

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

26 mai 2015 – N°414

Ce que la crise grecque révèle comme erreurs d'analyse

Le retour au premier plan de la crise grecque met en évidence les erreurs d'analyse et de politique économique qui ont été faites dans la gestion de cette crise :

- *la confusion (peut être volontaire) en 2008-2009 entre une crise de solvabilité et une crise de liquidité ; en 2008-2009, la Grèce est insolvable, du point de vue externe et du point de vue budgétaire, et lui prêter davantage n'a donc aucun sens. De cette erreur résulte un poids de la dette beaucoup trop élevé aujourd'hui. Si aujourd'hui, après la compression de la demande intérieure et la réduction des déficits publics, la Grèce est redevenue solvable, et si le problème est un problème de liquidité (la Grèce ne peut pas financer sur les marchés financiers), la situation est différente. Mais il aurait fallu très tôt (2009) restructurer la dette grecque ;*
- *l'absence de réflexion sur le modèle économique de la Grèce : comment obtenir en Grèce une croissance suffisante, équilibrée, augmentant le niveau de gamme de l'économie et permettant d'équilibrer le commerce extérieur ? Quels sont les avantages comparatifs de la Grèce, quels secteurs permettent-ils de développer avec quel type de soutien de l'Europe ?*

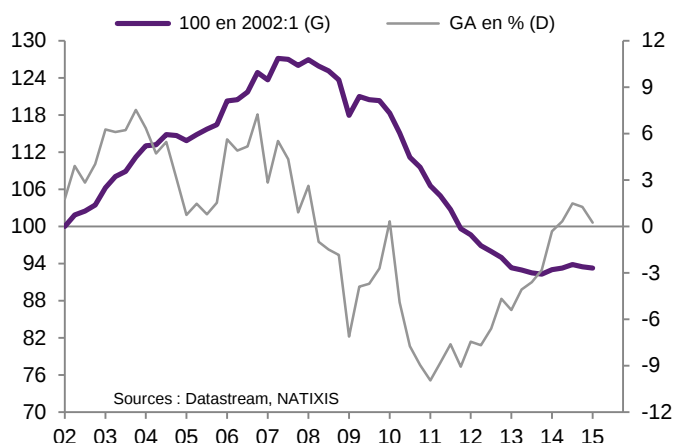
Rédacteur :
Patrick ARTUS

**Pas d'amélioration
de la situation
fondamentale de la
Grèce depuis 2008**

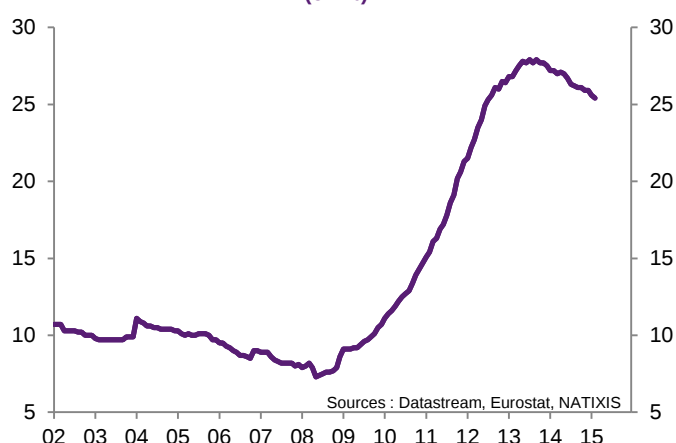
En 2015, la situation de la Grèce est toujours très mauvaise :

- la croissance devrait être très faible (0,5% environ en 2015), ce qui maintient la perte de niveau de production et le chômage à des niveaux très élevés (**graphiques 1 a/b**) ;

