

## *Le problème de la dette (grecque)*

# Un concept articulant résolution du problème de la dette et investissement

Gabriel Colletis  
Jean-Philippe Robé  
Robert Salais

**Athènes**

2 Juin 2015

## Plan

- Quelques remarques introductives
- La perspective de la proposition
- Les contraintes
- Les principes essentiels de la proposition
- Un exemple (simplifié)
- La finalité de la proposition

2

## Quelques remarques introductives 1/3

- Les deux problèmes liés de la Grèce
  - Une base productive peu consistante
    - La production est nettement inférieure à la consommation ( $P < C$ )
    - Les importations sont nettement plus fortes que les exportations ( $M > X$ )
  - Une extrême dépendance aux financements externes
- La dette n'est pas la **cause** des problèmes de la Grèce : elle est le **résultat**, une expression active de ces problèmes

3

## Quelques remarques introductives 2/3

- **La résolution du problème de la dette ne peut être trouvée par une approche centralement financière**
  - **Parce que la dette est principalement un problème de nature économique**
- Le principal défi de la Grèce
  - mettre en œuvre un modèle de développement de ses activités productives sans plus attendre
    - ce qui est impossible sans une solution viable au problème du fardeau de la dette

4

## Quelques remarques introductives 3/3

- Le concept que nous proposons n'exclue
  - ni un questionnement sur la légitimité de la dette
  - ni un accord sur le remboursement par l'Allemagne de sa dette de guerre envers la Grèce

5

## La perspective de la proposition

6

## La perspective

- La but de cette présentation est d'expliciter la solution proposée pour restructurer la dette grecque (et au delà, celle d'autres pays)
- **La solution proposée va au-delà d'une simple indexation des remboursements sur le rythme de croissance économique**
- **Le concept que nous proposons fait usage de la dette afin de développer un projet pour industrialiser la Grèce grâce à une augmentation substantielle de ses investissements productifs**
- De nombreux éléments opérationnels devront être travaillés
- Mais avant d'aller en ce sens, nous pensons qu'il est nécessaire de présenter le concept lui-même

7

## Les contraintes

8

## Les Contraintes

- Notre concept prend en considération trois contraintes majeures (de différentes natures)
  - 1: La nécessité d'une solution duplicable (ne fonctionnant pas uniquement pour la Grèce)
  - 2: La nécessité d'ajuster les flux financiers sortants à l'excédent du budget primaire
  - 3: La nécessité de prendre en compte la litanie dominante défavorable à tout accroissement de la dépense publique

9

### Les contraintes:

#### **(1) La nécessité d'une solution allant au-delà du cas de la Grèce**

- Il est nécessaire de disposer d'une solution allant au-delà de la crise grecque:
  - Les créanciers/décideurs clés ont besoin d'un accord sur une méthode qui puisse fonctionner au delà du cas grec
  - D'autres Etats pourraient en effet souhaiter bénéficier de dispositions similaires et il sera difficile de leur refuser quelque chose qui a été accepté pour la Grèce
  - A cet égard, une simple réduction de la dette serait difficile à mettre en œuvre pour tous les débiteurs dans le besoin

10

### Les contraintes:

#### (2) La nécessité d'ajuster les flux financiers sortants au niveau d'excédent du budget primaire

- Les efforts réalisés par la Grèce et le peuple grec sont déjà considérables
- A moyen/long terme, un budget primaire dégagant un excédent ouvre un espace permettant de proposer une solution constructive:
  - Une part de l'excédent peut être employée afin de rembourser une partie de la dette [éventuellement avec un rééchelonnement]
  - Une autre part peut être utilisée pour investir dans les capacités productives grecques **en convertissant une partie de la dette**
- **Les contributions aux Fonds d'investissement (à créer) doivent être adaptées en fonction de l'excédent budgétaire que l'on peut raisonnablement attendre...**

11

### Les contraintes:

#### (3) La litanie selon laquelle il conviendrait de renoncer à toute stimulation de la croissance par une augmentation de la dépense publique

