

## Flash Economie

22 février 2017 - 245

### Les Européens ne pourraient-ils pas définir une position raisonnable sur la Grèce?

Il faut analyser en Grèce un double problème : celui de la dette publique et des finances publiques ; celui de la spécialisation productive et du potentiel de croissance.

- Il ne sert à rien de prétendre que la Grèce doit passer à une politique budgétaire encore plus restrictive pour réduire son taux d'endettement public : la contraction des dépenses publiques utiles est déjà insupportable ; il ne sert à rien non plus de continuer à prêter à chaque échéance à la Grèce les sommes nécessaires pour qu'elle rembourse ses dettes : ce jeu de Ponzi ne cache pas l'insolvabilité budgétaire de la Grèce. La seule solution raisonnable est que les Européens réduisent fortement la dette publique de la Grèce, acceptent la perte d'intérêts que ceci implique, et permettent ainsi à la Grèce de redresser des dépenses publiques utiles. Il faut accepter l'idée que, dans une situation aussi dégradée, il peut y avoir défaut sur les dettes souveraines de la zone euro.
- Rien ne sera réglé si la Grèce ne retrouve pas un chemin de croissance convenable à moyen terme, ce qui impose une réflexion sur les avantages comparatifs de la Grèce : dans quelles productions est-il légitime que la Grèce se spécialise. Aujourd'hui, le seul secteur qui se développe est le tourisme.

La contribution de l'Europe devrait être d'inciter les entreprises à investir en Grèce (incitations fiscales, subventions). Sortir la Grèce de l'euro ne servirait à rien : la compétitivité-coût de la Grèce est aujourd'hui très bonne.

Si la Grèce ne retrouve pas une trajectoire suffisante de croissance, les finances publiques ne pourront pas être équilibrées, l'émigration se poursuivra ainsi que en conséquence la contraction de la base fiscale et la perte des salariés qualifiés.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

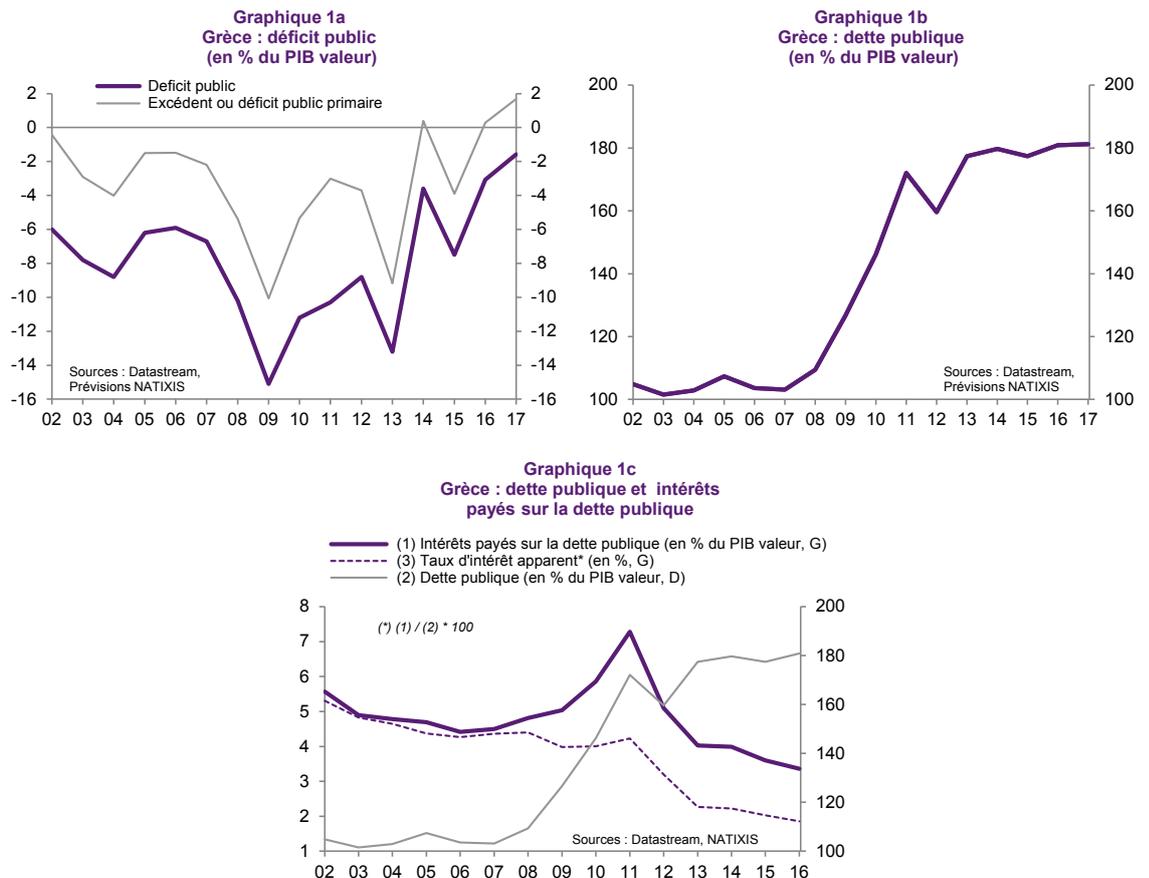
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## La question des finances publiques de la Grèce