Graphique 1a
Grèce : PIB volume

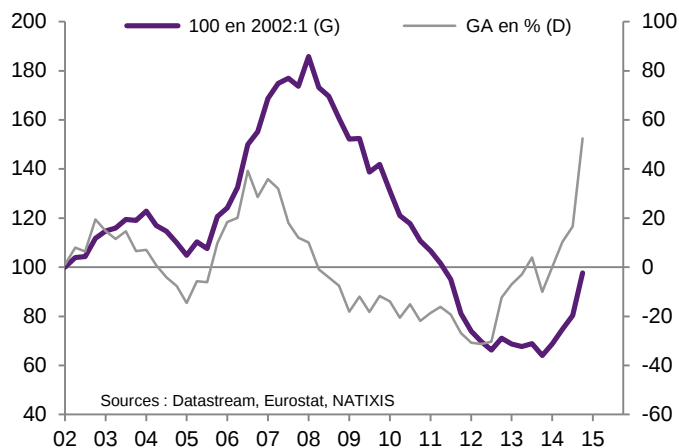


Graphique 1b
Grèce : taux de chômage
(en %)

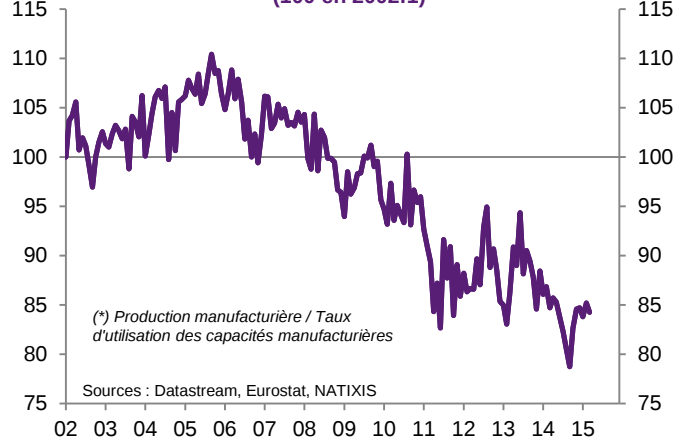


- le déficit d'investissement reste considérable (**graphique 2a**), la capacité de production de l'industrie continue à reculer (**graphique 2b**) ;

Graphique 2a
Grèce : investissement productif volume

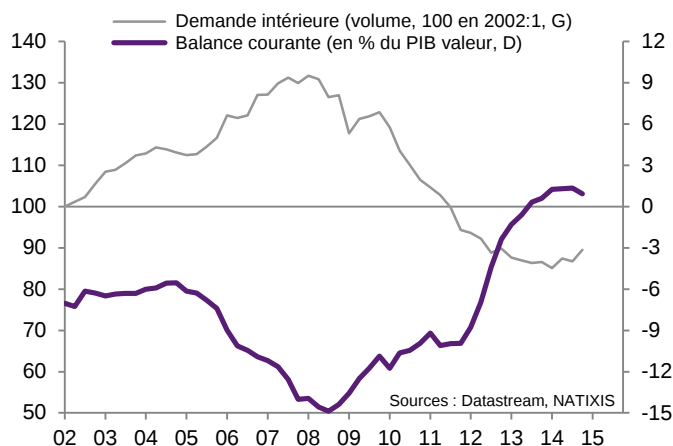


Graphique 2b
Grèce : capacité de production manufacturière*
(100 en 2002:1)

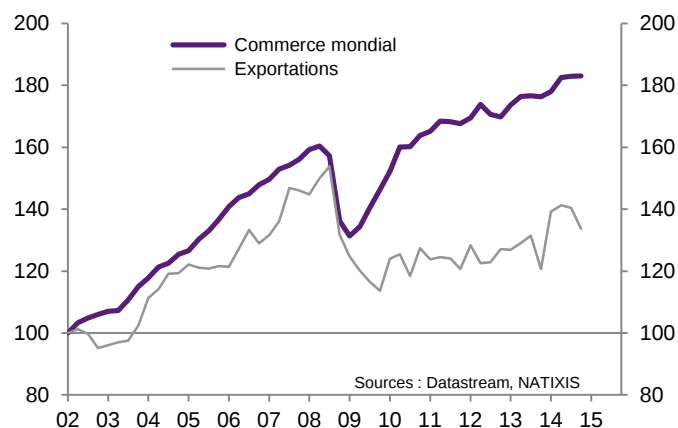


- la disparition du déficit extérieur est due essentiellement à la compression de la demande intérieure (**graphique 3a**) ; la capacité à exporter reste faible (**graphique 3b**) ;

