

Tout comprendre sur la dette grecque en six étapes ⁵³

27.07.2015

Alors que les négociations vont reprendre entre la Grèce et ses créanciers (BCE, pays de la zone euro, FMI) pour un troisième plan d'aide, 6 étapes et une série de graphiques pour comprendre pourquoi la dette grecque est devenue l'une des clefs de l'avenir de la zone euro et de l'Union Européenne.



"Réduisez la dette. Dehors le FMI !". Slogan à Athènes. ALKIS KONSTANTINIDIS © REUTERS

La dette grecque n'en finit pas d'être à la une de l'actualité. Pourquoi fallait-il trouver un nouvel accord fin juin? Comment tout cela a commencé ? Pourquoi a-t-on prêté à la Grèce, combien cela nous a-t-il rapporté, combien peut-on perdre ? Réponses à ces questions cruciales pour l'avenir de l'euro et de l'Europe en six étapes et une série de graphiques.

>>> Les "Matins" de France Culture étaient en direct d'Athènes ce mardi 30 juin

1. Pourquoi la Grèce a besoin d'argent en ce moment ?

Trois raisons à cela :

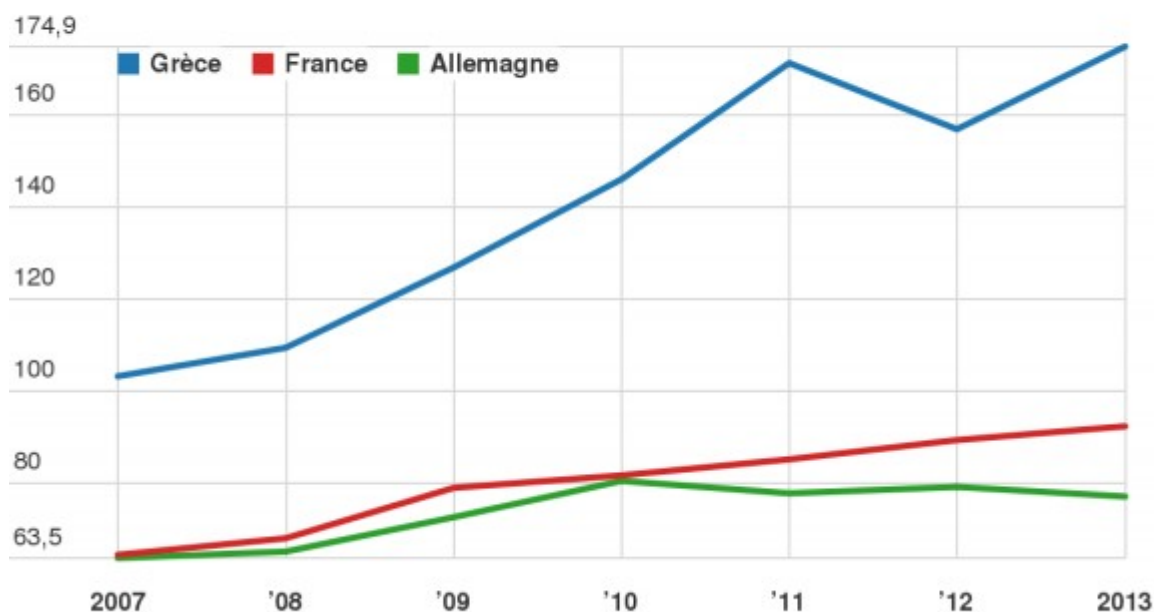
- **Méthode et calendrier.** L'aide versée à la Grèce l'est tranche par tranche, et à chaque tranche, les créanciers (BCE, FMI, Etats de la zone euro = feu la troïka), conditionnent le versement de chaque nouvelle tranche à la mise en place en Grèce de réformes. **Vous trouverez ici un exemple (en anglais) de l'évaluation des réformes menées ouvrant droit à un nouveau versement.** La dernière tranche du 2^{ème} plan d'aide (7.2 milliards d'euros) devait être versée en septembre 2014. Cela n'a pas

été le cas. Les créanciers ont préféré ensuite laisser passer les soubresauts politiques en Grèce, ainsi que les élections de janvier, pour discuter du déblocage de la tranche. Or, le programme d'aide avait une date de fin. En février, cette date a été repoussé au 30 juin 2015. Voilà pourquoi il fallait que les négociations aboutissent avant le 30 juin. Cela n'a pas été le cas. Après l'accord du 13 juillet, un troisième plan d'aide va être négocié, avec à la clef une nouvelle échéance, le 20 août, date à laquelle la Grèce doit rembourser 3.5 milliards d'euros à la BCE.

