 à 9 points par an en fonction des hypothèses de croissance du PIB et de taux d'intérêt retenues. La Grèce, ni aucun autre pays de la zone euro n'a réussi à atteindre durablement un tel excédent primaire au cours de 25 dernières années ». Il s'agit donc d'un objectif totalement irréaliste et inatteignable.

La Grèce a réussi, au prix d'une dévastation sociale sans précédent, à dégager un léger excédent primaire en 2014. Mais cela est totalement insuffisant pour lui permettre de payer les intérêts de la dette - ils représentent entre 20 et 25 % des dépenses de l'État contre 8,8 % en France - , et de rembourser les titres arrivés à maturité. Or, en 2015, le pays doit théoriquement rembourser 9 milliards au FMI, dont 2,3 milliards en février/mars, puis 6,7 milliards à la BCE au mois de juin, et 15 milliards aux banques grecques. Il lui faudrait donc continuer à emprunter pour rembourser cette dette. Malgré des efforts inouïs, le peuple grec est toujours pris dans une spirale mortifère dont il ne peut sortir.

5) Que demande le nouveau gouvernement grec ?

Il a décidé d'en finir avec l'austérité et veut investir 12 milliards d'euros pour répondre à l'urgence humanitaire et faire repartir l'économie. Somme modeste en comparaison des 1000 milliards d'euros que la BCE, dans le cadre du programme LTRO[3] avait prêté aux banques, à un taux d'intérêt dérisoire, sans la moindre contrepartie. Mais il est impossible au nouveau gouvernement grec de tenir à la fois les échéances de remboursement et ses engagements électoraux. Le piège risque donc de se refermer sur lui. C'est pourquoi il demande un moratoire sur le paiement des intérêts de la dette, une négociation sur sa restructuration qui permettrait d'en annuler une partie et de conditionner le remboursement de la partie restante à l'activité économique. Considérant que la question de la dette empoisonne la vie de tous les peuples d'Europe, il demande la tenue d'une conférence européenne sur le sujet. De nombreux économistes considèrent qu'il faut aujourd'hui annuler toute ou partie de la dette grecque. Ainsi l'ancien directeur Europe du FMI Reza Moghadam, passé à la banque Morgan Stanley, qui supervisait donc les travaux de la Troïka, estime qu'il faudrait aujourd'hui un allègement de 50 % de la dette grecque.

6) Y a-t-il eu des annulations de dette publique en Europe ?

Le cas le plus connu est celui de l'Allemagne. Lors de la Conférence de Londres en 1953, sa dette avait été réduite de 62 % avec un délai de 30 ans pour le remboursement des créances restantes. Un moratoire de cinq ans a été instauré, les taux d'intérêt ont été réduits et le service de la dette ne pouvait pas dépasser 5 % des revenus d'exportation. Les réparations dues par l'Allemagne ont été remises à plus tard au moment de la réunification. La Grèce était directement concernée par ce point puisque la banque centrale grecque avait été pillée par les nazis lors de l'occupation du pays. Ce dommage est estimé aujourd'hui à 50 milliards d'euros, somme que le gouvernement allemand n'a jamais remboursée. Le Royaume-Uni a aussi bénéficié d'un traitement de faveur de la part des États-Unis au sortir de la seconde guerre mondiale[4]. Plus récemment en 2013, la BCE a été obligée d'accepter en catimini une restructuration de la dette irlandaise en échangeant des titres de l'IBRC, une structure bancaire irlandaise issue de la fusion des deux plus grosses banques en faillite du pays, contre des titres émis par l'État irlandais, violant ainsi les traités européens[5]. Ce cas illustre parfaitement que le respect des traités est

à géométrie variable et que loin d'être une question juridique, le traitement de la dette est avant tout politique.

7) Quelles seraient les conséquences d'un effacement de la dette grecque ?

