

## Grèce : pas de nouvelles, bonnes nouvelles ?

Guillaume DUFOUR, 18 juillet 2018



### Résumé :

- Après avoir été lourdement frappée par la crise des dettes souveraines, la Grèce a vu ses fondamentaux macroéconomiques s'améliorer au prix de réformes drastiques ;
- Le plan d'aide européen prendra fin à l'été 2018 et les autorités devront poursuivre les efforts engagés ;
- La dette publique de la Grèce reste le point le plus sensible du développement à long terme ;
- Les prêts non performants ont atteint des niveaux historiques mais le secteur bancaire affiche des indicateurs positifs.

*Moins suivie par les radars médiatiques, la Grèce émerge lentement de plusieurs années de récession qui ont frappé son économie. Cet article vient faire le point sur l'état de l'économie grecque aujourd'hui, en s'appuyant sur la chronologie de la crise afin de mieux mettre en perspective les enjeux économiques auxquels font face les autorités grecques.*

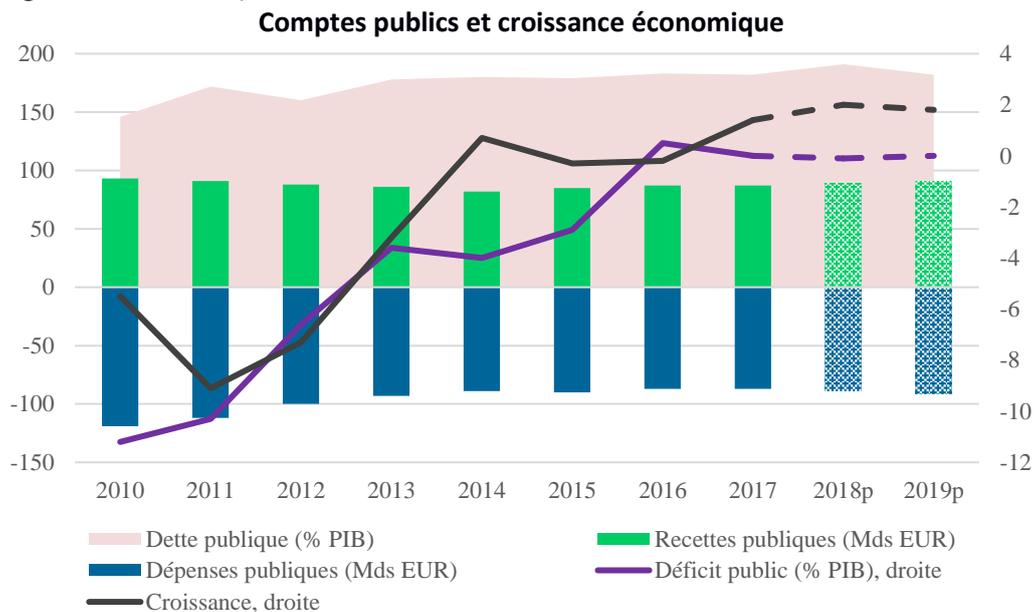
Un PIB diminué de 25 % en volume entre 2007 et 2015, une dette publique à 180 % du PIB depuis 2014, un chômage qui a presque triplé avec un pic à 28 % de la population active en 2013 (58 % pour le chômage des jeunes), des dépenses publiques qui se sont contractées de 30 % afin de rétablir un équilibre budgétaire (déficiaire à hauteur de 19 % en 2009) : telles ont été les conséquences de la crise financière pour la Grèce depuis 2008. Après des changements successifs de gouvernement, en passant d'un bout à l'autre de l'éventail politique, des échanges acharnés avec les instances internationales et la mise en place de réformes structurelles lourdes, la Grèce retrouve le chemin de la croissance (1,4 % en 2017) et de l'emploi (le chômage a diminué de près de 7 points depuis 2014).

