

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

6 juillet 2015 – N° 558

## Peut-on imaginer la situation de la Grèce s'il y a défaut, sortie de l'euro et dévaluation ?

*Nous essayons d'imaginer la situation de la Grèce s'il y a défaut sur la totalité de la dette, sortie de l'euro et dévaluation :*

- *le défaut fait disparaître les intérêts payés sur la dette extérieure et sur la dette publique, mais fait disparaître aussi la possibilité de financer un déficit extérieur ou un déficit public. Nous regardons quelle possibilité de stimulation de la demande intérieure ceci fait apparaître ;*
- *la dévaluation fait monter le prix des importations, ce qui réduit le revenu réel, mais améliore la compétitivité des secteurs exportateurs (industrie, tourisme, autres services exportables) et peut attirer des investissements étrangers. Nous regardons quel effet l'emporte, en examinant les effets de la dévaluation interne déjà mise en place en Grèce.*

*Au total, l'effet global du défaut et de la dévaluation serait positif :*

- *le défaut desserrerait fortement la contrainte d'équilibre extérieur ;*
- *la dévaluation aurait un effet net négatif sur l'activité, avec la taille trop faible du secteur exportateur ;*
- *l'effet positif du défaut l'emporterait sur l'effet négatif de la dévaluation.*

Rédacteur :  
**Patrick ARTUS**

## Faisons une hypothèse extrême

Faisons l'hypothèse extrême suivante : la Grèce fait défaut sur la totalité de sa dette (publique et entre Banques Centrales), sort de l'euro et dévalue massivement. Nous nous demandons si cette stratégie peut améliorer à moyen terme la situation économique de la Grèce :

- en faisant disparaître la charge de la dette ;
- en améliorant la compétitivité-prix.

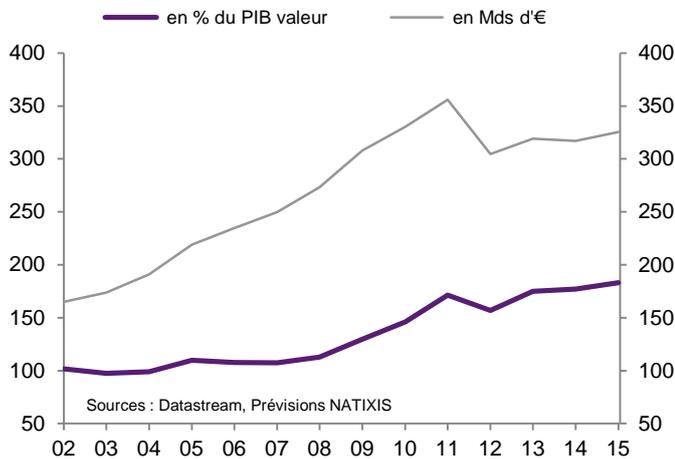
## Défaut sur la totalité de la dette

Nous imaginons un défaut complet de la Grèce :

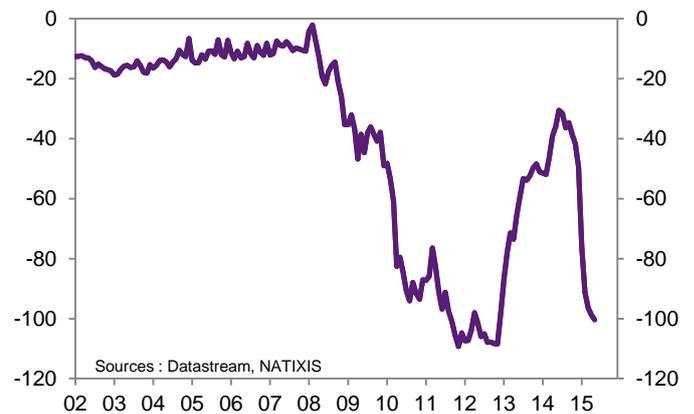
- sur sa dette publique (graphique 1) ;
- sur les prêts à la Banque Centrale de Grèce (graphique 2).

Ce qui correspondrait à un défaut presque complet aussi sur la dette extérieure brute de la Grèce (graphique 3).