Graphique 3a
Grèce : balance courante et demande intérieure

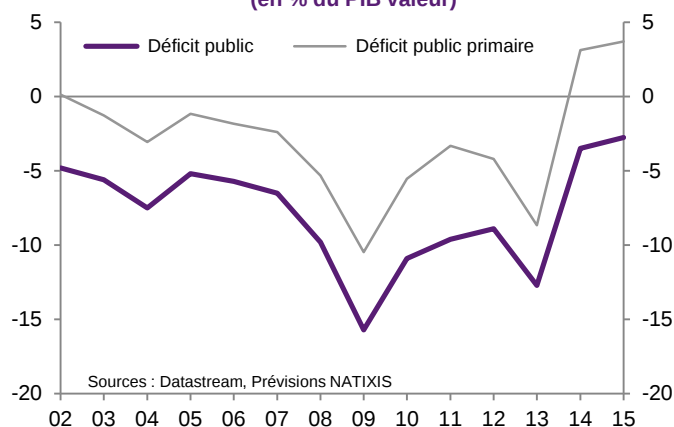


Graphique 3b
Grèce : commerce mondial et exportations (100 en 2002:1)



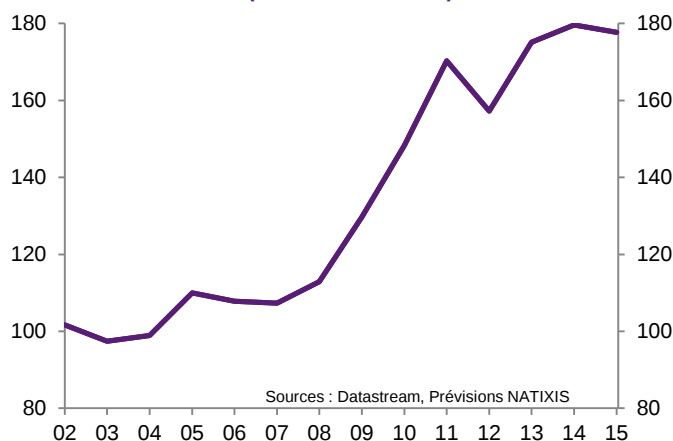
- alors qu'un excédent budgétaire primaire de 2,5% du PIB était attendu pour 2015, il y aura probablement un déficit primaire de 0,5% du PIB (**graphique 4**) ;

Graphique 4
Grèce : déficit public :
anticipations précédentes
(en % du PIB valeur)

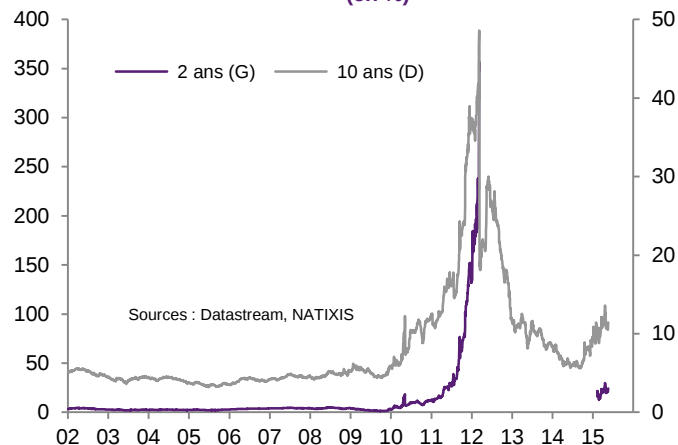


- malgré l'annulation de 65 Mds € de dette publique en 2011, le taux d'endettement public continue à augmenter en 2014 (**graphique 5a**) et la Grèce n'a pas d'accès aux marchés financiers (**graphique 5b**).