- **Les plans irréalistes.** A chaque plan d'aide, les créanciers et la Grèce se mettent d'accord sur des hypothèses qui ne se réalisent jamais. Croissance, rentrée des impôts, recettes de privatisations : les prévisions sont toujours trop optimistes. Arrive donc le jour où la Grèce manque d'argent, et fatalement il faut renégocier (toujours dans la douleur). En 2012, il était prévu que le ratio dette/PIB soit de 153% en 2015. La réalité d'aujourd'hui s'élève à 175%. De fait, les plans d'austérité, corollaires des plans d'aide, ont fait chuter le PIB grec de 25% depuis 2009. Résultat, malgré l'annulation de 107 milliards d'euros de dette sur les créanciers privés (aussi appelé *haircut* - "coupe de cheveux"), le ratio dette/PIB a explosé.

La dette publique grecque explose depuis la crise

Dette publique par pays en % du PIB



Source: Eurostat

L'explosion de la dette grecque (versus France & Allemagne) depuis 2007

- **Troisième raison, c'était prévu.** En 2012, les créanciers de la Grèce s'étaient engagés à rediscuter de la dette grecque en profondeur dès que le pays aurait un budget en excédent primaire (c'est-à-dire que ses recettes seraient supérieures à ses dépenses, frais financiers mis à part). La Grèce a passé ce cap là en janvier 2014, mais aucune discussion n'a eu lieu. Dès sa victoire aux élections de janvier, Alexis Tsipras a remis le sujet sur la table. Ce fut d'ailleurs un des points d'achoppement de la négociation. A part le FMI, aucun des autres créanciers de la Grèce ne voulait aborder cette question de fond. Aucun responsable politique européen ne l'avoue, mais tous savent que la dette grecque est insoutenable, autrement dit impossible à rembourser, tous les analystes et économistes qui suivent ce dossier le disent aussi, à l'instar de 300 économistes internationaux qui ont publié une tribune intitulée « **Nous sommes avec la Grèce et avec l'Europe** ». Autre éclairage sur ce thème, **le rapport rendu par la commission pour la vérité sur la dette grecque**, qui a été rendu en juin par Eric Toussaint (un

belge animant depuis des années le Comité pour l'Annulation de la Dette du Tiers Monde) à la demande de la présidente du parlement grec, Zoé Konstantopoulou.

2. Pourquoi avoir prêté de l'argent à la Grèce ?

Avant la première crise grecque (2009-2010), l'Etat émettait des bons du trésor (on dit aussi "titres de dette" ou "obligations souveraines"). Tous les Etats qui n'arrivent pas à équilibrer leur budget font cela, Etats-Unis en tête. Ces bons du trésor sont achetés sur les marchés financiers. Par qui ? Par des fonds d'investissement, des assureurs plaçant l'assurance-vie des petits épargnants, des gérants de fonds ou de fortunes privées, des fonds de pension gérant des retraites, ou encore des banques. **L'agence grecque de gestion de la dette donne plus de précisions ici**. Ces investisseurs peuvent ensuite conserver ces titres, et toucher les taux d'intérêt afférents, ou les vendre sur ce qu'on appelle le marché secondaire, qui est comme un marché de l'occasion des titres de dette.

En octobre 2009, peu après les élections, le nouveau premier ministre Georges Papandréou (PASOK) fait la vérité sur les chiffres du déficit grec. Il n'est pas de 6% comme annoncé par le précédent gouvernement, mais de 12.7% du PIB pour 2009. Pourquoi un tel déficit ? Les avis divergent sur la question. En résumé, pour certains, c'est la faute des Grecs qui ont dépensé sans compter, pour d'autres, c'est l'entrée dans la zone euro qui a déstabilisé l'économie du pays. On ne connaît toujours pas bien les tenants et aboutissants de cette opération vérité. Une procédure judiciaire est d'ailleurs en cours contre Andréa Georgiou, un statisticien grec, procédure dont seul le **Wall Street Journal** s'est fait l'écho. En 2011, il y avait eu **quelques articles intéressants** sur ce début de procédure.