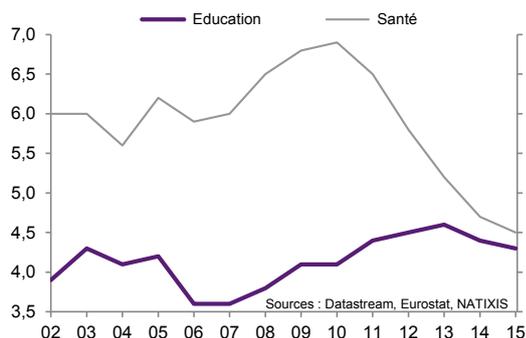
Périodiquement, **dès que la Grèce doit assurer le remboursement d'une partie de sa dette** (7 milliards d'euros viennent à échéance d'ici juillet 2017), **le débat sur la situation grecque réapparaît** : l'Allemagne réclame davantage d'austérité, le FMI demande une réduction de la dette publique de la Grèce, l'Europe la rejette, le gouvernement grec ne veut pas aller plus loin dans la réduction des dépenses publiques...

**La stratégie retenue jusqu'ici ne nous paraît pas raisonnable :**

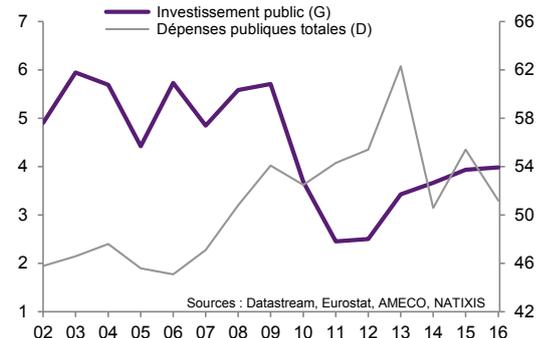
- **demander à la Grèce de passer à une politique budgétaire plus restrictive (graphique 1a) pour réduire son endettement public (graphique 1b) n'a pas de sens** : la Grèce a déjà réduit des dépenses publiques utiles à la croissance (**graphiques 2 a/b**), les réduire davantage diminuerait encore plus la croissance potentielle ;
- **à chaque échéance de dette (tableaux 1 et 2), prêter à la Grèce les sommes nécessaires pour qu'elle rembourse les dettes à échéance est pratiquement équivalent à un défaut** : la seule différence est que les prêteurs continuent à recevoir les intérêts sur la dette (**graphique 1c**), **dont le montant est de plus en plus faible puisque les taux d'intérêt sont continûment réduits** (le taux d'intérêt apparent sur la dette est passé en dessous de 2%, **graphique 1c**). Mais il s'agit pratiquement d'un **jeu de Ponzi** : la nouvelle dette refinance la vieille dette.