### Retour rapide sur la chronologie de la crise grecque :

- Avant la crise financière, la dette publique grecque affichait déjà des niveaux élevés (supérieur à 100 % du PIB) tandis que le déficit public s'établissait à des niveaux supérieurs à 6 % du PIB.
- La crise a frappé en premier lieu le système bancaire (baisse de l'activité, augmentation du coût du capital et augmentation des créances douteuses, perte de confiance). L'État grec a effectué une importante opération de renflouement qui a conduit à une aggravation de la situation des finances publiques.
- Le nouveau premier ministre, Georges Papandréou, présente au public la réalité sur l'état des finances publiques maquillé par le gouvernement précédent. Il lance alors en 2009 un premier plan d'austérité de 2,5 Mds EUR (gel des salaires, augmentation de la fiscalité, privatisations, etc.). Toutefois, ce premier plan n'étant pas suffisant, un second plan d'austérité est lancé au printemps 2010 d'un montant de 4,8 Mds EUR (augmentation de la TVA, des taxes sur certains produits).
- En mai 2010, la Commission européenne, la Banque centrale européenne et le FMI (formant la Troïka) s'accordent pour soutenir financièrement la Grèce en lui octroyant un prêt de 110 Mds EUR (dont 80 Mds pour la partie européenne). La contrepartie de ce prêt est la poursuite des mesures d'austérités déjà engagées (dans un objectif d'économiser 30 Mds EUR d'ici 2015). Dans le cadre du plan de sauvetage, les mesures d'austérités se poursuivront en 2011 et provoqueront des manifestations violentes anti FMI et UE.
- Au vu de la détérioration de la situation économique et financière, un nouveau plan d'aide international est mis en place en 2011 (et effectif en 2012) avec 1) un nouveau prêt de 140 Mds EUR et 2) un effacement de dette (un peu plus 50 % de la dette des banques privées, soit 107 Mds EUR selon le FMI). Papandréou démissionne.
- Dès 2012, de nouvelles mesures d'austérités sont instaurées. S'en sont suivis de nouveaux plans d'aides, des restructurations, des effacements de dette (40 Mds en 2012) ainsi que de nouveaux plans d'austérités (huit plan d'austérité en tout pour un objectif total de près de 100 Mds EUR d'économie depuis 2010), des changements de gouvernements (successivement Antonis Samaras, de droite, puis Alexis Tsipras, réputée gauche radicale).
- La dette s'élevait ainsi à 312 Mds EUR en 2015, dont plus de 130 Mds EUR détenu par le Fonds européen de stabilité financière, créée en 2010 pour aider financièrement un État de la zone euro en difficulté, plus de 50 Mds EUR détenus par les États de l'UE, 27 Mds par la BCE et 25 Mds EUR par le FMI.

## I- L'économie grecque aujourd'hui

**L'économie grecque va mieux.** Après huit années de récession entre 2008 et 2016 (à l'exception de 2014), le PIB a augmenté de 1,4 % en 2017. À l'origine de cette augmentation, on trouvera notamment une augmentation de l'investissement de 9,6 % à laquelle s'est ajouté un rebond des exportations de 6,8 % (selon les données de l'OCDE). Le taux de chômage reste élevé, à 21,5 % de la population active, mais celui-ci est sur une tendance baissière (27,8 % en 2013). Les comptes publics sont désormais à l'équilibre avec un excédent public de 0,5 % du PIB en 2016 (et 0 % en 2017), tandis que l'excédent primaire (sans tenir compte des intérêts de la dette) s'est établi à 3,7 % sur les deux dernières années. Après s'être effondrées de 33 % entre 2009 et 2016, les dépenses publiques se sont stabilisées en 2017 et les recettes se sont parallèlement légèrement contractées cette année (-0,8 % en glissement annuel).