Quoi qu'il en soit, ces nouveaux chiffres obligent les agences de notation à revoir la note qu'elles attribuent à la Grèce. De A, la note de la Grèce dégringole de mois en mois, ce qui veut dire que le risque que la Grèce ne rembourse pas sa dette, lui, grandit. Certains acteurs sur les marchés financiers se mettent à paniquer, d'autres en profitent pour parier financièrement sur la faillite de la Grèce via des produits financiers complexes (et depuis interdits par l'UE) : les CDS à nu. Les détenteurs de titres de dette, eux, cherchent à les revendre. Les prix de ces bons s'effondrent, montrant le peu de confiance qu'inspire la Grèce. Bien sûr, quand elle vient demander de l'argent sur les marchés financiers pour boucler son budget, comme elle le faisait sans problème auparavant, plus personne ne veut lui prêter, sauf à des taux exorbitants (les taux d'intérêt grandissent avec le risque que l'emprunteur ne rembourse pas). Le 23 avril 2010, la Grèce reconnaît qu'elle n'a plus les moyens de subvenir à ses besoins et fait appel à une aide internationale.

3. L'Europe à l'aide : la dette grecque passe du secteur privé au public

En 2010, les banques européennes ne sont pas tout à fait remises de la faillite de Lehman Brothers. Les potentielles pertes que représente le non remboursement par la Grèce d'une partie de sa dette font craindre de nouvelles faillites bancaires dans la zone euro, en Grèce mais aussi en France et en Allemagne. Fin 2009, selon la Banque des règlements internationaux, les banques françaises étaient celles qui détenaient le plus de dette grecque dans leur portefeuille (57 milliards d'euros), devant les banques allemandes (34 milliards d'euros). La crise grecque fait paniquer les marchés financiers qui rechignent aussi à prêter à l'Espagne, l'Italie, le Portugal, l'Irlande... les taux d'intérêt auxquels ces pays empruntent bondissent.

Le premier plan d'aide a donc consisté en une chose très simple : faire passer la dette grecque des mains, ou plutôt des tiroirs caisses, du privé à ceux du public. Le FMI et les Etats de la zone euro

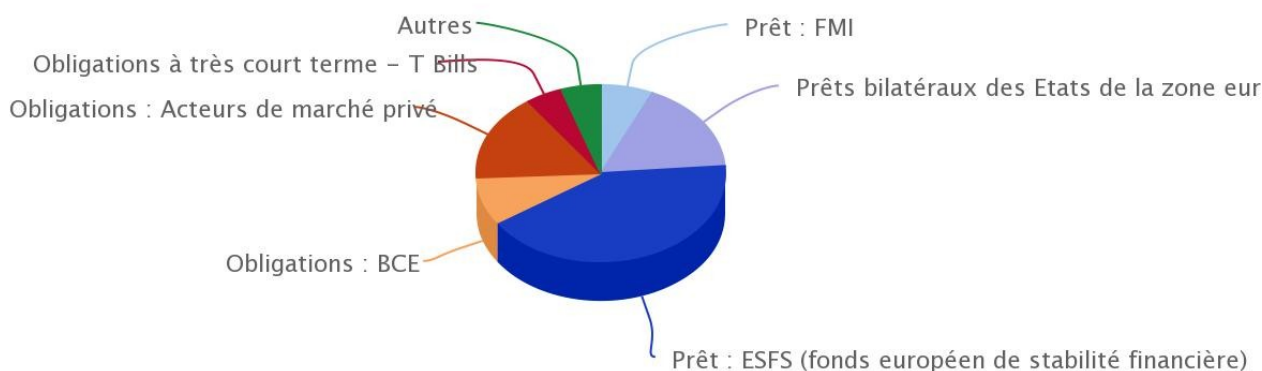
prêtent 110 milliards d'euros à la Grèce et la BCE se met à racheter des titres de dette grecque pour éviter que leur prix ne s'effondre. Ce premier plan prévoyait que la Grèce reviendrait se financer sur les marchés au premier trimestre 2012. Mais dès 2011, tout le monde voit que c'est impossible, et qu'il faut de nouveau prêter à la Grèce.

