

#tour d'ivoire

Paul De Grauwe Professeur à la London School of Economics

Admettre la réalité pour résoudre le problème grec

La restructuration de la dette est au centre de la crise grecque. Depuis le début de cette crise, la dette souveraine grecque a été soumise à plusieurs efforts de restructuration.

Tout d'abord, il y eut une restructuration explicite en 2012 obligeant les détenteurs privés de la dette à accepter des décotes profondes. Cette restructuration explicite eut pour effet de réduire la dette souveraine grecque d'environ 30 % du PIB.

Deuxièmement, il y a eu une série de restructurations implicites impliquant à la fois un allongement des maturités et un abaissement de la charge d'intérêt sur la dette grecque. À la suite de ces restructurations implicites, la maturité moyenne de la dette souveraine grecque est maintenant d'environ seize ans, ce qui est considérablement plus long que les échéances des obligations d'Etat des autres pays de la zone euro. Ces restructurations implicites ont également réduit la charge d'intérêt sur la dette grecque. La charge d'intérêt effectif du gouvernement grec a été estimée par Bruegel à 2,6 % du PIB. Ceci est nettement inférieur à la charge d'intérêt des pays tels que la Belgique, l'Irlande, l'Italie, l'Espagne et le Portugal.

À la suite de ces restructurations implicites, le fardeau de la dette qui atteint officiellement 180 % du PIB en 2015, est considérablement surestimé. Diverses estimations suggèrent que le fardeau réel de la dette du gouvernement grec est de moins de la moitié de la charge de la dette officielle de 180 %.

De ce qui précède, il résulte que le fardeau de la dette réelle du gouvernement grec est inférieur à la charge de la dette non seulement des autres pays de la périphérie de la zone euro, mais aussi des pays comme la Belgique et la France. Cela conduit à la conclusion que la dette du gouvernement grec est probablement soutenable à condition que la Grèce puisse commencer à croître. Autrement dit, à condition que la Grèce puisse se développer économiquement, son gouvernement est solvable.

Quelle est l'implication de cette

constatation surprenante ? La première est que les créanciers doivent cesser d'imposer des programmes d'austérité qui supposent que la dette est toujours de 180 % du PIB. Puisque le fardeau de

la dette est beaucoup plus faible que ces 180 %, les mesures d'austérité peuvent être considérablement allégées. Cela permettra la croissance économique en Grèce de redémarrer.

Une deuxième implication a à voir avec la Banque centrale européenne. La BCE suit le principe qui stipule que la banque centrale peut prêter de l'argent uniquement aux institutions qui sont solvables mais illiquides. Cela veut dire quelle ne peut prêter de l'argent qu'à des institutions qui seront capables de rembourser leur dette à terme (c'est la condition de solvabilité), mais qui temporairement ne disposent pas de liquidités pour le faire. La BCE suppose que le gouvernement grec, avec une dette de 180 %, n'est pas solvable. Dès lors elle n'est pas disposée à acheter des obligations d'Etat grecques. Par contre, la BCE est prête à acheter des obligations des gouvernements des autres pays de la zone euro. Cette attitude de la BCE à l'égard de la dette grecque est erronée et fondée sur une erreur de diagnostic du problème.

La dette du gouvernement grec est probablement soutenable à condition que la Grèce puisse commencer à croître

Il y a donc une solution relativement simple au problème grec. Cette solution suppose que les créanciers admettent la réalité. Ils doivent reconnaître ouvertement que leurs créances sur le gouvernement grec ont une valeur inférieure à leur valeur nominale. Ils doivent faire comprendre à leurs populations respectives que les pertes ont été subies dans le passé. Notre Premier ministre devrait annoncer aux contribuables belges que la dette grecque que la Belgique détient ne vaut plus 7 milliards d'euros comme il l'annonçait il y a quelques jours, mais nettement moins. Admettre la réalité doit être le premier pas pour résoudre le problème de la dette grecque. ■