

**LES ENJEUX DE LA RESTRUCTURATION DE LA DETTE SOUVERAINE
GRECQUE POUR LE MECANISME EUROPEEN DE STABILITE**

Version préliminaire

Bénédicte SERBINI¹

***Résumé** – Ce texte a pour objet de présenter les enjeux de la restructuration de la dette souveraine grecque pour le futur Mécanisme européen de stabilité (MES). En effet, la procédure choisie créera un précédent, par conséquent un premier modèle de restructuration de dette pour l'Union européenne (UE), spécialement pour les pays membres de la zone euro. L'efficacité de la restructuration, à savoir la minimisation du coût du défaut et le rétablissement de la soutenabilité des finances publiques implique de choisir judicieusement la modalité de la restructuration, nécessitant de cerner correctement les caractéristiques de la dette souveraine grecque, telles que la composition, la notation et la soutenabilité.*

***Mots-clés :** Restructuration, dette souveraine, mécanisme européen de stabilité, déficit budgétaire*

***JEL Classification :** F33, F34, H63, H62*

***Abstract** –This text aims to present the issues of restructuring of Greek sovereign debt for the future European Stability Mechanism (ESM). Indeed, the procedure chosen will set a precedent, so the first model of a debt restructuring for the European Union (EU), especially for the countries of the euro area. The efficiency of the restructuring, namely the minimization of the cost of default and the restoration of fiscal sustainability involves to choose the good modality of the restructuring, which required to identify the characteristics of the Greek sovereign debt, such as the composition , the notation and sustainability.*

***Keywords :** Restructuring, sovereign debt, european stability mechanism, budgetary deficit*

LEAD
Université du Sud Toulon-Var
Faculté de Sciences Economiques et de Gestion
B.P. 20 132 – 83 957 La Garde Cedex
Nicolas Peridy : Tél : 04.94.14.29.22 Mail : nicolas.peridy@univ-tln.fr
Site : <http://lead.univ-tln.fr>

¹ Docteur, ATER, benedicte.serbini@univ-tln.fr

Introduction

La crise des dettes publiques de la zone euro montre à quel point il est important pour l'Union européenne (UE) de se doter d'une structure d'aide et de gestion de ce type de crise. Le futur Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui rentrera en fonction non plus en juin 2013 comme prévu initialement mais en juin 2012 reposera sur trois piliers. Le premier concerne l'assistance financière aux Etats conditionnée à la mise en place de politiques d'ajustement. Le second établit le statut privilégié de créancier du MES, derrière le Fonds Monétaire International (FMI). Le troisième concerne la nécessité de restructurer la dette souveraine s'il est avéré qu'un Etat rencontre des difficultés à honorer le service de sa dette. Dans ce cas, l'Etat en question devra rechercher un accord de restructuration avec ses créanciers privés sous le régime des Clauses d'Actions Collectives (CAC). Les discussions actuelles relatives à la restructuration de la dette souveraine grecque sont importantes à plus d'un titre. Premièrement, pour la Grèce, la restructuration est un moyen de se désendetter. Deuxièmement, pour la stabilité économique de l'UE. Troisièmement, pour la crédibilité institutionnelle de l'UE. En effet, ce qui se joue n'est plus seulement le sauvetage de la Grèce, mais la manière dont celui-ci s'effectuera, manière qui posera probablement les bases du futur MES.

La Grèce aura fait figure de dommage collatéral. Les attermoissements de l'UE depuis décembre 2009 sont en partie responsables de la situation actuelle dans laquelle se trouve le pays. Toutes les combinaisons auront été essayées. Un premier plan d'aide classique qui combinait assistance financière et programme d'austérité. L'intervention protéiforme de la Banque centrale européenne (BCE) reposant sur la modification des règles de collatéral, d'une part, et l'achat d'obligations grecques, d'autre part. Un second plan d'aide qui a du mal à se dessiner, et qui nécessite l'accord de l'ensemble des pays membres de la zone euro. La Slovaquie, en refusant de ratifier le texte dans un premier temps, a plongé le Gouvernement grecque, et par là même occasion la zone euro, dans une situation des plus complexes. Ce n'est pas la première fois que la Slovaquie montre son désaccord concernant la Grèce, elle avait déjà refusé de participer au premier plan d'aide décidé en mai 2010.

Le second plan d'aide devrait comprendre une assistance financière de l'UE et du FMI, une opération de recapitalisation des banques les plus exposées à la dette souveraine grecques, et une participation du secteur privé. C'est à ce dernier niveau que les choses se compliquent. La participation du secteur privé, principe cher à la Chancelière allemande, Mme Merkel, ne se fera que si le secteur officiel intervient en premier. De plus, sa participation se doit de reposer sur le principe du volontariat, sous peine d'activer les CDS et de voir les agences de notation classer le pays en défaut. *In fine*, tout ceci n'est qu'une question de sémantique. La Grèce est en défaut de paiement *de facto*, et le sera bientôt *de jure*.

L'objet de ce texte est de revenir sur les enjeux de la restructuration de la dette grecque pour le futur MES, notamment le contenu/la faisabilité du troisième pilier. La première section de ce texte aborde les caractéristiques de la dette souveraine grecque (1), puis la seconde section présente un aperçu des recommandations en matière de restructuration de la dette grecque d'une part, et les enjeux pour le futur MES d'autre part(2). Enfin, nous concluons.