Source : FMI

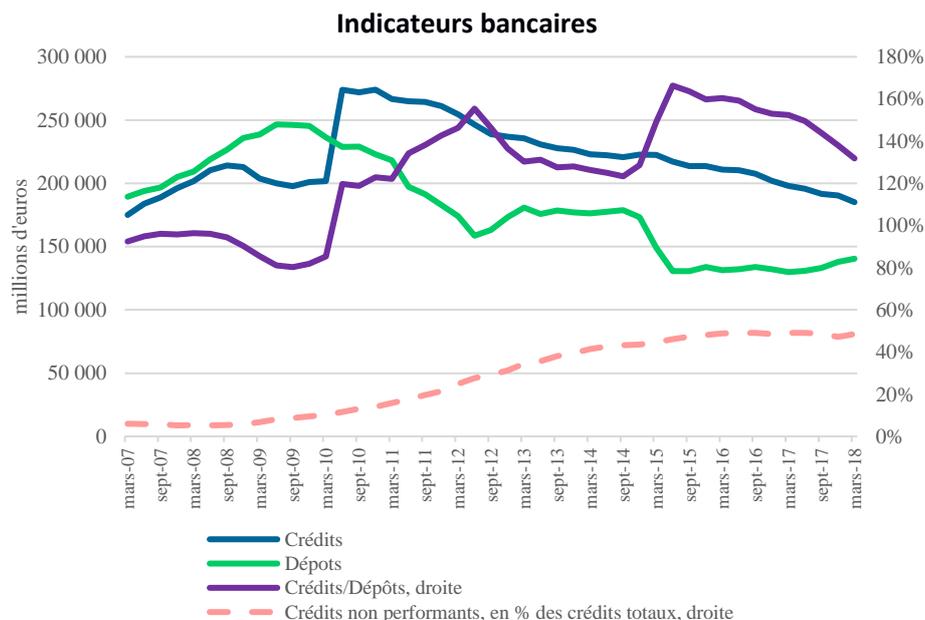
**L'enjeu est à présent de maintenir cette tendance.** Il ne faut pas sous-estimer l'effet de rattrapage de l'activité économique grecque, le niveau du PIB étant encore loin de son niveau d'avant crise (à 187 Mds EUR en 2017 contre 251 Mds EUR en 2007, à prix constants). L'investissement total reste marginal par rapport au niveau pré-crise (27 % du PIB en 2007 et 12 % aujourd'hui). Il est donc important pour les autorités grecques de poursuivre les efforts engagés jusqu'à maintenant. D'autant plus que la Grèce évolue depuis 2011 sous différents programmes du Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Le premier programme avait accordé à la Grèce des prêts de 52,9 Mds EUR en 2011 tandis que le deuxième programme s'était élevé à 141,8 Mds EUR entre 2012 et juin 2015. Le troisième du genre a débuté en août 2015 et devrait s'achever en août 2018 (pour un montant total de 51,5 Mds EUR). Il s'agira pour la suite de maintenir la relance sans compter sur ces financements.

**C'est pourquoi la gestion de la dette publique demeure le principal défi.** Représentant aujourd'hui près de 180 % du PIB (328 Mds EUR fin 2017), la dette publique grecque est pour le moment soutenable. En effet, elle est principalement composée (à 80 %) de prêts européens issus des trois programmes d'aides post-crise et sa maturité est de 18 ans en moyenne pour un taux d'intérêt moyen de 1,8 %. En prévision de la fin du programme du MES, les autorités grecques préparent actuellement un retour officiel sur le marché des capitaux (un premier montant de 3 Mds EUR a été levé sur le marché obligataire en août 2017 avec une maturité de cinq ans, une première depuis 2014). Les conditions s'améliorent puisque le rendement des obligations souveraines à 10 ans est passé de 7,9 % début 2017 à 4,2 % en avril 2018 (contre des rendements supérieurs à 25 % en 2015). D'autres programmes d'aide n'étant pas à l'ordre du jour, la dette grecque se financera à l'avenir de

façon plus autonome sur les marchés financiers. Cela permettra aussi à l'Etat grec de ne plus « subir » les réformes qui accompagnent les plans d'aides. Toutefois, si l'Etat grec peut pour le moment assurer le service de sa dette, celle-ci pourrait devenir insoutenable sur le moyen et long terme.