Graphique 5a
Grèce : dette publique
(en % du PIB valeur)



Graphique 5b
Grèce : taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat
(en %)



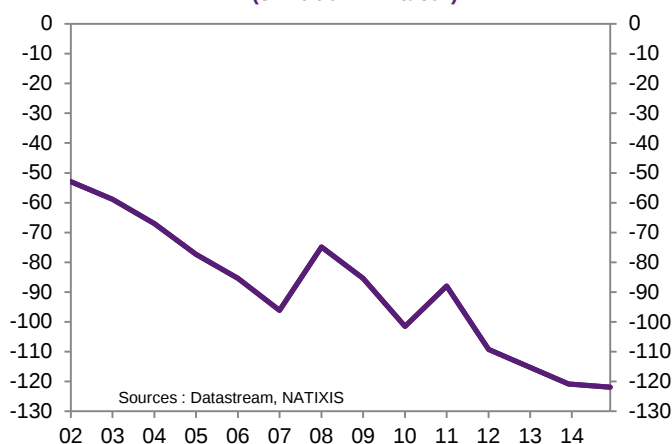
Une partie importante de ces difficultés résulte des erreurs d'analyse et de gestion de la crise qui ont été faites dans le cas de la Grèce depuis 2008. Nous voulons revenir sur ces erreurs.

Première erreur :
confusion entre crise
de solvabilité et crise
de liquidité

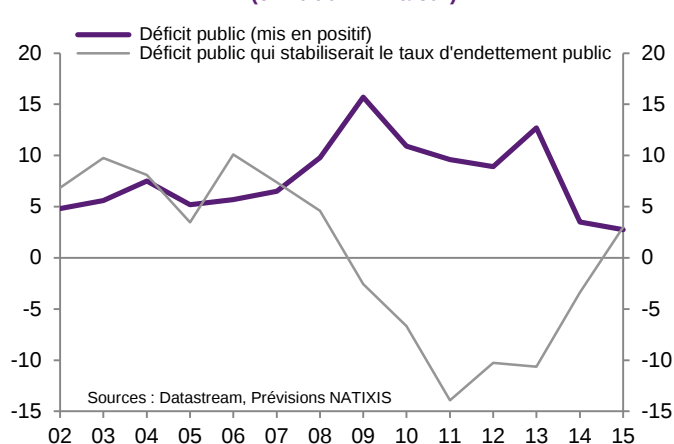
En 2008-2009, la Grèce est doublement insolvable :

- elle n'assure pas sa solvabilité externe (graphique 3a plus haut, graphique 6) ;
- elle n'assure pas sa solvabilité budgétaire (graphique 4 et 5a plus haut, graphique 7).

Graphique 6
Grèce : dette extérieure nette
(en % du PIB valeur)



Graphique 7
Grèce : déficit public
(en % du PIB valeur)



Lorsque la crise que subit un pays est une crise de solvabilité et non crise de liquidité, il est complètement inefficace de lui prêter davantage, et il faut restructurer (réduire) sa dette (extérieure – publique).

Pourtant, la réaction de l'Europe, du FMI a été de prêter davantage à la Grèce (encadré 1).

Encadré 1
Plans d'aide à la Grèce

Plan 1 : Mai 2010 - Mars 2012

	UE*	FMI	Total
Prévu	80,0	30,0	110,0
Versé	53,0	20,0	73,0
Reste	27,0	10,0	37,0

Plan 2 : 2012 - 2014

	EFSF/ESM	FMI**	PSI	Total
Prévu	144,5	28,0	35,5	208,0
- Recapitalisation des banques	48,0			
- Reste du 1er plan***	24,4			
- Nouveaux prêts****	60,9			
Versé	130,9	12,0	34,5	177,4
Reste	13,6	16,0	1,0	30,6

(*) Greek Loan Facility

(**) dont 8,2 mds seront versés après 2014

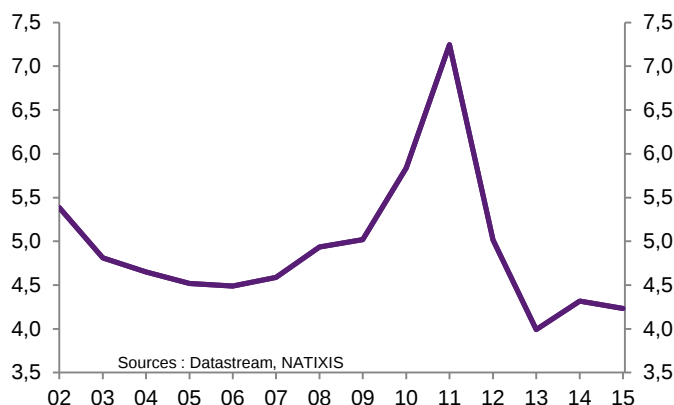
(***) Le reste des 27 mds non-déboursés a été reconduit à hauteur de seulement 24,4 mds dans le 2ème plan en raison du refus de participation de la Slovaquie et du retrait du Portugal et de l'Irlande eux-mêmes sous assistance européenne

(****) dont Budget financing 49,6 mds et Debt buy Back 11,3 mds

Sources : EFSF, FMI, CE, NATIXIS

Ce choix a accru la charge de la dette pour la Grèce (**graphique 8**), et a entretenu la situation d'absence de solvabilité budgétaire (graphique 7 plus haut).