1. Analyse de la dette souveraine grecque

1.1. Les caractéristiques de la dette souveraine grecque

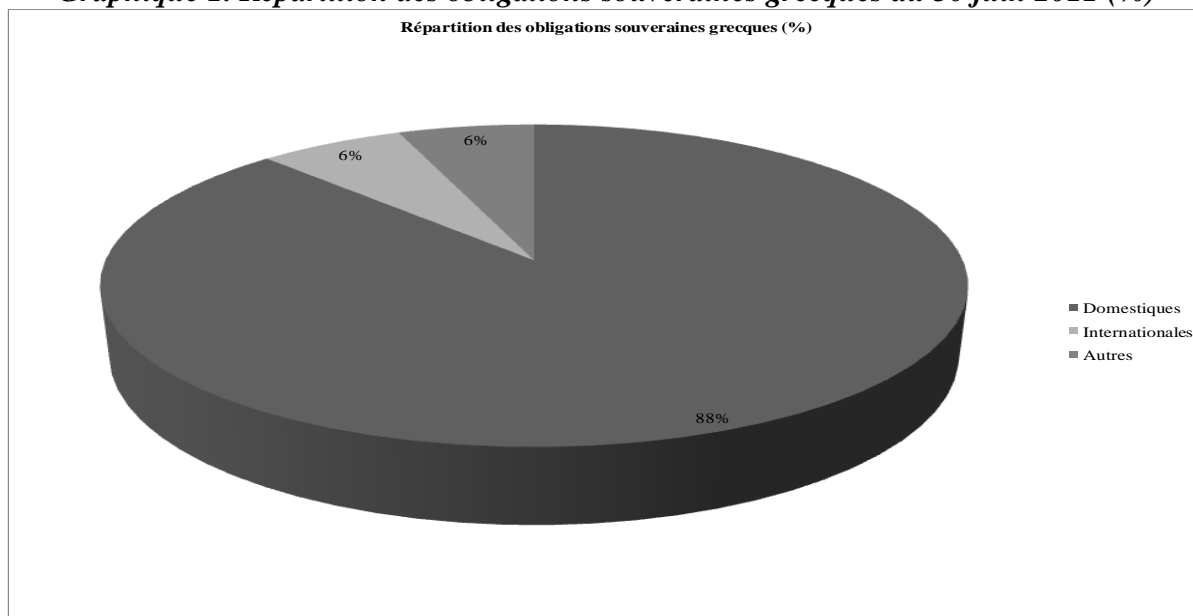
Les caractéristiques de la dette publique grecque recouvrent trois dimensions : sa composition, puis la notation qui lui est associée, enfin l'évolution des indicateurs d'endettement.

La composition

L'analyse de la composition de la dette publique grecque permet de dégager le type de vulnérabilités auquel elle est associée, mais également le type de créanciers qui la détient.

Le montant de la dette publique grecque est de 354 milliards d'euros au 31 juin 2011. Elle est libellée à 66,2 à taux fixe et à 98,2% en euros. La dette publique grecque n'est donc pas associée à des risques de taux et de change (bien que la Grèce n'ait aucun pouvoir sur sa politique monétaire). Par contre 57,8% de la dette publique grecque est d'une maturité inférieure ou égale à 5 ans (14,1% sont inférieurs à 1 an et 43,7% sont compris entre 1 et 5 ans). Autrement dit, d'ici 5 ans la Grèce devra rembourser plus de la moitié de sa dette publique. Si nous étudions la composition des obligations émises au cours de l'année 2010 par échéance, la part de la dette publique inférieure ou égale à 5 ans atteint 75,8% (8,4% sont inférieurs ou égaux à 3 ans, 67,4% sont inférieurs ou égaux à 5 ans). A noter que depuis avril 2010, la Grèce n'a plus émis d'obligations. L'échéance moyenne de la dette émise en 2010 est de trois ans et demi. Par conséquent la dette publique grecque est associée à un risque de maturité à court moyen terme.

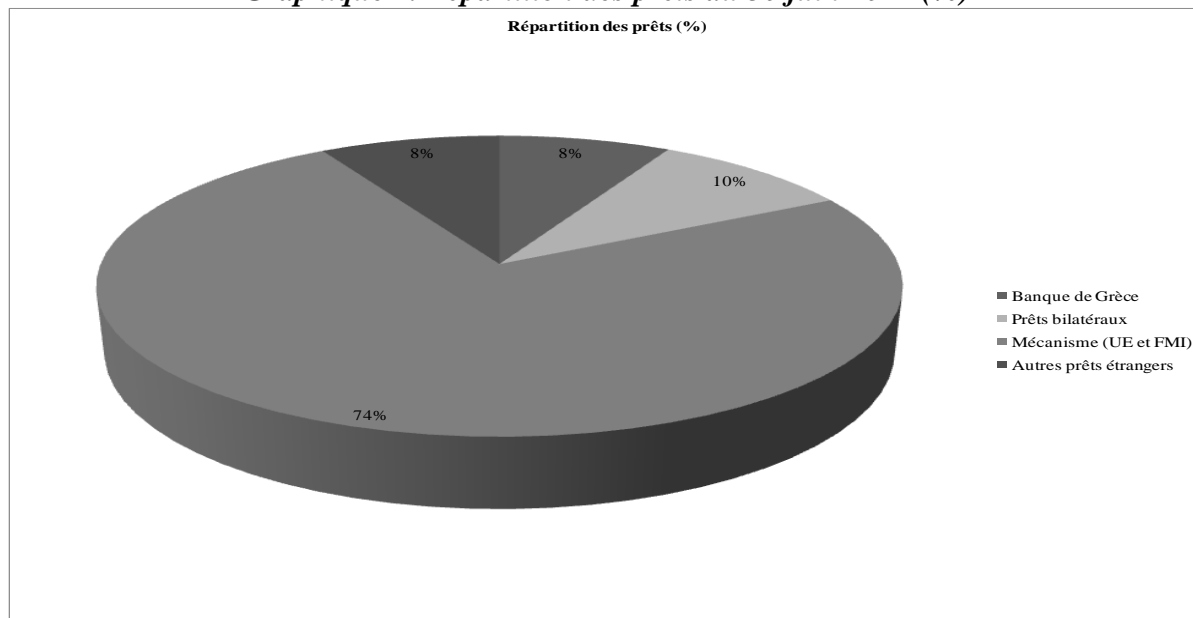
Graphique 1. Répartition des obligations souveraines grecques au 30 juin 2011 (%)



Sources : Ministry of Finance – Hellenic Republic (2011)

La dette publique grecque est composée à 79,8% d'obligations et à 20,2% de prêts. Les obligations domestiques représentent 87,8% de l'ensemble (Cf. Graphique 1). Elles sont détenues à hauteur de 30% par les institutions bancaires et financières grecques, et 60% par les banques européennes. Les prêts sont constitués à 83,6% par l'aide financière octroyée par le FMI et l'UE (Cf. Graphique 2).

Graphique 2. Répartition des prêts au 30 juin 2011 (%)



Sources : Ministry of Finance – Hellenic Republic (2011)

Conclusion n°1 : La dette publique grecque est associée à un risque de maturité à court moyen terme, lequel est renforcé par la prépondérance des créanciers privés dans l'acquisition de celle-ci. La Grèce est donc davantage exposée au retournement des anticipations.

La notation

Les agences de notation fournissent une information sur le risque associé à un actif. Cette dernière sert de référence aux investisseurs pour décider s'ils achètent (vendent) des titres.

