

Décisions exceptionnelles, solutions discutables

Par Richard Werly, Bruxelles du TEMPS de Genève

Cinq questions clés pour bien comprendre le nouveau plan de sauvetage de la Grèce

La zone euro espère, avec ce dispositif, enfin surmonter la crise de la dette souveraine grecque et éviter une contagion aux autres pays les plus vulnérables. Un objectif atteignable seulement si la confiance des marchés financiers revient.

- Qui va payer pour «alléger» le fardeau de la dette grecque? 2
- Ce nouveau sauvetage de la Grèce va-t-il permettre d'éviter un «défaut de paiement»? 2
- Les autres pays placés sous perfusion financière de l'UE (Portugal, Irlande) bénéficieront-ils de ces largesses? 2
- L'intervention massive du «Fonds de secours européen» au secours de la Grèce marque-t-elle un tournant? 3
- Peut-on faire confiance à la zone euro pour parler maintenant d'une seule voix? ... 3
- La Grèce est-elle tirée d'affaire avec cette nouvelle rallonge financière?

Rien n'est moins sûr. Les dirigeants de la zone euro ont beau tous avoir répété jeudi soir que «la Grèce paiera ses dettes» et évité d'utiliser le fameux mot «défaut» qui fait tant peur aux marchés financiers, la situation demeure critique. Un premier communiqué de l'agence Fitch, ce jeudi, confirme déjà le risque de défaut «sélectif» lorsque le plan entrera en vigueur. D'où l'insistance du président de la Banque centrale européenne (BCE) Jean-Claude Trichet sur la mise en œuvre «rapide et vaste» du plan de privatisations, supposé rapporter entre 28 et 50 milliards d'euros. Athènes doit faire rentrer d'urgence de l'argent dans ses caisses vides.

Les garanties accordées hier par les dix-sept pays dotés de la monnaie unique sont en fait doubles: d'un côté, la zone euro a promis, avec l'aide du Fonds monétaire international, de continuer à soutenir financièrement la Grèce par de nouveaux emprunts européens et par un allègement du «fardeau de sa dette». Les taux d'intérêts sur les prêts en cours seront abaissés à environ 3,5%, et leur durée passera, pour une bonne part, de 15 à 30 ans. De l'autre, les chefs d'Etat ou de gouvernement ont juré que l'effort demandé aux créanciers privés dans le cas grec resterait «exceptionnel» et que la solvabilité des autres pays vulnérables assistés par l'UE (Portugal, Irlande) demeurerait entière. Lisbonne, comme Dublin, bénéficieront toutefois eux aussi de taux plus bas et d'une prorogation de la durée de leurs emprunts.

Côté grec, la combinaison des différents moyens mis en œuvre ([voir ci-dessous](#)) permet d'atteindre le chiffre de 109 milliards d'euros qui vient se rajouter aux 110 milliards de prêts bilatéraux consentis en mai 2010 par les Vingt-Sept, sur lesquels 45 restent à déboursier. S'y ajouteront le produit des privatisations (28 milliards selon des estimations basses) et l'allègement de la dette obtenue grâce à la participation du secteur privé. Au total, mais le diable se niche bien sûr dans les détails, la Grèce dispose donc d'une «ligne de crédit» garantie de 219 milliards d'euros pour faire face à ses engagements jusqu'à fin 2014, sachant qu'elle doit aujourd'hui à ses créanciers 350 milliards d'euros, soit 160% de son PIB. Le calcul est simple: le pays croule toujours sous une montagne de dettes. La garantie de nouveau apportée hier par la zone euro pourrait donc conduire

à terme celle-ci à prendre en charge, purement et simplement, une partie de la dette hellénique. Le fardeau pèse toujours de tout son poids.

• **Qui va payer pour «alléger» le fardeau de la dette grecque?**

C'était la question politique la plus sensible, qui donnait lieu depuis des mois à un bras de fer entre la Banque centrale européenne (BCE) et l'Allemagne au sujet de la participation des créanciers privés, exigée par Berlin. Résultat: un schéma «à la carte» fort compliqué a été approuvé.