Graphique 8
Grèce : intérêts payés sur la dette publique
(en % du PIB valeur)

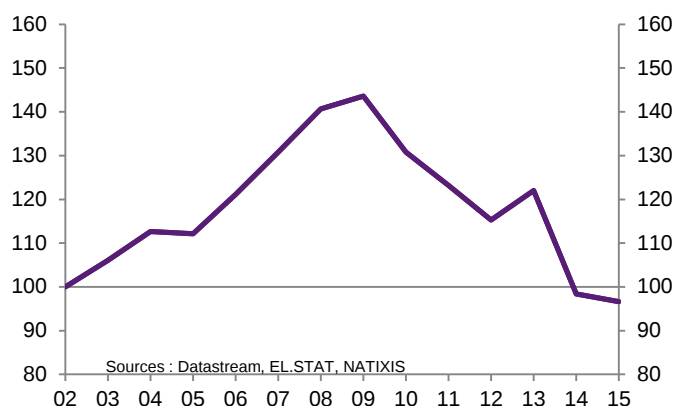


La situation de 2015 est différente. La Grèce a un excédent extérieur (graphique 3a plus haut) et devrait retrouver normalement la solvabilité budgétaire (graphique 7 plus haut). Malgré la dégradation des prévisions de déficit public. **Si le problème de la Grèce n'est plus qu'un problème de liquidité** (elle n'a pas accès aux marchés des capitaux pour se financer), **alors le refinancement de la dette de la Grèce par de nouveaux prêts (UE, ESM, FMI...) a du sens.**

Deuxième erreur :
insuffisance de la
réflexion sur le
modèle de
développement de la
Grèce

Le retour à la solvabilité extérieure et budgétaire de la Grèce est dû à la compression de la demande intérieure (graphique 3a plus haut) **et à la réduction du déficit public** (graphique 4 plus haut), avec une forte réduction des dépenses publiques (**graphique 9**).

Graphique 9
Grèce : dépenses publiques en termes réels
(déflatées par le prix du PIB, 100 en 2002)

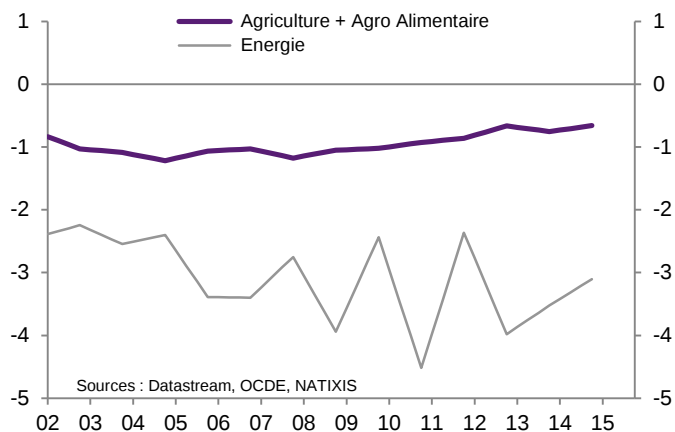


Mais cette technique de retour à la solvabilité ne peut pas être une solution durable. A long terme, **il faut que la Grèce trouve un modèle de croissance** qui assure :