Actuellement, la note de la dette souveraine grecque, à moyen long terme, appartient à la catégorie « Investissement spéculatif » pour les trois principales agences de notation S&P, Moody's et Fitch Ratings (Cf. Tableau 1). Les trois notes sont assorties d'une perspective négative, autrement dit la note est susceptible d'être à nouveau dégradée d'ici à un an. La note la plus faible est celle de Moody's, un cran la sépare de celle de Fitch et S&P. La conséquence des dégradations successives depuis décembre 2009 pour l'Etat grec a été une augmentation de ses coûts d'emprunt, car les créanciers qui continuaient de se porter acheteurs d'obligations souveraines demandaient un taux d'intérêt plus élevé afin de compenser le risque pris, d'une part, et l'accroissement des *spreads* de CDS, d'autre part. En

outre, la note attribuée détermine pour un pays la catégorie de créanciers susceptibles de se porter acquéreur de sa dette. Ainsi, la dette souveraine grecque ne peut plus être détenue par les investisseurs institutionnels², autrement dit par des investisseurs bénéficiant de l'horizon d'investissement le plus long. La conséquence est une exposition accrue au retournement des anticipations des investisseurs court-termistes, soit une instabilité des sources de financement.

Tableau 1. La notation de la dette souveraine grecque

	<i>Date</i>	<i>Note</i>	<i>Perspective</i>	<i>Catégorie</i>
Fitch Ratings	13/07/ 2011	CCC	Négative	Spéculative
Moody's	25/07/ 2011	Ca	Négative	Spéculative
S&P	13/07/ 2011	CCC	Négative	Spéculative

Sources: Fitch Ratings, Moody's et S&P

La note attribuée est également importante dans le sens où elle participe à la définition des règles de collatéral de la BCE. Avant la crise des *subprimes*, il était nécessaire pour les Etats d'avoir une note au moins égal à A-³, pour que leurs obligations puissent servir de garantie lors des opérations de refinancement des banques. Suite à la crise financière, et dans le but d'afficher un soutien au Gouvernement grec, il a été décidé d'assouplir les règles de collatéral et d'abaisser le seuil à BBB-⁴, soit la limite avant la catégorie « Investissement spéculatif ». Le 3 mai 2010, la BCE suspend l'application d'un seuil minimum pour les obligations souveraines grecques. Par conséquent, les agences de notation ont déterminé les orientations de la politique menée à l'égard de la Grèce par la BCE.

Il faut également noter que la dégradation de la note d'un Etat a des effets sur son propre marché financier (marché d'actions, marché des CDS ...), mais aussi sur ceux des autres Etats (Arezki *et al.*, 2011). Chaque dégradation de la note grecque a eu des répercussions sur son propre marché, mais également sur ceux des pays membres de la zone euro, quand bien même l'évaluation des autres Etats restait inchangée.

Conclusion n°2: Le classement de la dette souveraine grecque dans la catégorie « Investissement spéculatif » a eu deux conséquences : le coût d'emprunt de l'Etat s'est accru d'une part, et la base d'investisseurs est devenue plus instable d'autre part. En outre, la BCE a été contrainte de réviser ses règles de collatéral pour éviter qu'un risque de liquidité ne vienne s'ajouter au risque de solvabilité.

L'intégration de la Grèce à l'UE, couplée à son appartenance à la zone euro, a poussé l'ensemble des acteurs de marché à sous-estimer les difficultés intrinsèques de son économie, et à effacer l'historique du pays en matière de défaut de paiement⁵. Le Gouvernement grec a bénéficié d'excellentes conditions d'endettement jusqu'à la l'annonce de la révision du

² Selon leur charte, il est interdit aux investisseurs institutionnels de détenir des titres appartenant à la catégorie « Investissement spéculatif ».

³ A3 pour Moody's et AAL pour DBRS. 4 agences autorisées.

⁴ Baa3 pour Moody's et BBL pour DBRS.

⁵ Le premier défaut de paiement enregistré dans l'Histoire date du quatrième siècle avant Jésus-Christ (377-373). Il fait référence au défaut sur obligations de dix des treize municipalités constituant l'Association maritime de l'Attique (Grèce antique) vis-à-vis de Délos. Depuis 1800, le Gouvernement hellène a été six fois en situation de défaut de paiement, si nous rajoutons le quasi-défaut de mai 2010, le nombre d'épisode monte à sept. Le dernier défaut de paiement a duré trente-deux ans (1932-1964), soit le défaut le plus long de l'Histoire (Reinhart et Rogoff, 2010 ; Reinhart, 2010).

déficit. Aujourd'hui, le couplage de situation d'avec les principaux pays européens n'existe plus, la Grèce est davantage perçue comme un émergent. Par conséquent, la soutenabilité des finances publiques grecques à moyen et long termes a rapidement été remise en question.

1.2. La soutenabilité de la dette souveraine grecque

L'analyse de la soutenabilité des finances publiques est évoquée en deux temps. Nous rappelons le concept de soutenabilité de la dette, puis nous expliquons pourquoi la dette publique grecque est insoutenable à moyen et long termes.

Le concept de soutenabilité de la dette

La dette d'un Etat est considérée comme soutenable dès lors que ce dernier n'est pas contraint d'ajuster de manière drastique sa politique dans le futur. En l'absence de seuils de référence d'endettement, l'analyse de la soutenabilité de la dette repose donc sur la contrainte budgétaire.

La soutenabilité de la dette s'appréhende en trois temps : court terme, moyen terme et long terme. Le troisième temps renvoie généralement à la prise en considération des dépenses liées au vieillissement démographique (notamment les dépenses de santé et de retraite).

Schématiquement, la dette publique est la somme des déficits budgétaires précédents. Le solde budgétaire est constitué de deux parties : le solde primaire et le paiement des intérêts de la dette. Le solde primaire est la différence entre les recettes et les dépenses de l'Etat, hors charge d'intérêt. Par conséquent, le solde budgétaire est égal au solde primaire moins les intérêts de la dette. Formellement, le solde budgétaire s'écrit :

$$SB_t = SP_t - (rD_{t-1}) \quad (1)$$

Avec : SB_t : le solde budgétaire à la période t
 SP_t : le solde primaire à la période t
 r : le taux d'intérêt
 D_{t-1} : la dette à la période précédente

La dette actuelle est donc égale à la dette antérieure moins le solde budgétaire. Formellement, la dette actuelle s'écrit :

$$D_t = D_{t-1} - SB_t \quad (2)$$

Avec : D_t : la dette à la période t

A l'aide de l'équation (1), nous pouvons réécrire l'équation (2) de la manière suivante :

$$D_t = D_{t-1}(1+r) - SP_t \quad (3)$$

Par conséquent, la dette actuelle dépend de la dette passée, du taux d'intérêt et du solde primaire. Pour que l'encours de la dette n'augmente pas, il est nécessaire que le solde primaire couvre au minimum le remboursement du service de la dette, sinon un cercle vicieux s'installe appelé « effet boule de neige de la dette ».