**Graphique 2a**  
Grèce : dépenses publiques d'éducation et de santé  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 2b**  
Grèce : investissement public et dépenses publiques totales (en % du PIB valeur)



**Tableau 1 : Echancier de la dette grecque (Mds d'euros)**

Date	Dette	Date	Dette	Date	Dette	Date	Dette
2017	22,91	2027	6,41	2037	9,83	2047	6,91
2018	3,68	2028	6,47	2038	9,70	2048	3,53
2019	11,94	2029	6,44	2039	9,67	2049	6,77
2020	4,19	2030	6,46	2040	7,51	2050	7,28
2021	4,19	2031	6,31	2041	8,45	2051	5,18
2022	5,93	2032	9,11	2042	8,86	2052	1,10
2023	8,12	2033	6,39	2043	11,05	2053	5,27
2024	8,33	2034	9,67	2044	7,20	2054	7,43
2025	6,73	2035	9,72	2045	9,11	2055	1,15
2026	7,38	2036	9,79	2046	5,83	2056	1,17
						2057	1,19
						2058	1,20
						2059	1,23

Source: Greece's Public Debt Management Agency; International Monetary Fund; the Irish Statute Book; European Commission

**Tableau 2 : Structure de la dette de la Grèce (en Milliards d'euros)**

Vis-à-vis de	Montants
EFSF	131,0
ESM	31,7
BCE	18,0
UE (GLF)	52,9
FMI	12,6
Bons de trésor : Tbills	14,8
Privé : GGB	35,7
<b>Total</b>	<b>296,7</b>

Sources : Greece's Public Debt Management Agency; FMI, CE, Natixis

La seule solution raisonnable est donc :

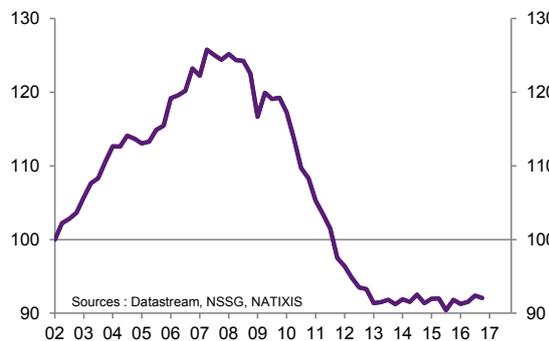
- d'annuler une partie importante de la dette publique de la Grèce (les 2/3 ?) ;
- d'utiliser les marges de manœuvre budgétaires que cela donnerait à la Grèce pour redresser les dépenses publiques utiles à la croissance (éducation, infrastructures, santé) ;
- que les prêteurs acceptent alors de perdre une grande partie (les 2/3 ?) des intérêts sur la dette qu'ils reçoivent.

## La question du modèle de croissance de la Grèce

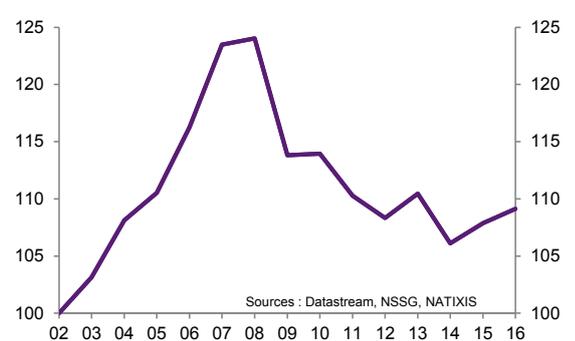
Si l'activité réelle reste très faible à long terme en Grèce (graphique 3), aucun redressement ne sera possible :

- les recettes fiscales resteront faibles avec la faiblesse de l'activité (graphique 4a), ce qui empêchera le redressement des finances publiques même si la pression fiscale est accrue (graphique 4b) ;
- l'émigration, en particulier de salariés qualifiés, se poursuivra (graphique 5), ce qui réduira encore plus la base fiscale et créera une rareté des travailleurs qualifiés.

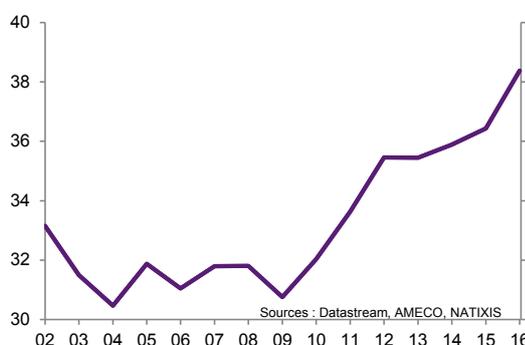
Graphique 3  
Grèce : PIB volume  
(100 en 2002:1)