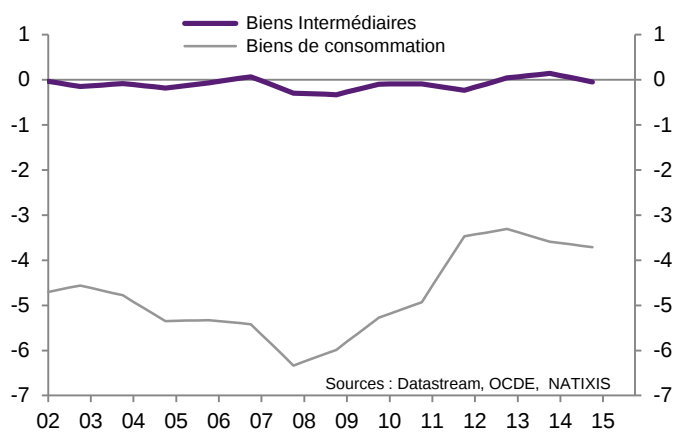
- une croissance suffisante ;
- la montée en gamme de l'économie ;
- l'équilibre extérieur.

Quand on regarde la **balance commerciale par produits de la Grèce (graphiques 10 a/b/c/d)**, on voit qu'il n'y a d'excédents extérieurs que pour les **services** (dont le tourisme).

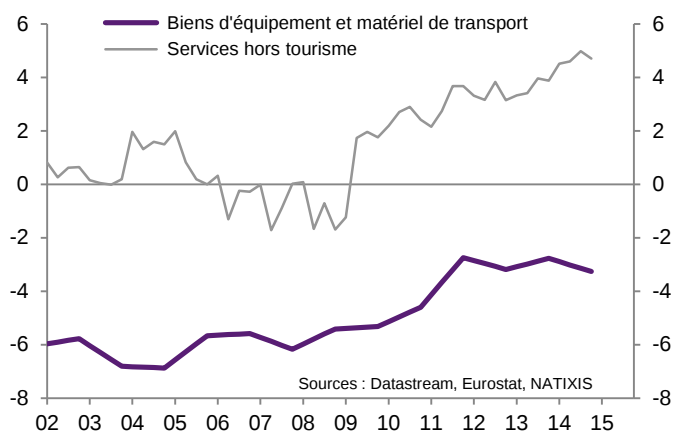
Graphique 10a
Grèce: balance commerciale
(en % du PIB valeur)



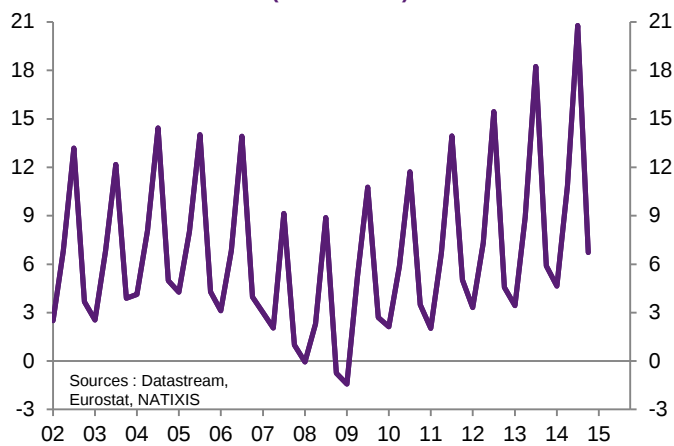
Graphique 10b
Grèce: balance commerciale
(en % du PIB valeur)



Graphique 10c
Grèce : balance commerciale
(en % du PIB)

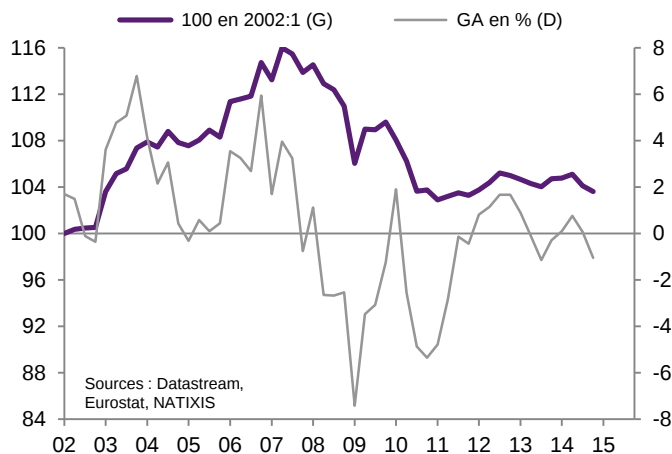


Graphique 10d
Grèce : balance commerciale des services
(en % du PIB)



La capacité de production de l'industrie continue à se contracter (graphique 2b plus haut). **La productivité du travail (graphique 11)** stagne.