L'indicateur de soutenabilité le plus communément utilisé est le poids de la dette publique dans le PIB. L'évolution de la dette est liée de manière étroite au taux de croissance de l'économie et du taux d'intérêt. Le ratio tend à baisser dès lors que la dette croît moins vite que le PIB. L'élément primordial est ici l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. La stabilisation du ratio dette publique/PIB implique donc de dégager un solde primaire égale à l'équation 4 :

$$sp_t = d_{t-1}(r - g) \quad (4)$$

Avec : sp_t : le solde primaire rapporté au PIB à la période t
 d_{t-1} : la dette antérieure rapportée au PIB
 g : le taux de croissance

A partir de l'équation (4), trois configurations sont possibles :

- $r = g$, un solde primaire à l'équilibre permet de stabiliser le ratio.
- $r > g$, un solde primaire à l'équilibre ne permet pas de stabiliser l'endettement, l'Etat est contraint de dégager un excédent, lequel devra être d'autant plus important que l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance est grand.
- $r < g$, un solde primaire à l'équilibre permet une diminution du ratio.

Afin de prendre en compte la dynamique de l'endettement à moyen terme (cinq ans), le FMI a développé son propre cadre d'analyse. Le programme concerne l'intégralité des pays membres, et porte sur l'ensemble de la dette publique souveraine (domestique et externe). A partir d'un scénario de référence¹, mais également de scénarii alternatifs, le Fonds applique des chocs sur les variables déterminant la dette¹. Le but est de simuler des scénarii de crise et de tenir compte des écarts observés historiquement (Bachelier et Couillault, 2005).

Au-delà de ces deux types d'analyse, il faut également prendre en compte l'horizon de long terme, c'est-à-dire les dépenses liées au vieillissement de la population. Selon Brand et Passet (2010), l'augmentation future des dépenses sociales dépend d'une part du degré de mutualisation des risques déjà atteints par les Etats et, d'autre part, de la dynamique démographique prévalant dans ceux-ci, notamment les charges futures ou les pertes de recettes liées au vieillissement.

Après avoir présenté succinctement le concept de soutenabilité de la dette publique, nous montrons par la suite à l'aide de faits stylisés l'insoutenabilité de la dette publique grecque.

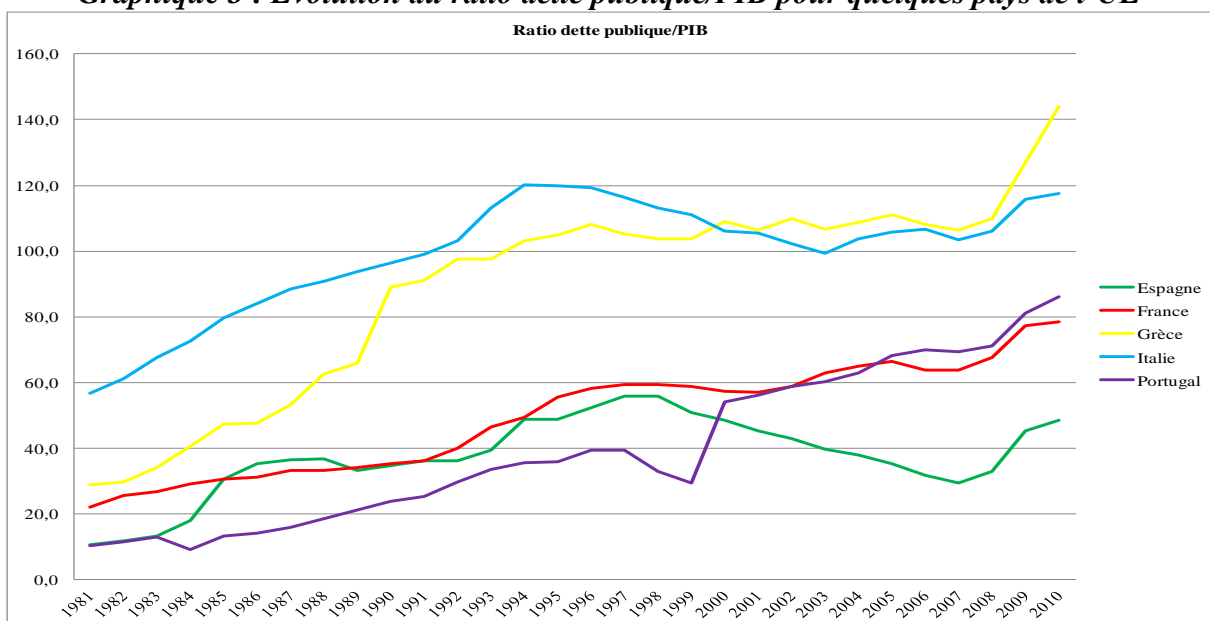
La soutenabilité de la dette grecque

Nous analysons l'évolution du ratio dette publique/PIB, déficit budgétaire/PIB et des dépenses sociales pour la Grèce et un ensemble de pays européens.

Nous tirons trois conclusions quant à l'analyse de l'évolution du poids de la dette souveraine dans le PIB pour la Grèce (Cf. Graphique 3). Premièrement, le poids de la dette publique grecque dans le PIB dépasse les 60% depuis 1988. Autrement dit, le Gouvernement grec n'a jamais réussi à respecter l'un des critères de convergence du Traité de Maastricht puis du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC). Ensuite, le ratio se stabilise autour des 100/110% entre 1994 et 2008. Enfin, le ratio explose à partir de 2008 consécutivement à la crise financière, et devrait continuer de croître jusqu'en 2013 pour atteindre 158%, un niveau jamais touché depuis 1906 (Reinhart et Rogoff, 2010).