**La crise a détruit des capacités productives et fait sortir durablement du marché du travail de nombreuses personnes.** L'investissement s'est contracté de 65 % entre 2008 et 2015, ce qui nécessite à présent de nouveaux investissements, pour relancer la production sur le long terme. Cette contraction a provoqué une baisse du taux d'utilisation des capacités de production, tombé à 64 % en 2015 (contre 77 % en 2008), bien qu'en légère hausse depuis l'année dernière. Parallèlement, la population active s'est réduite de 1 million de personnes, soit une baisse de 22 %. Le chômage a augmenté, passant de 7,8 % de la population active en 2008 à 27,5 % en 2013, avant de voir la tendance s'inverser et atteindre 21 % en 2017. Le nombre de personne en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale s'est aussi élevé et représentait 36 % de la population en 2014 contre 28 % en 2008, avant de redescendre à 37,8 % en 2018. La productivité a été tirée à la baisse (de 72 000 USD annuel par travailleur en 2008 à 67 000 USD en 2018 selon l'OIT) accompagnée d'une baisse des salaires réels.

**Le secteur bancaire.** En 2016, le ratio des prêts non performants (NPL) représentaient près de 50 % des prêts totaux (encours), en partie liés à la chute de 30 % de la production et à l'absence d'un contrôle efficace des autorités lors de la phase d'expansion du crédit bancaire. Par ailleurs, les banques grecques restent dans l'ensemble bien capitalisées<sup>1</sup>. Pour rappel, un accord avait été trouvé fin 2015 avec les créanciers européens afin de recapitaliser les banques grecques. Ainsi, près de 10 Mds EUR avaient été injectés en fonds propres (accord signé avec l'UE et le FMI) dans les deux principales banques du pays tandis que d'autres ont réussi à faire appel à des fonds privés (notamment Eurobank, troisième banque du pays). Sur le plan de la liquidité, la crise de confiance avait poussé les grecs à retirer massivement leur argent des banques (80 Mds EUR auraient quitté le pays entre 2010 et 2015), **obligeant le gouvernement d'alors à instaurer un contrôle des capitaux** qui s'est matérialisé par une limitation de retrait à 60 euros par jour et d'un encadrement des transferts vers l'étranger.



Source : Banque de Grèce

<sup>1</sup> Les stress tests réalisés par la BCE mettent en avant que même en cas de choc sur le secteur bancaire, le ratio de fonds propres (Tier I) se contracterait de 9 point mais le capital des banques resterait au-dessus du niveau réglementaire minimum

## II- Les réformes engagées pour le redressement

Les réformes ont commencé à porter leurs fruits et les autorités grecques poursuivent les efforts pour maintenir la relance économique. En ce sens et afin d'améliorer le climat de l'investissement, une nouvelle loi d'incitations à investir et une nouvelle stratégie de croissance suivent les objectifs d'une meilleure gouvernance, d'une réduction de l'informalité et de la corruption, et de régulation les marchés productifs.

**Sur les finances publiques**, une amélioration a été faite sur : l'enregistrement des travailleurs indépendants ; la collecte de l'impôt grâce à la modernisation des moyens de paiements et des procédures ; la coopération entre la justice et l'administration fiscale. Toutefois, malgré les efforts sur la collecte de l'impôt, **le système est assis sur des taux de taxations très élevés sur une base imposable faible**, expliquée en grande partie par l'évasion fiscale et le secteur informel. Afin de maintenir le surplus budgétaire, il conviendra de poursuivre les efforts dans ces domaines avec, en parallèle, un plan de restructuration de la dette. C'est pourquoi dans son scénario, l'OCDE suggère :