Graphique 11
Grèce : productivité par tête



La Grèce est pénalisée un peu par la **qualification de la main-d'œuvre (tableau 1)**, mais celle-ci n'est pas très faible, et surtout par **l'éloignement géographique par rapport au centre de la zone euro**.

Tableau 1
Structure de la population de 15 à 64 ans selon le niveau d'études atteint (en %)

	2012		
	Inférieur à l'enseignement primaire, enseignement primaire et premier cycle de l'enseignement secondaire (niveaux 0-2)	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire et enseignement post-secondaire non-supérieur (niveaux 3 et 4)	Enseignement supérieur (niveaux 5-8)
Allemagne	18	57	25
France	30	42	28
Espagne	46	24	30
Italie	44	42	14
Portugal	62	22	17
Grèce	36	41	23

Sources : EUROSTAT, NATIXIS

	2013		
	Inférieur à l'enseignement primaire, enseignement primaire et premier cycle de l'enseignement secondaire (niveaux 0-2)	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire et enseignement post-secondaire non-supérieur (niveaux 3 et 4)	Enseignement supérieur (niveaux 5-8)
Allemagne	18	57	25
France	28	43	29
Espagne	46	24	31
Italie	43	42	14
Portugal	59	23	18
Grèce	35	41	24

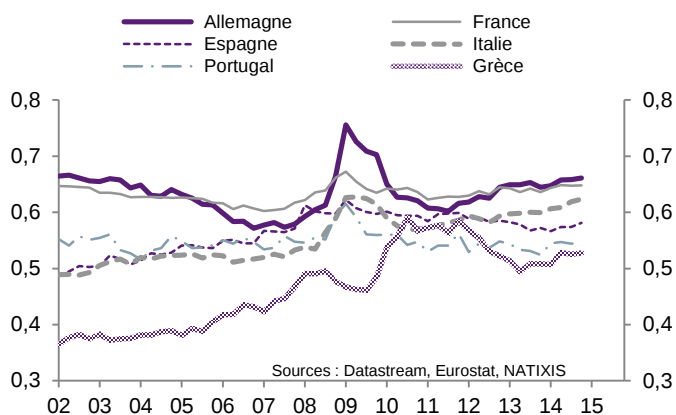
Sources : EUROSTAT, NATIXIS

	2014		
	Inférieur à l'enseignement primaire, enseignement primaire et premier cycle de l'enseignement secondaire (niveaux 0-2)	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire et enseignement post-secondaire non-supérieur (niveaux 3 et 4)	Enseignement supérieur (niveaux 5-8)
Allemagne	20	57	23
France	26	44	30
Espagne	45	24	32
Italie	42	43	15
Portugal	56	24	20
Grèce	33	42	25

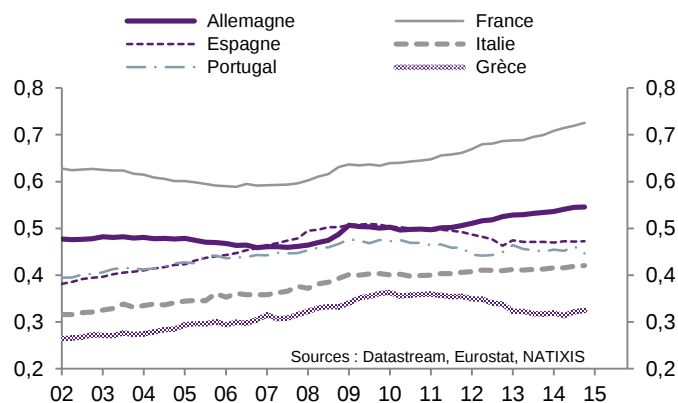
Sources : EUROSTAT, NATIXIS

La compétitivité-coût (graphiques 12 a/b) est bonne.