Les aides à la Grèce n'ont servi essentiellement qu'à payer les intérêts de la dette[6]. Elles ont été conditionnées par l'application de plans d'austérité et de réformes structurelles qui ont plongé le pays dans la dépression. Le PIB a ainsi diminué de 25 % en cinq ans, ce qui a contribué à augmenter le ratio dette/PIB. La Grèce a été ainsi prise dans une spirale mortifère. Obligée de faire appel de nouveau à l'aide européenne, elle a dû subir de nouveaux plans d'austérité qui n'ont fait qu'aggraver la situation. Ces aides ont d'ailleurs permis aux prêteurs de s'enrichir sur son dos[7] : ils ont emprunté sur les marchés financiers à un taux relativement bas pour prêter à la Grèce à un taux nettement plus élevé. C'est notamment le cas de la France qui possède aujourd'hui 40 milliards de titres de la dette grecque. Bref, l'aide à la Grèce a surtout aidé ses créanciers.

Patrick Artus (*Flash Natixis*, n° 12, 5 janvier 2015), que l'on ne peut soupçonner de complaisance vis-à-vis de Syriza, note qu'un effacement total de la dette grecque « ne changerait pas significativement la solvabilité budgétaire des pays de la zone euro ». Les États pourraient par exemple effacer les prêts bilatéraux (53 milliards) qu'ils ont accordés à la Grèce sans que cela pèse sur leur dette puisque l'effet de ces prêts sur cette dernière a été déjà comptabilisé.

Mais c'est surtout la BCE qui peut résoudre facilement le problème de la dette. Elle possède 27,7 milliards d'euros de la dette grecque et refuse obstinément (pour le moment) toute annulation. Elle pourrait rayer d'un trait de plume ces 27,7 milliards et pourrait aussi racheter aux institutions publiques (États, FESF) les titres grecs que ces dernières possèdent, et ce sans aucun risque économique. En effet, une banque centrale ne court aucun risque financier puisqu'elle peut se refinancer elle-même en cas de problème par création monétaire.

La BCE a d'ailleurs acheté déjà des titres publics sur le marché secondaire : le SMP (*Securities Markets Programme*) lui avait permis d'acheter 217 milliards d'euros d'obligations d'État de mai 2010 au début 2012. Elle vient

d'annoncer qu'elle allait acheter sur le marché secondaire 60 milliards d'euros de titres par mois (dont les deux tiers seront des obligations d'État) de mars 2015 à septembre 2016, soit en tout 1140 milliards. Elle pourrait donc, dans ce cadre, tout à fait acheter de la dette grecque. Mais elle a décidé qu'elle n'achèterait que les emprunts publics les mieux notés, sauf si le pays accepte un programme d'aide du FMI, c'est-à-dire se soumet à la purge sociale que sont les réformes structurelles. La BCE ne laisse le choix qu'entre la ruine financière et la dévastation sociale. C'est évidemment la Grèce qui est visée ici. Soit, elle accepte de continuer à se soumettre au diktat de la Troïka, soit la BCE n'achète pas ses titres, ce qui reviendrait à livrer la Grèce à la spéculation financière. On le voit, la question n'est donc pas technique mais avant tout politique et renvoie à l'avenir de l'Europe.

[1] Le FESF, Fonds européen de solidarité financière, créé en 2010, vise à préserver la stabilité financière en Europe en fournissant une assistance financière aux États de la zone euro. Cette aide est conditionnée à l'acceptation de plans d'ajustement structurel.

[2] Le solde primaire d'un Etat désigne sa situation budgétaire avant le paiement du service de la dette. Ce dernier comprend les intérêts annuels et le montant annuel de la dette à rembourser.

[3] Dans le cadre du programme *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), la BCE avait en deux fois, décembre 2011 et février 2012, prêté 1000 milliards d'euros aux banques dans l'espoir, resté vain, que celles-ci prêteraient aux entreprises afin de relancer l'économie.

[4] Voir Christian Chavagneux,

<http://www.alterecoplus.fr/%25c3%2589conomie/christian-chavagneux/dette-la-grece-demande-ce-que-langleterre-et-lallemagne-ont-obtenu-201501301214-00000715.html>

[5] Pour plus de détails sur cette affaire, voir Romaric Godin,

<http://www.latribune.fr/actualites/economie/union-europeenne/20150128trib8834744bb/quand-la-bce-acceptait-une-restructuration-de-la-dette-irlandaise.html>

[6] Le montant total des aides à la Grèce s'élève à 240 milliards d'euros (110 milliards décidés en mai 2010, et 130 milliards en mars 2012).

[7] La Grèce a cependant obtenu depuis mars 2012 que les profits réalisés par la BCE sur les obligations d'Etat lui soient reversés.