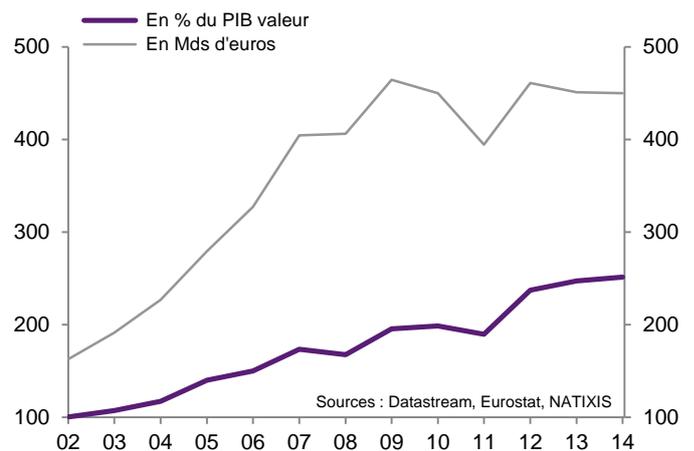
Graphique 1  
Grèce : dette publique



Graphique 2  
Grèce : Position Target 2 de la Banque Centrale  
(en Mds d'€)



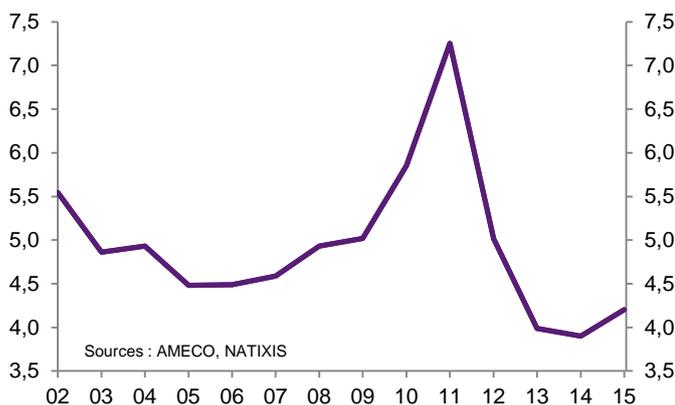
Graphique 3  
Grèce : dette extérieure brute



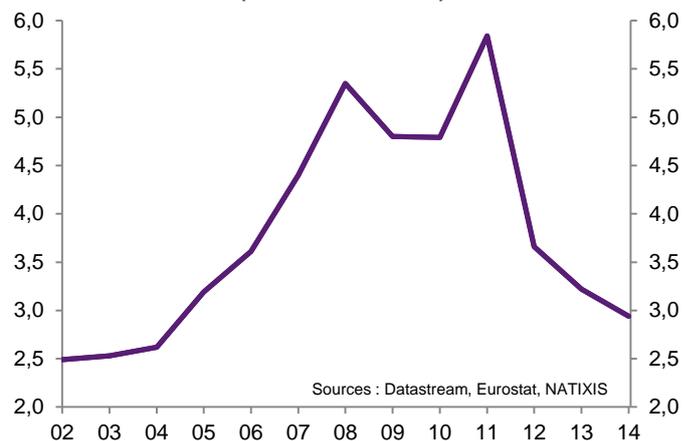
Un défaut complet sur la dette publique et sur la dette extérieure (dont une large partie est commune) :

- **fait disparaître les paiements d'intérêts sur la dette publique (graphique 4), 4,2% du PIB en 2015 ;**
- **fait disparaître les paiements d'intérêts sur la dette extérieure (graphique 5), 3% du PIB en 2014 ;**
- **interdit à la Grèce de s'endetter**, probablement pendant une longue période de temps, ce qui impose de respecter :
  - **l'équilibre des finances publiques** (une fois disparus les intérêts sur la dette publique, **graphique 6**) ;
  - **l'équilibre de la balance courante** (une fois disparus les intérêts sur la dette extérieure, **graphique 7**).