- Le concept que nous proposons est « vendable » dans le sens où aucun financement public supplémentaire ne serait accordé à la Grèce
  - Ce qui peut être présenté de différentes manières:
    - « Une simple restructuration de la dette »
    - « Un investissement dans le futur de la Grèce/de l'Europe »
    - « Un plan pour stimuler l'ensemble de l'économie européenne : pour les pays du Sud à travers des investissements réalisés et pour les pays du Nord via des opportunités d'exportations »
  - Mais toujours sans financement public supplémentaire

12

# Les principes essentiels de la proposition

13

## Les principes essentiels de la proposition

- Le fondement de notre proposition consiste en **une conversion d'une partie de la dette en une forme de capital ("equity") : les certificats d'investissement**
- Les principaux principes de la proposition sont les suivants :
  - A : La création d'une série de Fonds bilatéraux d'investissements
  - B : Un financement utilisant partiellement l'excédent du budget primaire
  - C : Une sortie via la réalisation de ces investissements, les premiers dividendes allant au partenaire étranger du Fonds concerné
- Le principe de base sous-tendant notre proposition en matière d'investissement est de **favoriser la coopération** entre les pays et les peuples **plutôt que la mise en concurrence** de leurs systèmes sociaux

14

### Les principes essentiels :

#### (A) La création d'une série de Fonds bilatéraux d'investissement

- L'instrument utilisé pour la conversion serait un ensemble de Fonds publics bilatéraux, détenus à parts égales par deux institutions publiques : une institution grecque et une institution du pays créateur concerné
  - Dans l'exemple qui implique la France, les institutions concernées pourraient être la Banque Publique d'Investissement (BPI) et son homologue grecque (la Banque de Développement)
- La gouvernance des Fonds devrait préserver la souveraineté de la Grèce tout en accordant une réelle voix au chapitre au pays détenteur de certificats d'investissement
- Bien sûr, différents Fonds pourraient investir conjointement dans un même projet

15

### Les principes essentiels (A) (suite) :

#### La Gouvernance des Fonds

- Les Fonds seraient conseillés par des équipes d'experts choisis par la Grèce et le pays partenaire
- Ces équipes seraient chargées d'analyser et de sélectionner les opportunités d'investissement, et piloter leur mise en œuvre
- **Les critères de base de sélection des investissements seraient**
  - le développement durable de la Grèce
  - la réponse aux besoins de la population
  - la montée en qualification des travailleurs grecs
- **Au final, le Parlement grec aurait le dernier mot dans le choix des critères et des équipes d'experts**
- Les Fonds pourraient investir dans de nouveaux projets conjoints, financer des entreprises existantes ou en création, grecques ou filiales de groupes étrangers en Grèce

16



## Les principes essentiels :

### (B) Le financement

- Le financement serait assuré en utilisant partiellement l'excédent du budget primaire
  - et au fil du temps via une conversion d'une partie du service/du principal de la dette bilatérale en certificats d'investissements dans le capital du Fonds
- Il ne s'agit pas ici d'une annulation économique et juridique de la dette
  - Plutôt que d'être utilisés pour rembourser un créancier, 50% des flux (dans notre exemple) seraient orientés vers le Fonds
  - L'ex-Etat créancier recevrait des certificats d'investissement accordant une priorité au remboursement (plus intérêt) lors de la vente des investissements du Fonds
  - Le reste (s'il existe) pourrait être réparti entre les deux institutions concernées selon une formule à convenir

17

## Les principes essentiels:

### (C) La sortie du dispositif

- Chaque Fonds aurait comme possibilité ou comme objectif la monétisation de ses investissements, une fois ceux-ci réalisés et opérationnels
- La Grèce pourrait décider de maintenir un contrôle national sur les investissements réalisés
- Le même procédé pourrait permettre à la Grèce de garder le contrôle de possibles privatisations
- Les ex-créanciers, maintenant, dans les faits, investisseurs, ne perdraient aucun de leurs droits envers la Grèce
  - Dans un premier temps, ils allégeraient le fardeau de la dette grecque
  - en participant financièrement à la reconstruction économique du pays
  - et récupéreront leurs investissements lors de leur sortie du dispositif