Le deuxième plan d'aide est scellé le 27 octobre 2011. Il prévoit une nouvelle aide de 130 milliards d'euros, une annulation de 107 milliards d'euros de ce que doit la Grèce aux créanciers privés (banques, fonds, etc.), et une recapitalisation des banques grecques, c'est à dire un don en capital.

En deux plans d'aide, la dette grecque a donc changé de structure. Elle était constituée à 80% par des bons du trésor échangeables sur les marchés financiers. Aujourd'hui, ils représentent 29% de la dette (soit 91.6 milliards d'euros, dont 27 milliards détenus par la BCE) ; le reste (221,05 milliards d'euros) est constitué de prêts. Par cette transformation, ce sont des entités publiques (FMI, BCE, FESF, États de la zone euro) qui ont remplacé les investisseurs privés, puisqu'ils détiennent maintenant 75% de la dette grecque, contre 0 avant la première crise. Ainsi, la dette grecque a été collectivisée, et le marché des obligations souveraines grecques « exfiltrés » des marchés financiers classiques. Aujourd'hui c'est un marché à part, où seuls s'aventurent les fonds qui sont prêts à prendre beaucoup de risque en échange d'une forte rémunération. Voilà pourquoi, un potentiel défaut de la dette grecque n'a pas provoqué de panique sur les marchés financiers. En revanche c'est devenu le problème commun des citoyens-contribuables de la zone euro. Au total, **la dette de la Grèce s'élève à 312.65 milliards d'euros.**

Qui détient la dette grecque ?

Total de la dette : 312, 65 Milliards d'euros



image/svg+xmlHighchart:

4. A qui la Grèce doit-elle de l'argent ?

Côté privé, il reste 49.7 milliards d'obligations grecques en circulation. Elles sont détenues par les investisseurs qui ont gardé leurs vieilles obligations après la restructuration de 2012, et des fonds

financiers adeptes du risque (les hedge funds).

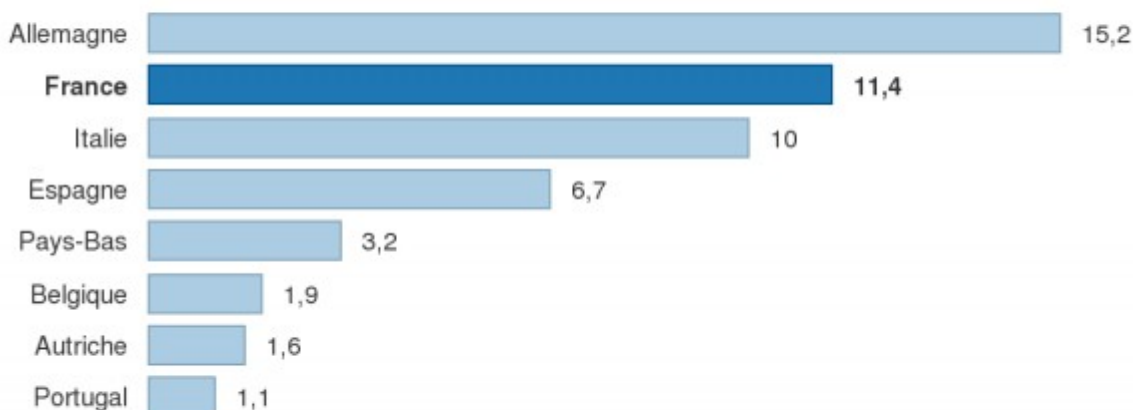
Mi privé-mi public. Pour ses besoins de trésorerie, la Grèce fait appel aux marchés financiers en leur vendant ce qu'on appelle des T-Bills : des titres de dette, à très court terme (pas plus de 6 mois). Seules les banques grecques lui achètent ces titres, or elles le font justement grâce aux liquidités que leur octroi la BCE dans le cadre du programme ELA (Emergency Liquidity Assistance). D'où l'importance cruciale de ce programme pour la Grèce à la fin juin et le **pouvoir colossal de la BCE** dans les semaines qui ont précédé l'accord du 13 juillet.