Si nous comparons l'endettement public de la Grèce à celui de ses voisins européens, nous constatons que ce pays n'est pas le seul à dépassé le critère de 60%, mais qu'il est de loin le plus endetté. En effet, seule l'Espagne se situe en dessous (48,4%). Les Etats se présentent face à la crise de 2007 fortement endetté pour la plupart. Le plus intéressant est de savoir comment la situation des pays a évolué depuis le déclenchement de la crise. L'ordre des pays les plus endettés ne change pas entre 2007 et 2010. Il est le suivant : Grèce, Italie, Portugal, France et Espagne. Deuxièmement, le ratio de la Grèce varie le plus fortement (+ 37,7 points), suivi de celui de l'Espagne (+ 19,2 points), du Portugal (+ 16,9 points), de la France (+ 14,7 points) et de l'Italie (+ 14 points).

Graphique 3 : Evolution du ratio dette publique/PIB pour quelques pays de l'UE

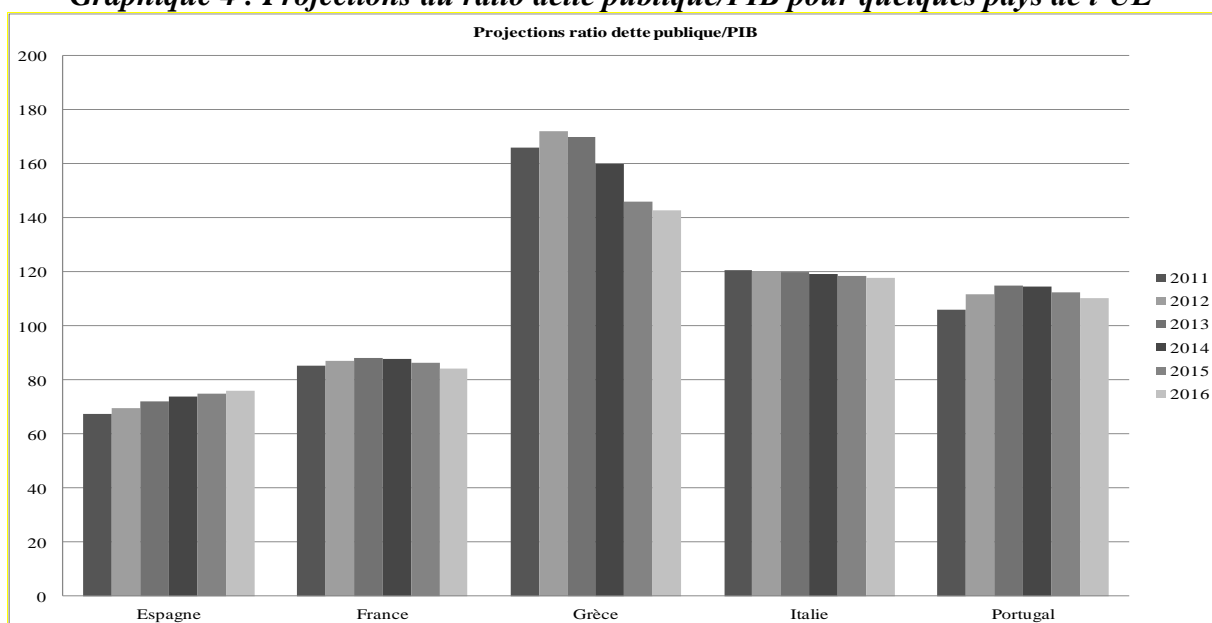


Sources : Reinhart et Rogoff (2010)

Les projections du ratio dette publique/PIB effectuées par le FMI à moyen terme montre une progression constante de celui-ci pour l'Espagne, d'une part, et une baisse pour : la

France, à partir de 2014, la Grèce à partir de 2013, l'Italie à partir de 2014, et le Portugal à partir de 2014 (Cf. Graphique 4). Plus particulièrement pour la Grèce, le FMI met en avant l'importance de retrouver une croissance économique régulière pour diminuer le ratio d'endettement. En effet, une hausse de un point de pourcentage du PIB par an ramènerait le ratio d'endettement à 92% d'ici 2020. Comme nous l'avons déjà mentionné auparavant, le Fonds applique différentes hypothèses à son scénario de base. L'une de celles-ci est de combiner l'ensemble des chocs. La combinaison retenue est la suivante : un délai de deux ans quant à un retour de la croissance et la réalisation des objectifs visés par la politique fiscale, une absorption de dix milliards d'euros (soit 12,5%) de dettes garanties par l'Etat (y compris celles du système financier), un retard dans la réalisation du plan de privatisation, enfin des taux d'intérêts accrus de 200 points de base. Le ratio atteindrait 181% du PIB en 2015 suite à ce choc, soit 30 points de pourcentage de différence par rapport au scénario de référence (151%).

Graphique 4 : Projections du ratio dette publique/PIB pour quelques pays de l'UE



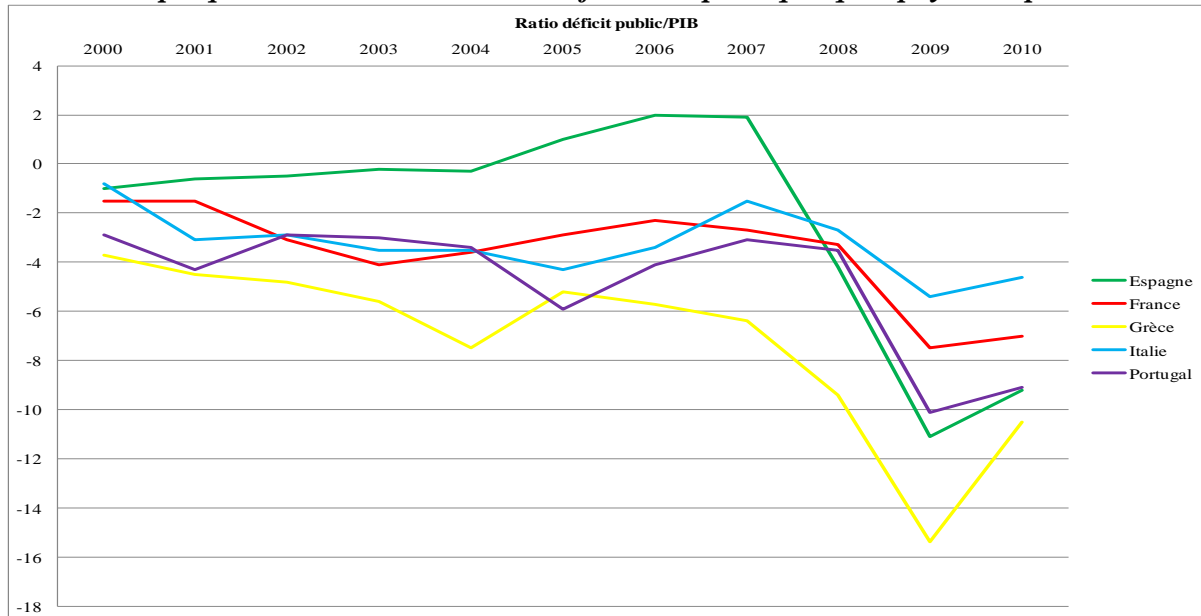
Sources : FMI (2011a, 2011b, 2011c, 2011d, 2011e)

Conclusion n°3 : La Grèce, comparativement aux pays européens précités, est le pays le plus endetté, que ce soit avant ou après la crise financière. De plus, cette dernière a fortement contribué à l'accroissement exponentiel du ratio dette publique/PIB dès 2008. Enfin, le pays enregistre la variation du ratio la plus importante entre 2007 et 2010.

