

Pourquoi la Grèce n'est pas encore sortie d'affaires

alternatives-economiques.fr/grece-nest-sortie-daffaires/00085193



La Grèce a tranché : le 20 août prochain, elle mettra un terme à huit années d'une assistance financière massive conditionnée par la mise en œuvre de la politique d'austérité la plus draconienne jamais imposée à une nation souveraine. A l'approche de l'expiration du troisième plan de sauvetage mis en place en juillet 2015 dans le cadre du mécanisme européen de stabilité (MES), la Grèce se prépare à voler de ses propres ailes, ce qui signifie faire face à ses besoins de financement par l'emprunt sur les marchés financiers, comme l'ont fait avant elle l'Irlande, le Portugal ainsi que Chypre.

Budget excédentaire

Elle dispose pour cela de plusieurs atouts. Son budget, tout d'abord, qui était déficitaire à hauteur de 15 % du produit intérieur brut (PIB) en 2009, est depuis 2016 légèrement excédentaire. Hors intérêts de la dette, le solde primaire des finances publiques a dégagé un excédent de 4,2 % du PIB en 2017, soit plus du double de l'objectif fixé par le programme d'ajustement du MES. Selon les prévisions de la Commission européenne, il devrait atteindre 3,8 % du PIB en 2018 et 2019.

Le gouvernement va pouvoir constituer une réserve de 24 milliards d'euros qui devrait suffire à couvrir ses besoins de financement en 2018 et 2019

Deuxième atout, l'accès aux marchés est facilité par la décrue des taux d'intérêt. Début 2018, le rendement sur les obligations à dix ans du gouvernement était revenu en dessous de 4 %, le niveau le plus bas depuis 2010 (mais encore bien au-dessus des taux sur les emprunts dus aux institutions européennes qui se situent entre 1 % à 2 %). Deux ans plus tôt, ce taux approchait encore 12 %. Un premier test de retour sur les marchés a été passé avec succès à l'été 2017, suivi d'un second en février dernier, le gouvernement parvenant

à emprunter près de 10 milliards d'euros sous forme d'obligations à cinq et sept ans. Grâce à ces fonds, entre autres, le gouvernement va pouvoir constituer une réserve de 24 milliards d'euros qui devrait suffire à couvrir ses besoins de financement en 2018 et 2019.

FMI contre UE

Le problème est qu'avec une dette publique de 320 milliards d'euros, soit 179 % du PIB, le service de la dette (principal et intérêts) est tellement élevé que même avec un taux d'intérêt de 4 %, la trajectoire de la dette devient vite insoutenable. Selon une définition généralement acceptée, celle-ci est considérée comme soutenable si le ratio de la dette au PIB est décroissant ou stable, et si les besoins de financement du secteur public ne dépassent pas 15 % du PIB.

Sur le même sujet

Ces besoins de financement correspondent à la différence entre le service de la dette et l'excédent primaire des finances publiques. Dans le cas de la Grèce, le profil des échéances de la dette est tel que, dans un scénario favorable, avec une croissance nominale du PIB de 3 % par an et un excédent budgétaire primaire de 3,5 % du PIB jusqu'en 2022 et de 2 % ensuite, les besoins de financement dépasseraient 15 % du PIB à partir de 2027 et 20 % du PIB à partir de 2032.

Pour l'Allemagne et les Pays-Bas, la notion de transfert budgétaire entre Etats de la zone euro demeure taboue

Ce diagnostic d'insoutenabilité de la dette a été mis en avant par le Fonds monétaire international (FMI) dès 2015, ce qui l'avait conduit à l'époque à demander une réduction de la dette grecque. Devant le refus des Européens, le FMI n'avait pas voulu participer au troisième plan de sauvetage, ne pouvant engager l'argent de ses actionnaires sur des prêts dont il est convaincu qu'ils ne pourront être remboursés.

Trois ans plus tard, le problème reste le même : un accès durable de la Grèce aux marchés financiers n'est guère réaliste si ses besoins de financement ne sont pas réduits. Si la Commission européenne reconnaît depuis janvier 2018 le caractère insoutenable de la dette à moyen et long termes, elle n'accepte pas pour autant le principe de sa réduction, principe rejeté catégoriquement par l'Allemagne et les Pays-Bas, pour lesquels la notion de transfert budgétaire entre Etats de la zone euro demeure taboue.