18

## Un exemple (simplifié)

19

## L' exemple de la France

- Si l'on prend l'exemple de la France, qui détient directement ou indirectement environ 40 milliards d'euros de créances sur la Grèce
  - 50% des créances seraient converties pendant une période de (disons) 5 années
- Le Fond franco-grec d'investissement conjoint bénéficierait ainsi de 4 milliards d'euros rendus disponibles chaque année pour des investissements productifs
  - Cette somme pourrait être augmentée par effet de levier
- Bien sûr, le taux de conversion et le montant de la dette résiduelle devraient être en adéquation avec les possibilités liées à l'excédent projeté du budget primaire

20

# La finalité de la proposition

---

21

## Sans investissements productifs, la dette grecque ne sera jamais remboursée

- L'économie grecque est moribonde, elle n'est pas en mesure de générer suffisamment de revenus pour faire face à l'urgence humanitaire, rémunérer les facteurs en activité et rembourser la dette
- Le risque d'une sortie de la Grèce de la zone Euro est un obstacle majeur à toute évolution positive
  - Ce risque rend difficile la réalisation de tout éventuel projet de privatisation
  - Les investisseurs locaux et étrangers n'ont pas confiance
    - Le niveau des investissements étrangers est très bas
    - Les Grecs eux-mêmes n'investissent pas en Grèce
    - Le capital placé à l'étranger ne reviendra pas sans de sérieuses incitations et de solides perspectives

22

## Le projet proposé

- Rendra hautement crédible le maintien de la Grèce dans la zone Euro
  - Restaurera la confiance dans le futur de l'économie grecque
  - Prouvera le plein soutien des membres de la zone Euro pour le maintien de la Grèce dans la zone Euro
  - Facilitera la poursuite éventuelle de certaines privatisations et de leur financement
  - Favorisera l'attraction d'investissements directs étrangers
  - Contribuera à la réduction du montant des intérêts réels dus par la Grèce
  - Facilitera le retour des capitaux placés à l'étranger
- Conduira à une injection directe de milliards d'euros d'investissements dans le secteur productif
- Pourrait éventuellement inclure une amnistie fiscale partielle pour le capital rapatrié

23

## Quel contenu du concept et pour qui ? 1/2

- Pour la Grèce
  - Une part essentielle du produit des efforts/sacrifices demandés aux Grecs demeure en Grèce sous forme d'investissements, ce qui se traduit par :
    - De la croissance et du **développement**
    - Des emplois
    - Un regain de consommation
    - Des revenus fiscaux supplémentaires
  - La charge de la dette est réduite, ce qui implique également une contraction du poids des intérêts de la dette

24

## Quel contenu du concept et pour qui ? 2/2

- Pour les pays (autrefois) créanciers
  - Il n'y a aucun abandon de créance
    - **La dette est réduite mais sans annulation**
    - Le risque sur la valeur des titres (equity) n'est probablement pas supérieure à celui portant sur le restant de la dette
  - les industriels du pays acquièrent des possibilités d'investissement et de débouchés privilégiés en Grèce
- Pour la zone Euro, la BCE, le FMI
  - Une solution viable au problème européen de la dette est mise en œuvre
  - **La coopération et la solidarité économique (plutôt que la compétition et la défense des intérêts nationaux) deviennent des principes de base pour construire une Europe économique et sociale**
  - Par ce moyen, une nouvelle et puissante impulsion est donnée à la construction européenne et à son économie

25

## Les challenges identifiés

- La nécessité d'identifier les investissements productifs en concordance avec le programme de reconstruction du pays
- La nécessité de tenir compte de la structure de la dette telle qu'elle existe et des créanciers privilégiés (FMI, BCE)
- La nécessité d'une adéquation (avec une certaine souplesse) entre,
  - d'une part, le service de la dette restante et les contributions aux Fonds,
  - et, d'autre part, l'excédent du budget primaire attendu
- La nécessité de négocier avec le Fonds européen de stabilité financière et de tenir compte du traitement des garanties selon le régime ESA 95 (European System of Accounts)...

26