



Publié sur *Le Cercle Les Echos* (<http://lecercle.lesechos.fr>)

Les trois leçons du sauvetage grec

Pour bien commencer l'année, il est d'usage de tirer les enseignements de l'ancienne. Dans le contexte de la zone euro, un des faits marquants de 2012 aura indéniablement été la crise grecque et ses conséquences sociales et économiques. Il est important en particulier de tirer les leçons du processus d'échange de la dette grecque car c'est la première fois qu'un pays de la zone euro a fait défaut.

Les processus d'échange de dette sont souvent le résultat de longues et douloureuses négociations entre créditeurs et débiteurs. Lorsqu'il devient évident que le débiteur ne peut plus refinancer sa dette pleinement, il est dans l'intérêt des deux partis de trouver un compromis, c'est-à-dire de se mettre d'accord sur un « haircut », une remise sur le montant de la dette. En effet, un échange de dette ordonné vaut bien mieux qu'un défaut désordonné où le débiteur cesse tout paiement, le créancier tout refinancement et des faillites de banques et d'entreprises s'enchaînent dans un contexte où les marchés des capitaux cessent de fonctionner brutalement.

Dans un article récent, Jeromin Zettelmeyer et ses coauteurs réalisent une « autopsie » détaillée de l'échange de dette grecque de 2012. La Grèce et un comité de douze créditeurs ont réussi à restructurer environ 200 milliards d'euros de bons grecs détenus par des créanciers privés. Par sa taille, c'est probablement la plus grande restructuration de dette souveraine jamais effectuée. Zettelmeyer montre que le « haircut » moyen a été d'environ 55 à 65 %. C'est plus que dans le cas de l'Argentine en 2005. C'est à peu près pareil que pour la Russie en 1997 ou la dette mexicaine en 1989-1990, après le plan Brady. La distribution des pertes a été très inégale, les plus fortes pertes (de l'ordre de 80 %) ayant été réalisées par les détenteurs de bons à court terme, alors que les détenteurs de bons à long terme n'ont pratiquement supporté aucun « haircut ».

Du point de vue de la Grèce, l'allégement de la dette a été considérable, de l'ordre de 45 % du PIB en valeur actualisée, même si l'on inclut les coûts de recapitalisations bancaires générés par la restructuration. Il n'y a pas eu de dysfonctionnement majeur sur les marchés des capitaux ni de phénomène de contagion. Une des clefs de cette réussite a été la large participation des créditeurs (97 %) à l'échange. Lors d'un

échange de dette ou d'une restructuration, il est toujours possible d'avoir des créiteurs qui veulent être des « passagers clandestins », c'est-à-dire qui refusent l'accord passé entre le souverain et les autres créiteurs. Si tous les autres créiteurs jouent le jeu et que la dette du pays est allégée, cela implique que le pays a une capacité de repaiement plus forte et que la valeur de la dette d'un créiteur qui aurait refusé la restructuration augmente. Il est bien sûr capital d'avoir des mécanismes qui empêchent les « passagers clandestins » (souvent des « hedge funds ») de remporter le pactole. Dans le cas de la Grèce, une participation large des créiteurs a pu être atteinte en rendant les nouveaux bons émis seniors - prioritaires - par rapport aux anciens bons. Ainsi, il devenait plus risqué de garder les anciens bons, émis sous droit grec.

Les leçons à tirer pour la zone euro sont multiples. La plus importante est qu'il est possible de faire un défaut ordonné à l'intérieur de la zone euro sans causer de dysfonctionnements massifs. La deuxième est qu'émettre des bons sous droit local est une arme qui peut faciliter les restructurations de dette en diminuant le pouvoir de négociation de « passagers clandestins » potentiels. La troisième est qu'il est préférable d'agir vite lorsque l'insolvabilité d'un pays est reconnue. Entre mai 2010 et début 2012, les créanciers privés ont été remplacés par des créanciers publics (en particulier BCE), si bien que ce sont environ 40 milliards d'euros de dette qui auraient pu être inclus dans l'échange qui ne l'ont pas été. Cela réduit bien sûr les chances que la Grèce redevienne vraiment solvable.

Hélène Rey

URL source: <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/politique-eco-conjoncture/monnaies-et-taux/221162601/trois-lecons-sauvetage-grec>