- 1)** de pousser plus loin les réformes en cours (par exemple : augmentation de l'âge de la retraite de 4 ans au lieu de 3 prévus d'ici 2030, réduction de la croissance des allocations familiales, qui reste très importante en Grèce, à 0,25 pp d'ici 2020 puis 0,08 pp chaque année jusqu'en 2025 pour rentrer dans les moyennes européennes, soit de 0,8 % du PIB, etc.) et ;
- 2)** restructurer la dette en bloquant des taux d'intérêts fixes sur une longue période (dans le cas contraire, les prêts concessionnels officiels seront refinancés à partir de 2030 aux taux de marché, estimés à 1,1 point de pourcentage supérieur aux taux concessionnel).

**Dans le secteur bancaire.** La liquidité des banques s'est nettement améliorée, et ces dernières sont suffisamment capitalisées. Néanmoins, net des provisions, le montant des NPL représentent toujours 175 % du capital des banques. Le Premier ministre a présenté son plan en mai dernier afin d'éradiquer ce phénomène en soutenant le secteur bancaire via une meilleure gouvernance et la levée de certaines restrictions (notamment sur le retrait d'espèce et le transfert de capitaux vers l'étranger). Ainsi, pour réduire le niveau des NPL, les autorités ont adapté le cadre réglementaire afin de faciliter leur gestion avec notamment la mise en place d'un département dédié dans chaque banque et aussi instauré une meilleure protection légale des banques. En ce sens, les procédures de liquidation se sont aussi simplifiées et accélérées tandis que des objectifs de réductions de NPL ont été fixés (avec la supervision de la Banque de Grèce). Par ailleurs, la gouvernance bancaire s'est aussi améliorée grâce au mécanisme de supervision unique, mis en place en 2014 pour superviser les banques de la zone euro ainsi qu'au fonds hellénique de stabilité financière, actionnaire des principales banques du pays, qui développe une stratégie visant à aligner les indicateurs de gouvernance sur les meilleurs standards internationaux. Il est aussi question de créer une « bad bank » qui prendrait en charge une grande partie des NPL actuellement détenus par les banques.

Par ailleurs, **certains actifs publics ont été privatisés** afin de trouver des sources de financement (notamment les aéroports régionaux, le port de Piraeus et les réseaux ferrés) portant à 1,5 Md EUR, soit 0,8 % du PIB, le montant des actifs vendus. Afin de gérer les actifs de l'État, la *Hellenic Corporation of Assets and Participations* (HCAP) a été créée fin 2016. L'HCAP a pour objectif de contribuer à la réduction de la dette publique tout en soutenant la stratégie de croissance. En ce sens, elle devrait prochainement publier sa stratégie qui devra lier les placements stratégiques de l'État aux objectifs socio-économiques. D'autres privatisations, entrant dans le cadre des programmes d'aides, sont à venir, telles que : aéroport international d'Athènes, celui d'Hellinikon, DESFA (distributeur national en gaz), etc.

**Sur le marché du travail**, de nombreux droits des travailleurs ont été suspendus pendant les années

de crises (notamment entre 2010 et 2013). Ainsi, les accords collectifs ont été gelés, permettant aux entreprises d'être complètement flexibles sur l'emploi et les salaires tandis que le salaire minimum a été revu à la baisse (de 877 euros à 684 euros en 2013 et stable depuis). Les conditions d'éligibilité au chômage se sont parallèlement durcies et un projet de révision du code du travail a été lancé par les autorités afin de rendre celui-ci plus simple. Par ailleurs, afin lutter contre la pauvreté, les dépenses en pensions ont été réduites au profit d'une redistribution plus équitable avec notamment la mise en place d'un programme de revenu social solidaire et d'une agence unique pour la gestion des pensions sociales.