Les créanciers privés de la Grèce (banques, assurances, fonds de placement) – dont plusieurs représentants ont été associés aux discussions – pourront revendre leurs titres grecs... à la Grèce, qui obtiendra pour cela un financement du Fonds de secours européen (l'EFSF), avant que celui-ci ne soit autorisé à acheter de la dette souveraine sur le marché secondaire (dans les prochains mois). Cette revente entraînera une décote, puisque les titres grecs ont perdu une bonne partie de leur valeur. C'est le premier sacrifice. On estime que le volume des titres revendus pourrait atteindre 20 milliards d'euros.

La seconde possibilité, pour les créanciers privés, sera d'accepter une prorogation de leurs titres grecs, autrement dit d'en différer le remboursement, de sept ans en moyenne. Troisième concession de taille enfin: les créanciers désireux de participer au sauvetage de la Grèce (l'objectif étant de permettre à celle-ci de tenir ses engagements à terme) abaisseront à 4,5% les taux d'intérêts de leurs emprunts en cours sur la Grèce. Au total, ces efforts sont estimés à 37 milliards d'euros et il permettront à Athènes de réduire son endettement d'environ 12 points de PIB. En échange, les créanciers privés se verront accorder par les pays de la zone euro, pour leurs emprunts en cours et leurs futurs prêts aux pays vulnérables, un «surcroît de garantie». Résumé: leur portefeuille de dette souveraine sur la Grèce sera déprécié, mais l'ensemble sera consolidé.

La zone euro, de son côté, va remettre au pot, essentiellement en accordant de nouvelles garanties à l'EFSF afin qu'il lève des capitaux et achète de la dette grecque. Point important: les futurs prêts accordés à la Grèce seront assortis d'un taux d'intérêt minimal situé entre 3,5 et 4%, ce qui représenterait un «cadeau» de 30 milliards d'euros sur dix ans.

• **Ce nouveau sauvetage de la Grèce va-t-il permettre d'éviter un «défaut de paiement»?**

• **Les autres pays placés sous perfusion financière de l'UE (Portugal, Irlande) bénéficieront-ils de ces largesses?**

Les marchés financiers, et surtout les agences de notation, décideront ces jours-ci si la Grèce est, ou non, en cessation de paiement partielle, ne serait-ce que pendant les quelques jours durant lesquels les créanciers privés vont devoir choisir ou non de s'engager dans le dispositif européen. Tous les dirigeants de la zone euro ont en tout cas évité hier le mot «défaut». Le président de la BCE, qui redoute une telle interprétation et l'effet de contagion qu'un «défaut» pourrait entraîner, a affirmé, lui aussi, que la «Grèce paiera», tout en reconnaissant que les marchés auront le dernier mot. Idem pour la patronne du FMI Christine Lagarde.

L'argument de la zone euro est que sa garantie remplace, pour l'heure, celle de l'Etat grec. La signature d'Athènes, pour faire simple, est maintenant remplacée par celle de Bruxelles. Problème: les créanciers privés de la Grèce vont bel et bien devoir consentir une perte. Leur contrat de départ va être renégocié. Il y a donc bel et bien une forme de «défaut...»

C'est là qu'intervient le second argument affirmé avec force à l'issue du sommet: pas question, juré craché, de procéder à un sauvetage similaire pour tout autre pays doté de la monnaie unique. Le

«deal» proposé aux créanciers privés consiste donc à isoler le cas grec et à leur promettre qu'ils n'auront pas, en revanche, à assumer de futures pertes sur la dette portugaise, irlandaise, voire italienne ou espagnole si la situation se dégrade encore. L'expression «circonstances exceptionnelles» a été martelée tour à tour par Nicolas Sarkozy, Angela Merkel, Jean-Claude Trichet et tous leurs homologues. C'est la théorie de la digue infranchissable. Problème là encore: que faire si la tempête de la dette souveraine déclenche un «tsunami»? A la question d'un journaliste, Christine Lagarde s'est contentée de répondre jeudi soir: «Vous êtes toujours aussi pessimiste...»

• **L'intervention massive du «Fonds de secours européen» au secours de la Grèce marque-t-elle un tournant?**

Oui, y compris dans les termes employés. Désormais, l'expression «Fonds monétaire européen» est couramment utilisée par les dirigeants de la zone euro. Il s'agit par conséquent bien d'un tournant qui coïncide avec l'engagement des Dix-Sept à prendre, d'ici l'automne, des mesures pour doper leur gouvernance économique et accroître la convergence. Rappelons que l'actuel Fonds de secours européen, pour l'heure doté d'une capacité d'emprunt de 440 milliards d'euros, sera remplacé à partir de 2013 par un mécanisme permanent de stabilité autorisé à lever, avec la garantie des pays membres de l'eurozone, jusqu'à 500 milliards.