Côté public, le FMI a prêté 17,543 milliards de DTS (Droit de Tirage spéciaux), le panier de monnaie avec lequel il travaille. Au taux de change de la fin juin, cela représentait 21.25 milliards d'euros. La BCE détenait 27 milliards d'euros d'obligations grecques à la fin juin, mais la Grèce doit lui en rembourser plus de 7 milliards cet été. Les Etats de la zone euro ont prêté le reste : 183,8 milliards (soit 60% du total), mais par deux canaux différents :

- **Le premier canal est le prêt bilatéral simple.** Avec 11,4 milliards d'euros, la France est le deuxième prêteur après l'Allemagne, selon les derniers chiffres de la Commission Européenne.

Prêts bilatéraux à la Grèce: principaux pays (en milliards d'euros)

La France a versé 11,4 milliards d'euros de prêt à la Grèce.



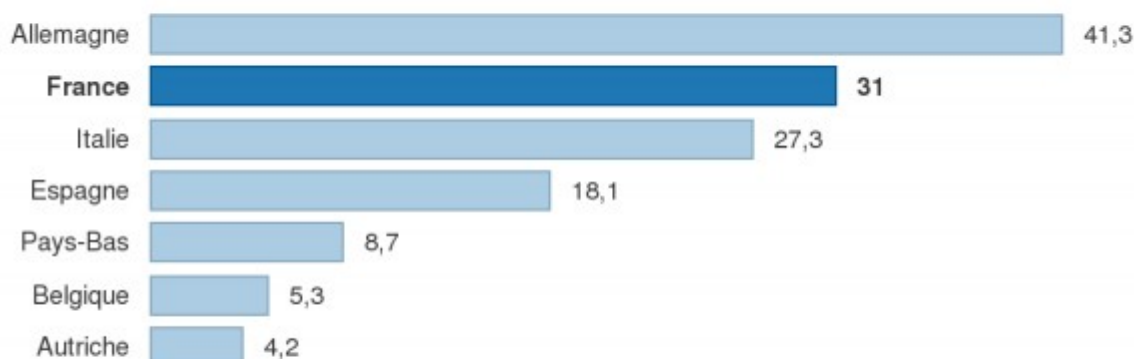
Source: Commission européenne

Prêts bilatéraux à la Grèce: principaux pays concernés ©

- **le second canal de prêt est un fonds spécialement créé pour l'occasion, le Fonds européen de stabilité financière (FESF).** Aujourd'hui, ce fonds - qui a aussi prêté à l'Irlande et au Portugal - détient 130.9 milliards d'euros de dette grecque. Au sein du FESF, chaque pays de la zone euro participe à hauteur de son poids économique.

Exposition à la Grèce via le Fonds Européen de Solidarité Financière (en milliards d'euros)

La France est exposé à hauteur de 31 milliards d'euros via les prêts apportés par le FESF à la Grèce.



Source: Natixis

FESF: principaux pays exposés via le Fonds européen de solidarité financière © RADIO FRANCE

Quand le prêteur emprunte. Mais pour prêter cet argent, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) a lui-même dû emprunter. La France n'a donc pas vraiment prêté à la Grèce 31 milliards d'euros via ce fonds, mais elle a garanti cette somme sur les 130.9 milliards empruntés par le Fonds européen de stabilité. Si la Grèce ne remboursait pas cet argent, la France devrait le faire à sa place. Mais il n'y a pas encore urgence de ce côté-là. La Grèce ne commence à rembourser son emprunt au FESF qu'à partir de 2023.

Au total, si on ajoute le prêt bilatéral et la garantie pour le fonds européen de stabilité, on peut considérer que la France s'est engagée à hauteur de 42 milliards d'euros envers la Grèce. Un engagement qui court jusqu'en 2045.

5. Qui va payer si la Grèce ne peut pas payer sa dette ?

Impossible de savoir exactement car cette question fera sans doute l'objet d'une nouvelle négociation. Au niveau des principes, on peut dire que quand un pays fait défaut, il fait rarement défaut sur la totalité de sa dette, et continue à en rembourser une partie. Or il y a des créanciers prioritaires. Généralement le FMI est un créancier prioritaire, mais cela pourrait ne pas être le cas cette fois. La BCE se considère également comme un créancier prioritaire - elle l'a montré en 2012, en refusant de se voir appliqué le "hair cut", (abandon de créances) pour les bons du trésor grecs qu'elle détenait. De fait, les Etats de la zone euro risquent, eux, de ne pas être prioritaires. Comme ils ont emprunté l'argent prêté à la Grèce, ou garanti les prêts du FESF, ils auraient à les rembourser à la place de la Grèce.