Graphique 12a
Niveau du coût salarial unitaire
dans le secteur manufacturier (en €)

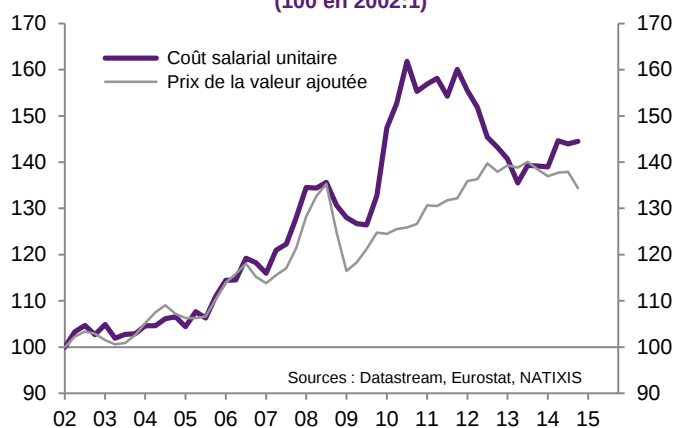


Graphique 12b
Niveau du coût salarial unitaire
dans l'ensemble de l'économie (en €)

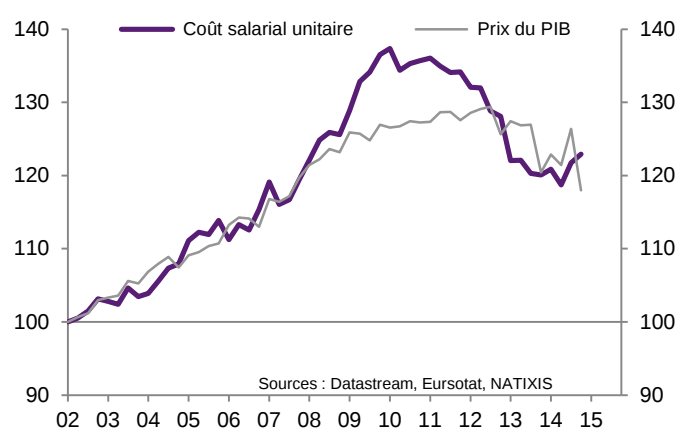


Les marges bénéficiaires (graphiques 13 a/b) se sont redressées depuis 2011 puisque les prix ont baissé moins que les coûts.

Graphique 13a
Grèce : coût salarial unitaire et prix de
la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier
(100 en 2002:1)



Graphique 13b
Grèce : coût salarial unitaire dans l'ensemble
de l'économie et prix du PIB (100 en 2002:1)



Au total, les avantages comparatifs de la Grèce poussent à envisager un développement centré sur les services, dont le tourisme, et l'industrie dans les secteurs ne nécessitant pas de transports importants (Nouvelles Technologies).

Les problèmes de développement de la Grèce sont aujourd'hui assez clairs :

- désindustrialisation et sous-investissement ;
- insuffisance des qualifications de la population active si le modèle de développement va vers l'industrie haut de gamme.

L'Union Européenne peut sans doute aider :

- en autorisant des politiques fiscales attirant les investissements étrangers ;
- en contribuant aux investissements dans l'éducation.

Synthèse : deux erreurs compliquées à corriger

- Le fait d'avoir prêté davantage à la Grèce à partir de 2008-2009 alors qu'elle était insolvable conduit aujourd'hui à un poids de la dette grecque anormalement élevé, a réduit de 2008 à aujourd'hui les capacités à réaliser des investissements publics utiles. Il aurait été de loin préférable de restructurer dès 2008 ou 2009 la dette de la Grèce, au lieu de faire semblant qu'elle n'avait qu'un problème de liquidité et qu'elle était capable de réduire dans le futur son taux d'endettement ;
- le fait de n'avoir pas réfléchi plus tôt au modèle de développement de la Grèce conduit aujourd'hui à ce que le sous-investissement ait amplifié la désindustrialisation, à ce que le problème de qualification de la population active soit toujours aussi aigu, au recul de la productivité donc à une croissance potentielle nulle. Il faut définir entre l'UE et la Grèce les secteurs correspondant aux avantages comparatifs de la Grèce, et les développer (incitations fiscales, formation). **Redresser la croissance potentielle de la Grèce (graphique 14) est le seul moyen d'assurer à terme sa solvabilité externe et budgétaire.**

Graphique 14
Grèce : croissance potentielle* (GA en %)

