

## **Leçons grecques**

Pierre-Cyrille Hautcoeur

Ecole des hautes études en sciences sociales

Ecole d'économie de Paris

La restructuration de la dette grecque peut rassurer quant à la capacité des politiques de trouver une solution satisfaisante à des problèmes complexes. Pourtant, ne pouvait on mieux faire ? Face au surendettement, qu'il concerne un particulier, une entreprise ou un Etat, la première difficulté consiste à évaluer la solvabilité du débiteur. L'exercice, toujours difficile, est compliqué dans le cas d'un Etat par l'impact macroéconomique de ses difficultés financières. Si les difficultés d'une entreprise – sauf exceptionnellement importante – n'ont guère d'effet sur l'activité économique, celles de l'Etat grec – pourtant petit – ont affecté l'ensemble de l'économie grecque et même, par contagion psychologique, toute la zone euro, rendant effectivement la situation pire – aujourd'hui bien pire – qu'elle n'était au départ. Cet effet est inévitable, mais doit être pris en compte dans la recherche d'une solution.

Contrairement à ce qu'une vulgate fétichiste proclame, l'insolvabilité d'un Etat (et d'ailleurs d'une entreprise) ne s'évalue pas à l'aune d'un chiffre. La Grande-Bretagne a connu en 1815 un endettement supérieur à 250% de son PIB et l'a remboursé rubis sur l'ongle en monnaie stable, malgré des recettes budgétaires inférieures (en pourcentage du revenu national) à celles des Etats modernes. Plus que le degré d'endettement comptent la stabilité politique, la fiabilité du système fiscal, la volonté des élites de résoudre le problème (elles acceptèrent alors en Angleterre la mise en place d'un impôt sur le revenu, une véritable révolution). La composition de la dette importe aussi, tant une dette à long terme (la dette anglaise d'alors était

essentiellement perpétuelle) évite aux gouvernants la hantise du renouvellement de la dette flottante qui les met à la merci des coups de blues des marchés. Enfin, la population des détenteurs de la dette compte, car seuls les détenteurs nationaux peuvent influencer la recherche d'une solution à travers le système politique au lieu de sortir par le marché (le *voice* par rapport à l'*exit*, selon la terminologie d'Albert Hirschman).

Quand l'insolvabilité est présumée, la crise de liquidité ne saurait tarder, car chaque créancier tente, légitimement, de quitter le navire avant l'alerte. C'est pour éviter la crise désordonnée qui s'ensuit que la loi incite fortement dans la plupart des pays les dirigeants des entreprises à entamer les procédures de restructuration avant la cessation de paiement. C'est pour protéger tant les créanciers que les salariés et les actifs spécifiques de l'entreprise (son « goodwill ») que l'on tente d'éviter la liquidation via une restructuration. Et pour encourager l'esprit d'entreprise, on doit tolérer parfois que les entrepreneurs les moins scrupuleux organisent sciemment les difficultés d'une entreprise pour s'en débarrasser après en avoir prélevé les meilleurs actifs et alourdi le passif. Peut-être vaudrait-il la peine de chercher qui a agi de même avec la Grèce.

Surtout, la crise de liquidité dans le cas d'un Etat met en danger les banques si elles détiennent beaucoup de dette publique, et donc le système de paiement. Du fait de l'interdépendance des banques européennes et de leur fortes immobilisations en dette grecque, la Banque centrale européenne a dû inonder de liquidités à bas prix le système bancaire européen. Aucune inflation n'en est résulté jusqu'à présent, et les profits des banques ont été ainsi soutenus, de sorte qu'elles peuvent désormais supporter la restructuration grecque sans risque... ce qui a permis de mener celle-ci à bien.

Nombre d'observateurs avertis annonçaient depuis longtemps qu'une restructuration de la dette grecque avec abandon d'une partie des créances privées était nécessaire. Ils avaient raison,

mais cet abandon ne pouvait pas avoir lieu d'emblée sauf risquer le blocage du système bancaire; sauf aussi à réduire le coût politique, économique et social de cette restructuration pour la Grèce, ce qui aurait constitué, du point de vue des créanciers, une incitation à l'imiter, ou pour elle à recommencer. La dureté du traitement infligé à la Grèce se comprend du point de vue de ce risque moral. Mais elle néglige le fait que plus que ce risque, il conviendrait de réduire le risque de cynisme de la part des intermédiaires financiers, qui pensaient à tort que les autres pays d'Europe paieraient, et négligeaient ainsi leur obligation de placement pertinent de l'argent de leur clientèle. Elle néglige de traiter le « goodwill » d'un pays avec le même souci de lui permettre de rebondir que pour une entreprise privée. Elle néglige surtout de considérer que la condition du rebond pour un pays n'est pas tant la baisse des prix qu'un environnement porteur, ce que l'enracinement de la crise européenne refuse définitivement à la Grèce. Espérons que sur ces points, la Grèce soit porteuse de leçons.