Si c'est le cas, si une restructuration de la dette grecque est négociée et comporte une annulation d'une partie de la dette (ce que l'Allemagne pour le moment exclut) cela aura des conséquences sur leur budget à partir de 2020, car c'est à ce moment là que la Grèce était censée rembourser le capital

emprunté. Mais d'ici là, il peut se passer beaucoup de choses, et en 2020 il y a toujours la possibilité d'emprunter à nouveau. C'est ce que font quasiment tous les Etats à qui les marchés financiers accordent leur confiance : ils empruntent pour rembourser les précédents emprunts. Cela fonctionne tant que les marchés financiers font confiance en l'Etat en question, mais cela n'est pas éternel comme on le voit avec la Grèce.

6. Pour le moment la Grèce a rapporté de l'argent à ses créanciers publics

Les 226,9 milliards d'euros prêtés par les pays de la zone euro à la Grèce ne l'ont pas été à taux zéro. Initialement, le taux consenti était celui de l'Euribor (un taux d'intérêt moyen européen) + 300 point de base. A cette époque l'Euribor était 1.6%, la Grèce a donc emprunté à 4.6% a calculé la commission pour la vérité sur la dette grecque dans son **analyse de la dette par créanciers**. "*Conséquence de ce choix politique, écrit la commission sur la vérité de la dette grecque, 2.614 milliards d'euros d'intérêts ont été remboursé par la Grèce aux Etats membres en mars 2012*".

Lucratif, voire abusif, si bien que par la suite, ces taux ont été revus à la baisse. La transparence n'est cependant pas de mise. **Seul, le Fonds européen de stabilité financière dit prêter à un taux de 1,5%**, et assure que ce taux ne lui assure pas de revenu, juste de quoi couvrir l'emprunt qu'il fait pour prêter à la Grèce, ainsi que ses frais de fonctionnement.

Concernant les prêts bilatéraux, les taux varient en fonction des pays. Pour la France, Bercy préfère donner un chiffre global. Depuis 2010 les prêts à la Grèce lui ont rapporté 729 millions d'euros, qui sont rentrés comme des recettes dans le budget de l'Etat. Cependant, c'est un chiffre brut, qui ne tient pas compte des intérêts que la France a dû payer pour l'emprunt qu'elle-même a dû faire pour prêter ensuite à la Grèce.

Quant à la BCE, depuis 2010, elle achète des bons du trésor grecs qui rapportent aussi des intérêts. Difficile de savoir combien exactement. De source proche de la BCE, on estime que ces bons du trésor grecs ont rapporté **plus de 2 milliards d'euros par an en intérêt** depuis 2010. Un montant colossal. En 2010, 2011 et 2012, ce sont les banques centrales de la zone euro (Bundesbank, Banque de France etc...) qui ont encaissé cet argent (car la BCE passe par elles pour acheter les bons du trésor grecs, ce sont donc elles qui reçoivent les intérêts liés à ces titres). Pendant trois ans, **la crise grecque a donc été lucrative pour ses créanciers européens**.

Le 27 novembre 2012, l'Eurogroupe a décidé que **ces intérêts seraient reversés à la banque centrale grecque à partir de 2013**. Cette décision faisait partie d'un ensemble plus large de mesures destinées (déjà) à rendre la dette grecque soutenable. 2 milliards 98 millions d'euros ont ainsi été versé à la Grèce pour les intérêts de 2013, dont 450 millions par la France à lire la page 9 du Bleu budgétaire de la mission: **Participation de la France au désendettement de la Grèce**.

En revanche, pour 2014, la Grèce attend toujours que les banques centrales de la zone euro lui reversent les intérêts touchés sur sa dette. D'après le bleu budgétaire français, **1 milliard 981 millions d'euros** doivent être versés à la Grèce au titre des intérêts perçus l'an dernier. Dès son arrivée au pouvoir le gouvernement d'Alexis Tsipras a demandé le déblocage de cette somme, mais les créanciers en ont fait un objet de la négociation. C'est un des multiples exemples d'incompréhension dans l'interprétation des accords passés



ANNETT SEIDLER © FOTOLIA,

Par Marie Viennot, Catherine Petillon et Florent L