Le poids du déficit public grec dans le PIB n'a cessé de croître depuis 2000 (Cf. Graphique 5). Egal à 3,7% en 2000, il atteint 7,5% en 2004, notamment en raison de l'organisation des Jeux Olympiques d'été à Athènes. Il se redresse à 5,2% en 2005, et n'a cessé de baisser jusqu'en 2009. Prévu aux alentours de 6%, il est annoncé à 12,7% par M. Papandréou puis il est finalement de 15,4 fin 2010. Ramené aux alentours de 10% en 2010, il devrait enregistrer la même valeur en 2011, alors que l'objectif était de le ramener à 7,4%.

La Grèce se présente face à la crise avec le déficit budgétaire rapporté au PIB le plus élevé de ses pays voisins (-6,4% en 2007), contrairement à l'Espagne qui enregistre un excédent de 1,9%. Les pays connaissent leur plus grand déficit en 2009. En 2010, la Grèce détient toujours le déficit le plus fort (-10,5%), alors que l'Italie possède le plus faible (-4,6%). Entre 2007 et 2010, la dégradation la plus forte est le fait de l'Espagne (-11,1 points), la plus faible est celle de l'Italie (-3,1%).

Graphique 5 : Evolution du ratio déficit/PIB pour quelques pays européens



Sources : Eurostat (2011)

Les raisons du déficit budgétaire grec sont les suivantes :

- L'insuffisance des recettes fiscales. Le manque à gagner du côté des recettes s'explique par des raisons structurelles telles que l'importance de l'évasion fiscale, la taille de l'économie souterraine évaluée à 25% du PIB en 2007 selon Feld et Schneider. (2010), et l'incapacité du Gouvernement grec à lever de manière efficiente l'impôt (à titre d'exemple, il n'existe pas de service de cadastre). Il s'explique également par des raisons conjoncturelles. En effet, la récession de l'économie grecque entraîne mécaniquement une perte de recettes fiscales.
- L'importance des dépenses publiques de par l'importance du secteur public, et le laxisme budgétaire observé depuis 2000. A cela, il faut rajouter l'incidence négative sur le budget de l'organisation des Jeux Olympiques d'été de 2004, entraînant un effet d'amplification. La part du secteur public en termes d'employés est considérable. Il ne faut pas oublier que la Grèce a une spécificité particulière, héritée de son histoire avec la Turquie, au regard de sa taille : l'importance du budget militaire, même s'il est moindre par rapport aux années 1980. Le budget de la défense représente 2,8% du PIB contre 1,7% en moyenne pour les pays européens membres de l'OTAN. Les militaires représentent 2,9% de la population active contre 1,1% pour les pays de l'OTAN. La Grèce est le cinquième importateur mondial d'armes. Néanmoins, certains efforts

semblent avoir été consentis avec la décision de réduire les dépenses de fonctionnement et d'armement.

- Le paiement des intérêts dus au titre de la dette. Bien que jusqu'au déclenchement de la crise en décembre 2009, la Grèce ait bénéficié de taux relativement faible, le niveau est élevé, en moyenne, depuis une vingtaine d'année. De plus, les taux prohibitifs auxquels le Gouvernement grec s'est endetté au début de l'année 2010 participent à l'accroissement de la charge de la dette.

Conclusion n°4 : La Grèce est le pays qui connaît le déficit budgétaire le plus important avant, pendant et après la crise. La tendance est à la résorption des déficits pour les cinq pays, cependant les niveaux pour la Grèce, l'Espagne et le Portugal restent très importants. En outre, la stabilisation du ratio dette publique/PIB est d'autant plus inatteignable que l'écart entre le taux de croissance et le taux d'intérêt est grand. Dans ce cas précis, la stabilisation nécessite de dégager un excédent primaire, soit des recettes supérieures aux dépenses, or comme nous venons de l'expliquer, c'est loin d'être le cas pour l'instant.

En 2010, les dépenses sociales grecques représentaient 22% du PIB. En 2060, elles devraient atteindre 38% du PIB, soit 10 points de plus que la moyenne des pays membres de l'UE. La contribution la plus importante aux dépenses sociales concerne les pensions de retraite. Représentant 11,6 points en 2010, elles seraient égales à 24,1 points en 2060. Sur les 16 points d'augmentation des dépenses sociales, 12,5 sont imputables aux retraites (Tableau 2). Il faut noter que le rapport rédigé par la Commission européenne sur la soutenabilité des finances publiques a été publié en 2009, soit avant le déclenchement de la crise de la dette souveraine grecque. Cependant, le travail de la Commission mettait déjà en avant la nécessité pour la Grèce de réformer son système de retraite.

Les dépenses sociales des autres pays européens se situeraient aux alentours des 28% du PIB, valeur correspondant à la moyenne de l'UE, à l'exception de la France pour qui elles atteindraient 31% du PIB. Cependant, il faut noter que pour l'Espagne, elles augmenteraient de 8,2 points, dont 6,2 relatifs aux retraites, un résultat supérieur à la France, l'Italie et le Portugal pour lesquels la hausse est comprise entre 1,7 et 2,9 points.

Tableau 2 : Projection des dépenses sociales 2010 – 2060 pour quelques pays européens

	Espagne	France	Grèce	Italie	Portugal
Dépenses sociales en 2010	20	29	22	25,9	24,9
Dépenses sociales en 2060	28,2	31,1	38	27,6	27,8
Variation 2010-2060	8,2	2,1	16	1,7	2,9
Imputables aux pensions de retraite	6,2	0,5	12,5	-0,4	1,5

Source : Commission européenne (2009)

Conclusion n°5 : les projections à l'horizon 2060 montrent que la Grèce est le pays qui enregistrera les dépenses sociales les plus élevées, avec la hausse la plus forte. Ces résultats

participent au classement de la Grèce dans la catégorie de pays représentant un risque de soutenabilité des finances publiques à long terme. Ces conclusions rejoignent celles de Brand et Thomas (2010).