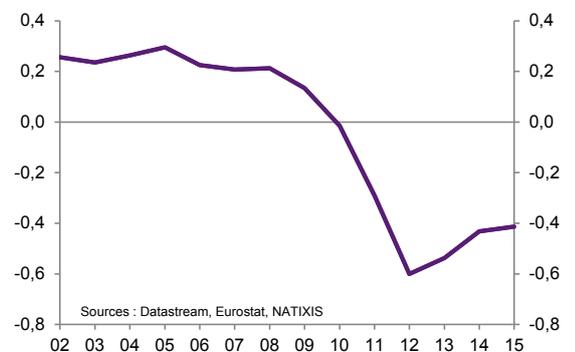
Graphique 4a  
Grèce : recettes fiscales réelles  
(déflatées par le prix du PIB, 100 en 2002)



Graphique 4b  
Grèce : pression fiscale  
(en % du PIB valeur)



Graphique 5  
Grèce : immigration nette  
(en % de la population totale)



**Il faut donc redresser le potentiel de croissance de la Grèce, affecté par l'émigration, par l'effondrement de l'investissement des entreprises (graphique 6).**

**Graphique 6**  
Grèce : investissement productif volume  
(100 en 2002:1)

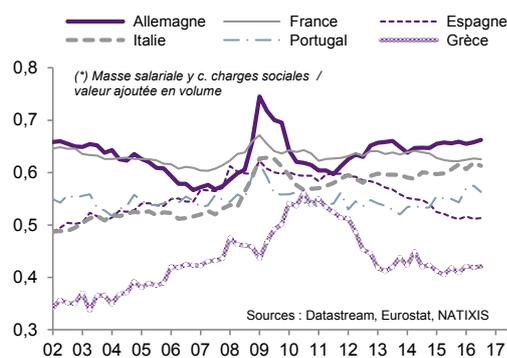


Pour cela :

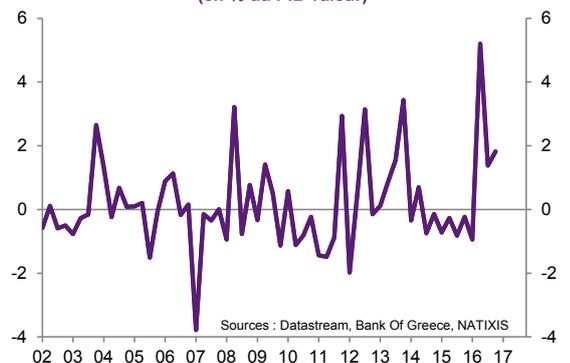
**1- il ne sert à rien que la Grèce sorte de l'euro : la compétitivité-coût de la Grèce est forte (graphique 7) ;**

**2- il faut que l'Europe contribue au redressement de l'investissement des entreprises (graphique 6 plus haut) en Grèce, à attirer en Grèce les investissements d'entreprises étrangères, ce qui a commencé en 2016 (graphique 8) : on peut penser à des subventions, à des incitations fiscales...**

**Graphique 7**  
Niveau de coût salarial unitaire  
dans le secteur manufacturier\*



**Graphique 8**  
Grèce : investissement direct net  
(en % du PIB valeur)



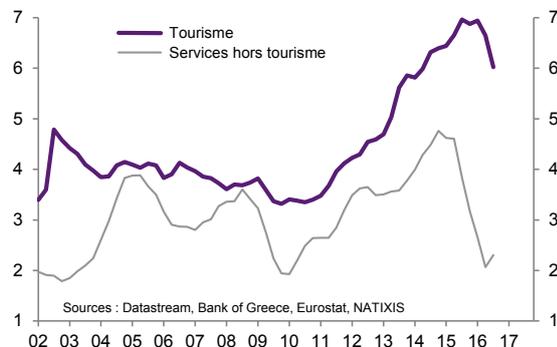
**3- mais pour mener cette politique de redressement de l'investissement, il faut réfléchir à la spécialisation productive légitime de la Grèce : quels sont les avantages comparatifs de la Grèce, quelle est la spécialisation sectorielle à laquelle on peut penser pour la Grèce ?**

Les graphiques 9a à 9e montrent que la Grèce se spécialise de fait :

