

Mitu Gulati (Duke University) : « Le Portugal, l'Espagne et l'Italie devraient restructurer leurs dettes »

Par [Isabelle Couet](#) | 29/05 | 16:15 | mis à jour à 18:58

Interview exclusive de Mitu Gulati, professeur de droit de renommée internationale, qui a été à l'origine de l'effacement de dette de 100 milliards d'euros de la Grèce.

Mitu Gulati poses for a portrait at the Duke Law School on Tuesday, July 8th. - Duke Photography



Professeur de droit de renommée internationale, Mitu Gulati enseigne à Duke University aux Etats-Unis. C'est lui qui, en mai 2010, avec Lee Buchheit, avocat chez Cleary Gottlieb, a posé les bases de l'effacement de dette de 100 milliards d'euros effectué par la Grèce. Avec ses étudiants, il a exploré les pistes possibles pour les autres pays de la zone euro en difficulté. C'est ce travail qu'il est venu présenter la semaine dernière à Paris lors d'une conférence. Mitu Gulati en révèle le contenu aux « Echos ».

Croyez-vous que d'autres pays que la Grèce devraient restructurer leur dette ?

Oui, cela serait bénéfique aux pays du sud de la zone euro, comme le Portugal, l'Espagne ou l'Italie. Le Portugal finira sans doute pas restructurer sa dette, même si le gouvernement y est fermement opposé. Malheureusement, une telle opération ne suffira pas à résoudre les problèmes de fond. L'Italie serait en réalité le meilleur candidat : comme le pays dégage toujours un excédent primaire, un rééchelonnement de sa dette apporterait une vraie bouffée d'oxygène à cette économie, qui peut continuer de fonctionner. Il est toujours préférable de mener une restructuration de dette avant qu'un pays ne sombre dans une situation de grande fragilité. Mais la difficulté à laquelle nous sommes aujourd'hui confrontés est que les dettes de ces Etats sont essentiellement détenues par leurs banques domestiques. Donc, si l'on procède comme pour la Grèce à une réduction de la valeur faciale des titres, cela va pénaliser les investisseurs locaux et encore aggraver la situation économique de ces pays. En outre, en raison des événements en Grèce, les investisseurs étrangers ont délaissé les dettes émises par les pays les plus fragiles de la zone euro libellées en droit national.

Comment est-on sûr que les investisseurs étrangers sont sortis ?

On peut le déduire : depuis le début de la crise, les pays dits « périphériques » ont émis beaucoup de dette libellée en droit national, d'après les chiffres dont on dispose. Or, les investisseurs étrangers n'ont aucun intérêt à acheter ce type de papiers après les pertes qu'ils ont subies sur la Grèce. Ce ne sont donc pas eux qui achètent. Il n'y a que les banques domestiques qui sont peu sensibles à la nature des contrats obligataires utilisés par leur Etat.

Quelle type de restructuration préconisez-vous face à cette situation ?

C'est la question que j'ai posée à mes étudiants de Duke, dans le cadre de mon cours sur les restructurations de dette. Les meilleures propositions partent de l'idée que la seule véritable option -si l'on considère qu'on ne peut pas compter sur les euro-obligations, une inflation élevée et un financement illimité de la part de la Banque centrale européenne (BCE) -consiste à reproduire ce qui a été fait pour l'Uruguay en 2003, c'est-à-dire étendre la maturité de la dette. Cette solution est valable uniquement pour les pays qui dans le passé ont émis de la dette à des taux faibles et qui sont désormais confrontés à des taux de marché élevés. Une situation relativement rare. Si l'on reprend l'exemple de l'Uruguay, on sait que la crise financière n'était pas liée à des problèmes internes mais à une contagion de la crise argentine. L'Italie est assez proche de ce cas de figure : son coût de financement dans les marchés a augmenté notamment en réaction à ce qui se passe dans le reste de la zone euro. Le pays a un problème de financement à cause de ses taux élevés. Mais l'avantage de l'Italie, c'est que son énorme stock de dette a été constitué sur la base de coûts de financement plus modérés, compris entre 1 et 5 %, soit bien en-dessous des taux actuels. Les emprunts d'Etat italiens sont libellés à 94 % en droit italien. Donc si on rallonge la maturité de ces titres, l'Italie n'aurait pas besoin d'emprunter aux taux exigés aujourd'hui par les marchés. Pour l'Espagne et le Portugal, cette stratégie pourrait aussi fonctionner. Mais si l'on se place dans la perspective de résoudre la crise de la zone euro sans nouveaux plans de sauvetage, c'est bien sur l'Italie qu'il faut se concentrer, étant donné son endettement très lourd.

Concrètement, comment procéderait-on à cet allongement de maturité ?