2. Les recommandations en matière de restructuration de dette pour la Grèce et le futur MES

2.1. Les recommandations en matière de restructuration de la dette souveraine grecque

Au regard des conclusions faites en première section de ce papier, nous établissons les recommandations suivantes.

- Le risque de maturité à court et moyen termes demande un allongement de la maturité de la dette souveraine grecque au-delà de 5 ans. Si cette approche a déjà été retenue par le FMI et l'UE concernant les prêts octroyés lors du premier plan d'aide, actuellement il n'en est rien du côté des créanciers privés, pour la plupart des banques (30% sont grecques, 60% sont européennes), en l'absence d'un consensus entre les créanciers d'une part, et les créanciers et la Grèce, d'autre part.
- Le poids de la dette dans le PIB est devenu trop important, de plus la dynamique a la hausse ne semble pas s'arrêter d'ici à 3 ans (*Cf. infra*). Par conséquent, nous proposons une stratégie de désendettement s'appuyant sur une décote des obligations souveraines grecques, dès lors que les politiques visant à résorber le déficit public et réduire la dette n'ont pas de résultats probants d'une part, et que les plans successifs d'austérité maintiennent l'économie grecque en récession, d'autre part. Il s'agit là uniquement d'arguments à court et moyen termes, il ne faut pas oublier à cela l'importance des dépenses publiques liées au vieillissement démographique à l'horizon 2060.
- La charge de la dette nécessite une réduction du taux d'intérêt. Il faut préciser que l'absence d'un cadre de gestion pérenne des crises de dette souveraine a fortement participé à l'augmentation du coût d'emprunt de la Grèce jusqu'à avril 2010, date de la dernière émission obligataire par les Autorités hellènes, par conséquent au renchérissement du service de la dette, qui plus est à court et moyen termes (*Cf. infra*). De même que ce que nous avons écrit pour l'allongement de la maturité, la solution d'une baisse du taux d'intérêt a été retenue par le FMI et l'UE dans le cadre du premier plan, mais n'est toujours pas acté du côté des créanciers privés.

In fine, la restructuration de la dette grecque répondra à deux critères sur trois définissant le terme de restructuration, à savoir un rééchelonnement des paiements exigibles au titre du service de la dette et une décote consistant à réduire le remboursement du principal arrivant ou non à échéance. Le troisième critère, le refinancement (*rollover*) des engagements arrivant à échéance ne semble pas être une solution suffisante pour rétablir la soutenabilité des finances publiques grecques, même si elle constitue une piste de réflexion pour la Fédération Bancaire de France (FBF).

Les principales interrogations portent sur le niveau de refinancement de la dette et le montant de la décote. Ces deux aspects dépendent en grande partie des décisions des créanciers privés. En l'absence de CAC sur 90% de la dette souveraine, le rapport de force est en faveur des créanciers privés du Gouvernement grec, composés à 60% de banques

européennes, spécialement allemandes et françaises. Le 22 juillet 2011, au lendemain du sommet des Chefs d'Etat et de Gouvernement de l'eurozone, deux esquisses ont été faites concernant le refinancement et la décote. La première émane de la FBF (27 juin 2011), la seconde de l'Institut de Finance Internationale (IFI). La FBF propose une participation des créanciers privés reposant sur une base volontaire. Elle consisterait à un roulement (*rollover*) de la dette grecque à hauteur de 70%. Elle précise que 50% devraient être réinvestis dans des obligations associées à une échéance plus élevée comprise entre 15 et 30 ans. Les 20% restants devraient être réinvestis dans des obligations à faible coupon adossées à des créances sur le Fonds Européen de Stabilité Financière. Ce plan porterait sur les obligations dont la date d'échéance est comprise entre 2011 et 2014. Afin d'extraire des bilans des banques exposées les obligations grecques, une structure de défaisance devrait être mise en place. Contrairement à la FBF, l'IFI ne propose pas un refinancement de la dette, mais un échange classique d'obligations et un rachat de dette. Leur plan conduit les banques participantes à assumer une décote de 21% en moyenne. Concernant l'échange d'obligations, quatre options sont évoquées, sur la base d'un taux de participation de 90%. Il est supposé que les investisseurs choisiront parmi quatre instruments dans des proportions égales à 25% de la participation totale. Les propositions de l'IFI sont les suivantes :

- Un échange d'obligations au pair. Soit une obligation à 30 ans, dont le principal est garanti par une obligation zero coupon échéance 30 ans notée AAA. Le taux d'intérêt associé à cette obligation est progressif : 4% de 1 à 5 ans, 4,5% de 6 à 10 ans et 5% de 11 à 30 ans.
- Une offre d'obligation au pair à la valeur au pair. Soit un refinancement à échéance sous forme d'obligations à 30 ans, dont le principal est garanti par une obligation zéro coupon notée AAA. Le taux d'intérêt associé à ces obligations est progressif : 4% de 1 à 5 ans, 4,5% de 6 à 10 ans et 5% de 11 à 30 ans.
- Un échange actualisé d'obligations. Soit 80% de la valeur au pair sous forme d'obligation à 30 ans, dont le principal est garanti par une obligation zéro coupon notée AAA. Le taux d'intérêt associé à ces obligations est de 6% de 1 à 5 ans, 6,5% de 6 à 10 ans et 6,8% de 11 à 30 ans. Cet échange réduit le montant et le service de la dette.
- Un échange actualisé d'obligations. Soit 80% de la valeur sous forme d'obligations à 15 ans, versant un coupon unique de 5,9%. Le principal sera partiellement garanti, 80% des pertes étant couvertes à une hauteur maximum de 40% de la valeur nominale du nouvel instrument. Cet échange produit également une réduction du montant et du service de la dette.

En définitive, le plan proposé par l'IFI doit permettre d'octroyer 130 milliards d'euros au Gouvernement grec entre juin 2011 et décembre 2020 Le rachat de dette correspondra au total à 20 milliards d'euros. La participation du secteur privé devrait réduire de 12% l'endettement grecque (144% fin 2011).

A l'heure actuelle où nous rédigeons ce texte, nous savons que les deux approches ne seront pas suffisantes, appelant nécessairement d'autres réflexions, mais ralentissant un peu plus la sortie de crise de la Grèce. Ainsi, il nous semble important de réfléchir à ce que pourrait/doit être le troisième pilier du MES.