Plutôt que de réduire la valeur de la dette due aux institutions européennes, qui représente les trois quarts de la dette publique grecque, l'Eurogroupe, le Conseil des ministres des Finances de la zone euro, a entériné le 21 juin le principe d'un reprofilage de la dette, autrement dit d'une réduction de son service par un allongement des échéances et le report de dix ans des intérêts et du principal dus.

L'Eurogroupe a également entériné la rétroversion à la Grèce des quelque 4 milliards d'euros d'intérêts perçus par la Banque centrale européenne (BCE) sur les titres de sa dette acquis depuis 2012. En contrepartie, la Grèce a dû s'engager à ne pas remettre en

cause les réformes accomplies et à maintenir un surplus de 2,2 % du PIB de l'excédent primaire de son budget jusqu'en... 2060, le tout dans le cadre d'une surveillance renforcée de la part de la Commission européenne.

Des entreprises et des banques mal en point

Une indépendance toute relative donc, mais qui devrait permettre au gouvernement d'Alexis Tsipras d'exploiter ses nouvelles marges de manœuvre budgétaires en allégeant la pression fiscale et en amorçant la remise à niveau des dépenses sociales, dans les domaines de l'éducation, de la santé et de la pauvreté notamment. Avec un taux de croissance de 1,4 % en 2017, l'économie a un long chemin à parcourir pour effacer la contraction de 26 % du PIB intervenue depuis 2007.

Si la décrue du chômage est bien amorcée (20 % en mars depuis un sommet à 28 % en 2013), la plupart des emplois créés correspondent à des emplois à temps partiel ou à durée déterminée qui ne permettent pas aux anciens chômeurs de sortir de la pauvreté. A 22 %, le taux de pauvreté, qui a doublé en dix ans, est trois fois plus élevé que la moyenne européenne.

Or, si l'équilibre des comptes publics a pu être rétabli, les déséquilibres financiers ont largement été reportés sur le secteur privé et, par ricochet, sur le système bancaire. Au terme de neuf années de récession, de coupes budgétaires drastiques et de relèvement de la pression fiscale, l'investissement n'atteint pas la moitié de son niveau d'avant-crise. Sevrées de débouchés, les entreprises ont accumulé les retards de paiement, quand elles n'ont pas fait faillite. En conséquence, les créances douteuses se sont accumulées aux bilans des banques et représentent près de la moitié de l'encours des prêts bancaires, soit quatre fois plus que l'Italie.

La croissance repose essentiellement sur la demande extérieure et demeure extrêmement vulnérable à un ralentissement de l'activité dans la zone euro

Grâce au soutien de la BCE et aux restrictions apportées aux mouvements de capitaux, les banques ont pu être maintenues à flot jusqu'à présent. Les dépôts bancaires ont bien commencé à refluer, mais ils sont encore inférieurs de 45 % à leur niveau de 2009. Une reprise du crédit, et avec elle de l'investissement, n'est toutefois pas envisageable tant que les bilans bancaires ne sont pas assainis, un processus qui risque de s'étaler sur plusieurs années. En attendant, la croissance repose essentiellement sur la demande extérieure (produits agroalimentaires et tourisme notamment) et demeure extrêmement vulnérable à un ralentissement de l'activité dans la zone euro.

Les banques grecques plombées par les créances douteuses

Créances douteuses dans les bilans des banques au troisième trimestre 2017, en % de l'encours total des crédits et en milliards d'euros

Un risque qui s'ajoute au regain de tension sur les marchés financiers qui a suivi la formation du nouveau gouvernement italien. Depuis un point bas à 3,7 % fin janvier, les taux sur la dette publique grecque à dix ans sont remontés à 4,8 % début juin, avant de revenir à 4,1 % à la fin du mois. Quelle que soit l'évolution du scénario italien, ils risquent

de se tendre à nouveau avec l'arrêt attendu de la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE en décembre. Une perspective qui pourrait inciter le gouvernement grec à avancer les élections de façon à capitaliser politiquement sur l'indépendance financière retrouvée.