### III- Les perspectives économiques

Pour les deux prochaines années, le cadrage économique 2019-2022 établi par le ministère des Finances prévoit **une croissance supérieure à 2 %** (au-dessus de la moyenne européenne) grâce notamment à la reprise de la demande intérieure, portée par l'investissement mais également par la consommation privée dont la contribution au PIB est susceptible de doubler d'ici 2019 du fait de l'augmentation des salaires réels (+0,5 % par an) et de l'emploi (chômage évalué à 14,3 % en 2022).

Toutefois le dynamisme de l'économie reste, sur le long terme, **sensible au niveau de la dette publique et à celui des NPL**. En effet, une fois que le programme du MES aura pris fin (le 20 août 2018), la dette grecque sera tributaire de l'évolution des conditions de marché. Il n'est pas exclu qu'un choc exogène (hausse du prix des hydrocarbures, évolution du dollar, Brexit, crise migratoire, etc.) vienne pousser à la hausse le coût du service de la dette. C'est pourquoi les instances internationales (OCDE et FMI notamment) invitent les créanciers (notamment la Commission européenne) à restructurer la dette grecque afin que celle-ci reste soutenable sur le long terme.

**La restructuration de la dette grecque est en effet perçue comme le principal enjeu à présent pour les autorités européennes et le FMI.** C'est pourquoi lors de la réunion de l'Eurogroupe du 21 juin 2018, il a été décidé de restructurer une partie de la dette détenue par le MES (96 Mds EUR). Ainsi, les intérêts pourront désormais commencer à être payés à partir de 2032 (contre 2023 initialement) et la maturité de cette tranche a été prolongée de 10 ans (de 2059 à 2069). Cela permettra, sur le moyen terme, de lier les objectifs de besoins de financements (fixés à maximum 15 % du PIB d'ici 2023 et 20 % jusqu'en 2060), et de viabilité de la dette publique. Toutefois le FMI précise que sur le long terme, d'autres allègements de dette devront probablement être effectués, surtout avec les hypothèses optimistes de croissance (2,2 % d'ici 2022 et supérieure à 3 % ensuite) et de surplus primaires (de 3,5 % du PIB d'ici 2022 et 2,2 % du PIB entre 2023 et 2060). Il estime que si un plan de restructuration de dette (voir d'effacement) de grande ampleur n'est pas mis en place par les créanciers, la dette grecque pourrait devenir insoutenable à l'horizon 2040.

Par ailleurs, certains risques de court terme ne peuvent être négligés tels que : le niveau élevé des impôts et cotisations sur le revenu des ménages (qui pourraient entraver la consommation) ; la mauvaise gestion des NPL ; ou encore des risques exogènes comme les bouleversements politiques en Italie et en Espagne, les conséquences du Brexit, la remontée des cours des hydrocarbures ou la politique commerciale de Trump.

## Conclusion

La Grèce a payé le prix de la crise pendant de longues années mais a pu, grâce à de nombreuses réformes et au prix de négociations avec ses créanciers, retrouver une croissance économique portée par des fondamentaux macroéconomiques solides. En effet, les dépenses publiques ont été réduites, permettant la résorption des comptes publics tandis que le secteur bancaire s'est renforcé. Toutefois, de nombreux défis sont encore à relever, en particulier la gestion de l'énorme dette

publique contractée ces dernières années.

Un dialogue sera nécessaire avec les principaux créanciers, et notamment l'Europe, afin de permettre à la fois un paiement du service de la dette en temps et en heure et la poursuite des réformes engagées. Par ailleurs, l'important niveau des créances douteuses continue de nuire au bilan des banques, bien que ces dernières soient à présent suffisamment capitalisées. Il y a aussi l'enjeu du marché du travail, avec de nombreux chômeurs et un secteur informel omniprésent, aggravant le manque à gagner fiscal et la pauvreté, qui s'est accrue au cours de la crise. La Grèce a fait une partie du chemin mais les efforts et la prudence ne doivent pas être négligés à l'avenir.

**Guillaume DUFOUR**