

Si la Grèce restructurait sa dette: les scénarios de l'impossible

Par Laura Raim - publié le 03/05/2011 à 16:06

Les autorités grecques et européennes peuvent nier autant qu'elles veulent, les marchés ne croient pas Athènes capable de rembourser l'intégralité de sa dette astronomique. Reste à savoir quelle forme prendrait la restructuration.



Les étudiants grecs fuient la Grèce pour chercher un emploi à l'étranger
Reuters / Grigoris Siamidis

La restructuration de la dette grecque "ne fait pas partie de notre stratégie, et ça n'en fera pas partie". Difficile d'être plus catégorique que le commissaire aux Affaires économiques Olli Rehn qui s'est exprimé lundi à Bruxelles. Mais la plupart des économistes ne partagent pas sa conviction. Selon un sondage de Reuters, 46 économistes sur 55 s'attendent à [une restructuration de la dette grecque avant 2013](#). Les responsables seraient déjà en coulisse en train de chercher les moyens de le faire.

Pourquoi restructurer ?

D'abord parce que la Grèce n'a [quasiment pas le choix](#) : elle ne pourra pas rembourser l'intégralité de sa dette astronomique qui va atteindre de 340 milliards d'euros (150% du PIB) en fin d'année. Des aménagements ont déjà été faits : les prêts du FMI et de l'UE ne seront finalement pas à rembourser avant 2020 voire 2025. Et Athènes a obtenu une baisse du taux d'intérêt sur ces prêts. Mais sans restructuration, c'est à dire sans réduction du stock de la dette, cette dernière n'en reste pas moins à un niveau insoutenable. Car le pays ne peut ni dévaluer, étant coincé dans la zone euro, ni faire jouer l'inflation - il ne contrôle pas la politique monétaire. Quant aux mesures de rigueur censées faire faire des économies à l'Etat, elles ont surtout des effets dépressifs sur l'économie qui se traduisent par une baisse des recettes fiscales. Le taux de chômage dépasse les 15%, et la Banque centrale prévoit une contraction d'au moins 3% du PIB cette année. Une restructuration permettrait donc de desserrer l'étau qui asphyxie l'économie grecque et de donner du temps au pays pour se concentrer sur la croissance

Qu'une restructuration soit inévitable, les investisseurs ne s'y trompent pas et exigent des taux intolérables : 25% pour la dette à deux ans, 16% pour celle à 10 ans, soit des taux encore plus élevés qu'en avril 2010, juste avant l'adoption du plan de sauvetage. Et par l'effet habituel de prophétie auto réalisatrice, plus ces taux seront élevés, moins la Grèce pourra retourner comme prévu sur les marchés en 2012 pour refinancer la moitié de ses besoins de financement. Et donc plus le risque de défaut grimpe. "Si l'on ne négocie pas une restructuration volontaire et ordonnée de la dette, la Grèce risque de faire défaut de manière unilatérale", explique [Jean-Pierre Dumas, économiste consultant](#). C'est ce que l'Argentine avait fait en 2001.

Quelle forme prendrait une restructuration?

Plusieurs options existent. Certaines plus conciliantes envers le marché que d'autres.

Une voie qui semble d'emblée exclue est celle de la sortie de la zone euro. C'est pourtant en se décrochant du dollar que l'Argentine a pu amorcer sa reprise économique neuf mois seulement après avoir fait défaut, la dévaluation permettant de gagner rapidement en compétitivité. Sauf qu'une dévaluation signifierait aussi une dette en euros encore plus lourde à rembourser. Nul besoin d'en venir là. Après tout, ce ne serait pas la première fois qu'une partie d'une zone monétaire ferait défaut sans la quitter : New York l'a fait en 1975. Cela n'a pas mis à mal le dollar ou l'économie nationale.