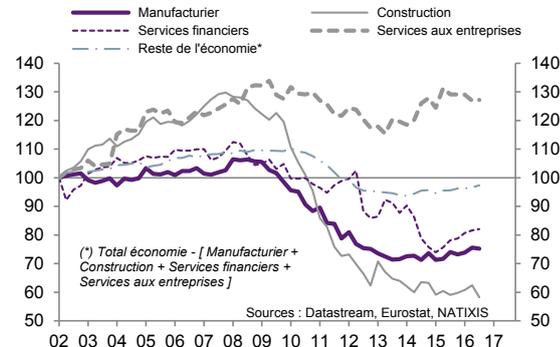
- dans le tourisme (graphique 9a) ;
- dans les services aux entreprises (graphique 9b) : immobilier lié au tourisme essentiellement, transports.

Il y a déclin pour la construction, tous les secteurs de l'industrie, même l'agroalimentaire, les services financiers.

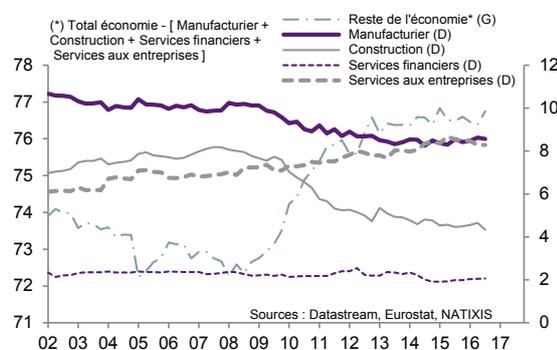
**Graphique 9a**  
Grèce : balance commerciale  
(en % du PIB valeur)



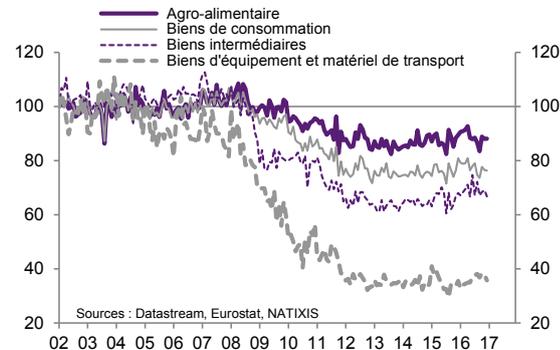
**Graphique 9b**  
Grèce : emploi par secteur  
(100 en 2002:1)



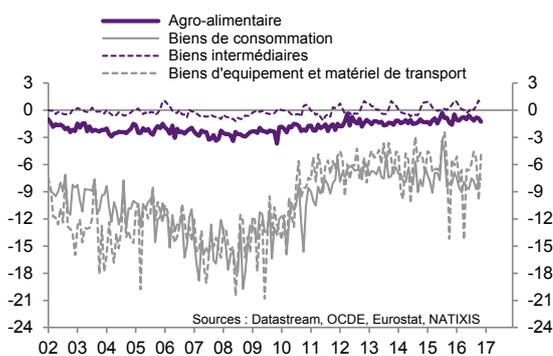
**Graphique 9c**  
Grèce : emploi par secteur  
(en % de l'emploi total)



**Graphique 9d**  
Grèce : production industrielle  
(100 en 2002:1)



**Graphique 9e**  
Grèce : balance commerciale par produit  
(en Mds d'euros, annualisée)



## Synthèse : que devrait faire l'Europe si elle voulait vraiment aider la Grèce ?

Ce qui précède montre que, si l'Europe voulait vraiment aider la Grèce :

- elle annulerait une grande partie de la dette publique de la Grèce, afin de permettre un redressement des dépenses publiques utiles à la croissance ;
- elle définirait ce qu'est une spécialisation productive optimale pour la Grèce (peut-être services aux entreprises, Nouvelles Technologies, finance ; probablement pas l'industrie traditionnelle) et mettrait en place des incitations importantes pour que des investissements d'entreprises se localisent en Grèce.

Malheureusement, rien de ceci n'est fait aujourd'hui : on continue à maintenir la fiction selon laquelle la Grèce peut réduire son taux d'endettement public avec une politique budgétaire plus restrictive ; on continue à ne pas réfléchir au modèle de croissance de la Grèce.