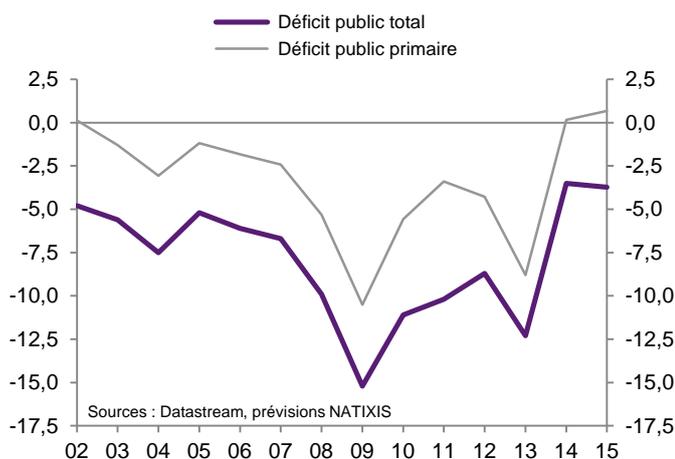
**Graphique 4**  
Grèce : intérêts payés sur la dette publique  
(en % du PIB valeur)



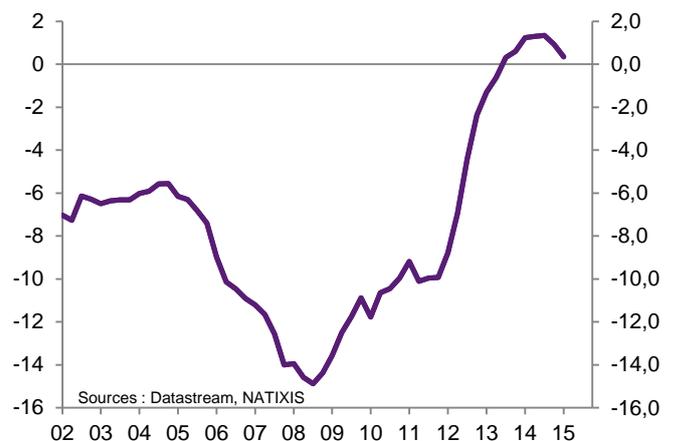
**Graphique 5**  
Grèce : intérêts bruts payés sur la dette extérieure  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 6**  
Grèce : déficit public (en % du PIB valeur)



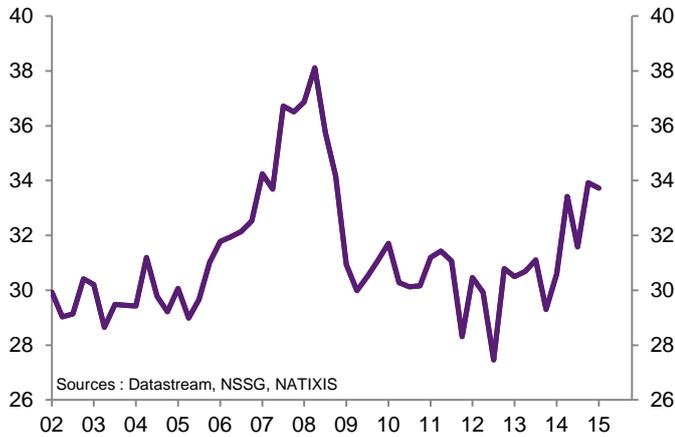
**Graphique 7**  
Grèce : balance courante (en % du PIB valeur)



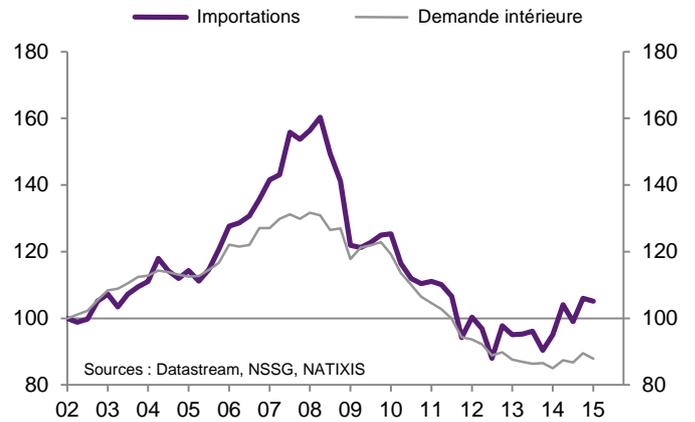
En 2015, la Grèce doit avoir un **équilibre budgétaire primaire**. Ceci veut dire que, une fois les intérêts sur la dette publique disparus, la politique budgétaire est semblable à celle qui est nécessaire. La Grèce doit avoir en 2015 un léger excédent de la balance courante de 0,5 points de PIB. Une fois disparus les intérêts sur la dette extérieure, cet excédent deviendrait un excédent de 3,5 points de PIB.