2.2. Les pistes de réflexion pour le futur MES

Concernant le MES a proprement parlé, et qui servira à l'ensemble des pays membres de l'UE, il est nécessaire que la procédure de restructuration normalise les points suivants (Buchheit et Gulati, 2010).

- L'identification des créanciers. Selon que la majorité de la dette soit détenue par des banques ou des créanciers obligataires, la coordination n'est pas la même. Elle est plus simple dans le cas des banques, car ce sont des créanciers facilement identifiables, mais le rapport de force est en défaveur de l'emprunteur. Inversement, dans le cas de créanciers obligataires, la coordination est plus difficile du fait de l'hétérogénéité de leur comportement et de leur dispersion géographique, en revanche le rapport de force bascule davantage du côté de l'emprunteur.
- La structure choisie. Faut-il privilégier un rééchelonnement, un refinancement ou décote de la dette? Seule une analyse approfondie des caractéristiques de la dette, ainsi qu'une étude de la soutenabilité des finances publiques, peut répondre à cette question.
- L'éligibilité de la dette. La restructuration peut concerner la dette domestique, la dette extérieure, voire les deux. Dans le cas des pays membres de la zone euro, la dette est essentiellement de la dette domestique, agir sur la dette extérieure ne peut produire que des résultats marginaux sur le niveau d'endettement de ces pays. Dans ce cas, il semble plus judicieux d'arbitrer entre la dette détenue par les créanciers résidents et celle détenue par les créanciers non résidents.
- La définition des nouveaux instruments. La restructuration d'une dette implique généralement l'émission de nouvelles obligations. La question est donc de savoir quels types d'obligations seront proposés : obligation au pair, principal garanti, un ou plusieurs coupons, taux d'intérêts fixe ou progressif, indexation sur un indice du type inflation ou PIB.
- L'utilisation des CAC afin de faciliter l'obtention d'un accord et de spécifier le mode de consultation des créanciers. Jusqu'à présent les CAC étaient incluses dans les obligations souveraines sur le principe du volontariat. Ainsi, dans le cas de la Grèce, seulement 10% de la dette sont émis sous le régime des CAC. Ces 10% correspondent aux obligations souveraines internationales grecques (soit la dette extérieure) et répondent au Droit britannique. Les 90% restants suivent les prescriptions du Droit grec. Avec la mise en place du MES, leur adoption devient obligatoire. Logiquement, les pays de l'UE, notamment ceux membres de la zone euro devraient suivre le modèle de CAC britannique, car le plus ancien et le répandu après le modèle new-yorkais. L'élaboration de CAC types pour l'UE est primordiale, dans le sens où elles définissent la coordination des créanciers, donc l'efficacité de la procédure de restructuration, autrement dit la minimisation du coût du défaut.
- Le timing. Il découle de l'efficacité de la coordination des créanciers, sachant que plus il est difficile d'obtenir un accord, plus le défaut est long, or le coût du défaut est une fonction croissante de sa durée.

L'enjeu de la restructuration de la dette grecque est donc de taille puisqu'il créera un précédent dans la zone euro d'une part, et posera les bases du fonctionnement du futur MES d'autre part.

Conclusion

L'analyse des caractéristiques de la dette souveraine grecque plaide pour une restructuration de celle-ci, seul moyen de désendettement à court et moyen termes. *In fine*, de rétablir la soutenabilité des finances publiques du Gouvernement hellène. C'est là tout l'enjeu d'une procédure de restructuration. La lenteur et les décisions contradictoires de l'UE ont fortement complexifié la sortie de crise de la Grèce, et ont mis en lumière l'urgence pour l'UE de se doter d'un cadre pérenne de gestion des crises de dette souveraine. La restructuration de la dette grecque sera coûteuse, à n'en pas douter, dès lors qu'elle implique une décote de la dette qui sera principalement supportée par le système bancaire extérieur et domestique. Cependant, les difficultés rencontrées ont donné à réfléchir, et ont abouti à l'instauration du MES. La difficulté d'obtenir un consensus autour de la modalité de restructuration entre les créanciers privés et la Grèce, nous montre à quel point il est impératif de spécifier à l'avance le rôle à jouer par les créanciers privés. L'idée étant de rétablir un partage des pertes équitable entre les deux parties.

Références bibliographiques

- AREZKI R., CANDELON B. et SY A.N.R. (2011), « Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis », *IMF Working Paper*, WP/11/68, IMF.
- BACHELLERIE A. et COUILLAUT B. (2005), « Soutenabilité de la dette publique et crises des pays émergents : présentation des concepts et des instruments de diagnostic », *Revue de la stabilité financière*, N°6, Juin, Banque de France.
- BRAND T. et PASSET O. (2010), « La soutenabilité des finances publiques dans la crise, une analyse internationale », Volet 1, « La France et l'Europe face à la crise économique », *Note d'analyse*, N°191, Conseil d'Analyse Stratégique.
- BUCHHEIT L.C. et GULATI M. (2010), « How to Restructure Greek Debt », *Duke Law Working Papers*, Paper 47, Duke Law School.
- COMMISSION EUROPEENNE (2009), « Sustainability Report 2009 », *European Economy*, N°9/2009, Economic and Financial Affairs.
- FELD L.P. ET SCHNEIDER F. (2010), « Survey on the Shadow Economy and Undeclared Earnings in OECD Countries », *German Economic Review*, 11(2), p. 109-149.
- IFI (2011), *Greece Financing Offer : Statement by the IIF Board of Directors*, Press Releases
- IMF (2011a), Country Report – France, n°11/211.
- IMF (2011b), Country Report – Greece, n°11/351
- IMF (2011c), Country Report – Italy, n°11/176

IMF (2011d), Country Report – Portugal, n°11/127

IMF (2011e), Country report – Spain, n°11/215

MINISTRY OF FINANCE – HELLENIC REPUBLIC (2011), *Hellenic Republic Public Debt Bulletin*, n°62, June.

REINHART C.M. (2010), « This Time is Different Chartbook: Countries Histories on Debt Default, and Financial Crises », *NBER Working Paper*, 15815, March.

REINHART C.M. et ROGOFF K. (2010), « From Financial Crash to Debt Crisis », *NBER Working Paper*, 15795, March, forthcoming in *American Economic Review*.

Sites consultés

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

www.fitchratings.com

www.moody.com

www.standardandpoors.com