Le fait de parler d'un Fonds monétaire européen signifie que les contraintes d'activation seront réduites au minimum, et qu'en particulier les pays membres sont prêts à lui concéder dans le futur une marge de manœuvre sans obtenir nécessairement l'aval des parlements nationaux. Mais attention, nous n'en sommes pas là: pour l'heure, l'Allemagne a maintenu le verrou de l'unanimité avant tout déblocage de fonds. A noter aussi que les emprunts effectués pour financer la dette souveraine d'un pays membre avec la garantie des dix-sept autres ressemblent à s'y méprendre à des «euro-obligations», soit à une mutualisation partielle de la dette des pays pourvus de la monnaie unique. La spécificité du dispositif, qui le rend acceptable pour l'Allemagne, est que ces emprunts de l'EFSF sont pour l'heure plafonnés (à 440 milliards d'euros) et qu'ils n'ont qu'un seul objectif: accorder une ligne de crédit temporaire aux pays vulnérables «dans des circonstances exceptionnelles». L'émission d'obligations garanties par la zone euro reste par conséquent limitée. «Il s'agit d'une mission particulière. Nous ne sommes pas encore face à des euros-obligations telles qu'évoquées par certains économistes», a corrigé Christine Lagarde jeudi soir.

Le second virage, en lien avec la création de facto de ces «euro-obligations» est celui de la gouvernance. Paris et Berlin feront des propositions dès la fin de l'été. L'adoption du paquet de directives communautaires destinées à rendre plus stricte la surveillance des dérapages budgétaires des pays membres devrait aussi intervenir rapidement. Quelle sera la mesure phare? Assistera-t-on, d'ici octobre, à la création d'un «Ministère des finances de la zone euro» comme le préconise le patron de la BCE Jean-Claude Trichet? Ce dernier, qui sera remplacé fin octobre par l'Italien Mario Draghi, a en tout cas joué un rôle crucial dans les négociations. Il ferait un très bon premier titulaire du poste de «grand argentier européen».

• **Peut-on faire confiance à la zone euro pour parler maintenant d'une seule voix?**

C'est peu probable. Le compromis forgé en vingt-quatre heures d'après négociations à Berlin, puis Bruxelles, n'est pas encore gravé dans le marbre. L'Allemagne d'Angela Merkel reste très réticente devant tout ce qui pourrait ressembler à une «Union de transfert» qui verrait les pays solvables (capables d'emprunter avec la meilleure note AAA) prendre en charge les dettes des pays les plus vulnérables, voire défaillants, sans cesse dégradés par les agences de notation. L'on peut par conséquent s'attendre à de nouvelles déclarations intempestives de la chancelière, ne serait-ce que

pour obliger ses partenaires à mettre en œuvre les réformes qui s'imposent, telle l'adoption d'un frein à l'endettement comme a promis de le faire la France.

Il faut aussi garder en tête la complexité de la machine communautaire. Les pays de la zone euro doivent, pour ce qui concerne les futures mesures législatives destinées à accroître la gouvernance économique, composer avec les pays qui ne sont pas dotés de la monnaie unique. S'y ajoutent les négociations avec le Parlement européen, dont l'accord est indispensable. Lequel, pour l'heure, exige avant de voter définitivement les nouvelles directives sur la surveillance budgétaire des Etats-membres, l'instauration de sanctions automatiques à titre préventif en cas de dérapage.

Les vraies nouveautés, en revanche, sont de trois ordres: l'idée d'un Fonds Monétaire européen, bien plus flexible et moins tributaire des Etats, est actée. Le recours à une forme d'euro-obligations pour mutualiser une partie de la dette souveraine afin de ramener la confiance des investisseurs internationaux l'est aussi et des propositions plus complètes de la Commission européenne sont attendues à l'automne. La nécessité de doter l'Eurogroupe d'une structure politique permanente est enfin acceptée. La pression des marchés financiers a fait son œuvre. Les pays de la zone euro ne peuvent plus ignorer la réalité: leur crédibilité dépend plus que jamais du redressement urgent, en commun, de leurs finances publiques et d'un retour, le plus généralisé possible, de la croissance.