Le mieux serait de procéder en deux étapes . La première, formalisée par Jeromin Zettelmeyer, concerne les investisseurs étrangers qui détiennent encore de la dette en droit local. On leur propose d'échanger volontairement leurs titres contre de nouveaux emprunts libellés en droit étranger, avec une décote de 20 à 30 %. On peut imaginer qu'un certain nombre d'investisseurs y trouveront leur intérêt, surtout au regard de ce qui s'est fait pour la Grèce : les détenteurs de titres en droit grec ont subi une perte réelle de près de 70 %, alors que les investisseurs ayant des obligations en droit étranger sont pour l'instant remboursés à 100 %. Au terme de l'étape 1, les établissements financiers domestiques seront quasiment les seuls à posséder de la dette en droit national. On ne peut pas leur imposer une décote, sous peine de provoquer une crise bancaire. Il vaut donc mieux leur proposer de modifier la maturité des titres qu'ils possèdent pour l'allonger de 3 à 5 ans.

Vous pensez qu'on arriverait à allonger la maturité de toute la dette en droit local ?

Les banques domestiques accepteront sans doute, sous la pression des Etats. Mais pour être certain qu'aucun créancier ne passe entre les mailles du filet, on pourrait utiliser des clauses d'action collectives rétroactives comme dans la restructuration grecque. Cela veut dire que si l'on obtient l'accord d'une majorité (67 %), l'allongement de maturité s'appliquera à tous les titres en droit local. Si on agit assez tôt, cela permettra aux Etats en question de ne plus faire face à des besoins de

financement pendant quelques années. Mes étudiants ont proposé une autre façon de faire, sans passer par les clauses d'action collectives : il s'agit d'exploiter le statut particulier d'une grande partie des obligations émises par les pays du sud de l'Europe, notamment l'Italie. Il existerait certains amendements dans les contrats de dette italienne qui permettraient au gouvernement de décréter une extension de maturité sur les emprunts d'Etat. Cela doit être vérifié.

Vous avez été à l'origine du projet de restructuration de la dette grecque en avril 2010. Quel jugement portez-vous sur sa mise en oeuvre ?

Lee Buccheit et les équipes du cabinet [Cleary Gottlieb et de la banque Lazard](#), qui ont conseillé Athènes sur cette opération, ont fait un travail remarquable. On peut en revanche regretter qu'il ait fallu autant de temps pour prendre conscience de la nécessité de restructurer la dette grecque. Il aurait fallu que le processus soit lancé dès la mi-2010. Je reste persuadé que les marchés auraient pu comprendre qu'une telle opération à ce moment là pouvait éviter une aggravation de la crise dans la zone euro. Surtout, cela aurait épargné des dépenses supplémentaires aux gouvernements de la zone euro et aurait exigé moins d'efforts d'austérité des Grecs. Mais la BCE était totalement opposée à l'idée d'une restructuration, par crainte d'une contagion. Avec le recul, on peut plutôt penser que c'est ce refus d'agir suffisamment tôt qui a été à l'origine de la contagion. Autre facteur aggravant : le gouvernement grec n'a manifestement eu aucun contrôle sur le processus. Or, d'ordinaire, quand un pays traverse une crise aussi grave, il décide d'arrêter de rembourser ses créanciers et ensuite entame une négociation. De cette manière, les créanciers ont intérêt à conclure rapidement un accord, pour pouvoir être payés. Dans le cas de la Grèce, c'est le contraire qui s'est passé. La Grèce négociait, tout en continuant de rembourser les investisseurs, qui avaient donc intérêt à faire traîner les discussions. Pour Athènes, cela a représenté un coût d'environ 60 à 80 milliards d'euros. Le gouvernement aurait pu mieux utiliser cet argent aujourd'hui. Par ailleurs, l'idée selon laquelle il fallait que les investisseurs participent « volontairement » à l'effacement de dette -idée défendue pendant des mois par les dirigeants européens -n'avait pas de sens, car comment être certain qu'une banque qui en acceptait le principe, apporterait réellement ses titres à l'échange, alors qu'elle pouvait aussi bien les vendre avant à un hedge fund ?

Le fait de retarder la restructuration pouvait néanmoins permettre aux banques de se préparer...

Je ne crois pas que l'Europe avait vraiment une stratégie. Dans les années 80, lors des crises en Amérique latine, on a en effet donné du temps aux banques pour réduire leur exposition aux dettes en question. C'était l'idée qui sous-tendait le plan Baker. Mais ce que l'on constate aujourd'hui dans la zone euro, c'est que les banques ne sont pas en bonne santé. Au lieu de se délester de leurs dettes souveraines, elles en ont achetées encore plus au cours des deux dernières années. La situation est donc pire qu'il y a deux ans.

Y-a-t-il des risques de poursuites judiciaires contre la Grèce aujourd'hui ?

Assez peu. Ceux qui ont apporté leurs titres à l'offre d'échange se sont engagés à ne pas poursuivre la Grèce. Et ceux qui ont réussi à échapper à la restructuration sont remboursés à 100 %. Il y aurait un risque si Athènes arrêtait de payer ces derniers. Ces investisseurs pourraient alors se prévaloir du principe d'égalité de traitement, s'ils détiennent des obligations en droit étranger avec des clauses spécifiques. Il faudra aussi surveiller ce qu'il advient des obligations d'entreprises garanties par l'Etat grec. Toutes ces obligations n'ont pas été incluses dans l'opération de restructuration. Athènes doit donc normalement rembourser les investisseurs.

PROPOS RECUEILLIS PAR ISABELLE COUET