Une option "douce", qui aurait la préférence des créanciers puisqu'elle n'implique pas de réduction du stock de la dette, est le rééchelonnement. Allonger la durée des paiements permettrait en effet de baisser les mensualités de la Grèce. [Nout Wellink](#), un responsable de la BCE a même reconnu lundi qu'honorer ses dettes peut "parfois prendre plus longtemps que prévu", en réponse à des questions d'étudiants à l'université de Tübingen, aux Pays Bas. "L'Uruguay avait ainsi combiné avec succès en 2003 un allongement de la durée des paiements avec une baisse du taux d'intérêt, rappelle Jean-Pierre Dumas. En pratique, les banques qui le voulaient pouvaient échanger leurs anciens titres uruguayiens contre des nouveaux bons à plus long terme et au taux d'intérêt plus faible. 93% des banques ont accepté et tout le monde a été remboursé". Sauf que pour la Grèce, "ce ne sera sans doute pas suffisant, affirme [The Economist](#), l'Etat n'étant pas seulement confronté à un problème de liquidité mais aussi de solvabilité". La dette grecque "ne pourra pas être remboursée sans une vraie restructuration", confirme Jean-Pierre Dumas.

L'autre possibilité, plus radicale et plus douloureuse pour les créanciers, est de s'inspirer du "Brady Plan" qui avait été appliqué avec succès en 1987 à 18 pays endettés d'Amérique du Sud. Il s'agissait d'échanger les vieux titres souverains risqués contre de nouveaux "bons Brady" garantis par le Trésor américain. Dans le cas présent, l'idée serait donc d'encourager les porteurs d'obligations à échanger leurs bons grecs risqués contre de nouveaux titres garantis par la zone euro et ce au prix du marché, ce qui implique une perte d'environ 30%. Soit une décote équivalente à celle subie dans le système des bons Brady. "Idéalement, on pourrait imaginer que le Fonds européen de stabilisation financière se charge d'apporter le collatéral mais pour le moment le mécanisme n'a pas les compétences nécessaires pour le faire", affirme Zsolt Darvas, économiste à Bruegel. Pour Jean Pierre Dumas, "la BCE serait en théorie la mieux placée pour jouer le rôle de garant et de chef d'orchestre des négociations".

Une autre solution consisterait à permettre au fonds européen de stabilisation financière, ou à son successeur, le mécanisme européen de stabilité, de racheter aux banques les titres grecs à un prix inférieur à la valeur nominale. Il s'agit, comme pour le plan Brady, d'obliger les créanciers à abandonner une partie de leurs créances.

Quels sont les risques ?

Seules les obligations d'Etat contractées *après* juin 2013 seront assorties de [clauses d'action collective](#) permettant de modifier les conditions de remboursement. Il ne faut donc pas se leurrer : il va être difficile d'éviter la panique si la Grèce décide de restructurer avant ce délai. La semaine dernière, le gouverneur José Manuel Gonzalez-Paramo brandissait le spectre de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers, dont la faillite en septembre 2008 avait précipité la crise financière.

D'abord, l'ensemble du secteur financier grec, gavé de dette publique grecque, risque de faire faillite. Banques et caisses de retraites grecques détiennent en effet environ un tiers du total de la dette obligataire grecque, selon le quotidien grec libéral Kathimerini. "Si les banques du pays s'effondrent, l'Etat doit renflouer le système bancaire. C'est comme quand on creuse un trou pour en boucher un autre !", expliquait récemment un haut responsable européen. Pour éviter le pire, estime Patrick Artus, économiste chez Natixis, il faudrait donc s'assurer que le défaut de la Grèce ne concerne que les détenteurs de dette étrangers pour ne pas réduire à la portion congrue les fonds propres des banques locales.

L'autre risque pour la Grèce, à plus long terme, est qu'elle ait du mal à retourner sur les marchés financiers durant quelques années. "Nous serions exclus des marchés pour au moins dix ou quinze ans", a averti mardi le ministre grec des Finances, George Papaconstantinou. De fait, l'Argentine a été boudée pendant près d'une décennie. Concrètement, l'UE et le FMI devraient donc continuer de lui fournir des liquidités

Mais ce qui inquiète le plus ses voisins européens, c'est [l'effet de contagion](#). Si la Grèce restructure, il est probable que le Portugal et l'Irlande l'imitent. Or la dette des pays périphériques représente 600 milliards de dollars. Une décote de 30% représente potentiellement 180 milliards de dollars. Comme les banques ne comptabilisent pas leurs titres souverains à la valeur du marché mais à leur valeur nominale, elles subiraient des pertes énormes. Certains établissements devront donc encore être recapitalisés par de l'argent public s'ils n'arrivent pas lever de fonds privés.