Compte tenu du poids des importations et de leur élasticité à la demande intérieure (graphiques 8a/8b), une hausse de 5% de la demande intérieure de la Grèce serait donc possible en respectant la contrainte d'équilibre extérieur.

**Graphique 8a**  
Grèce : importations (volume, en % du PIB volume)



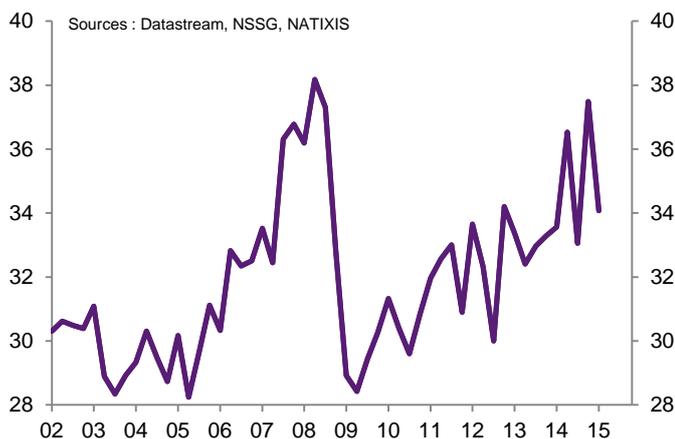
**Graphique 8b**  
Grèce : importations et demande intérieure (en volume, 100 en 2002:1)



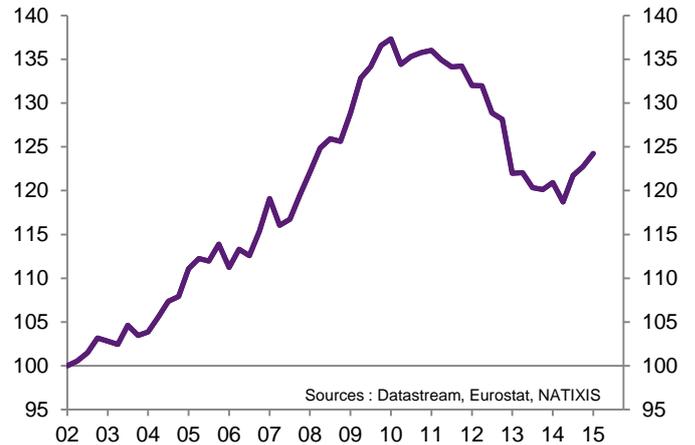
### Dévaluation

La sortie de l'euro de la Grèce et la dévaluation auraient d'abord comme effet d'accroître le prix des importations (graphique 9) et de réduire ainsi le revenu réel des Grecs. Il y aurait ensuite amélioration de la compétitivité. Celle-ci s'est déjà produite depuis 2009 avec la dévaluation interne (la baisse du coût salarial unitaire, graphique 10).

**Graphique 9**  
Grèce : importations (valeur, en % du PIB valeur)

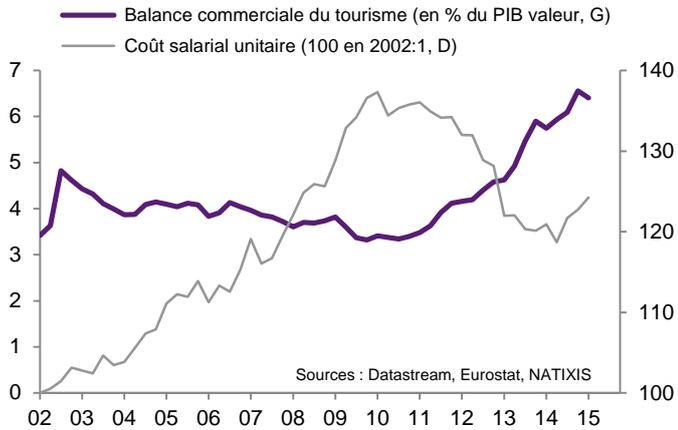


**Graphique 10**  
Grèce : coût salarial unitaire (100 en 2002:1)

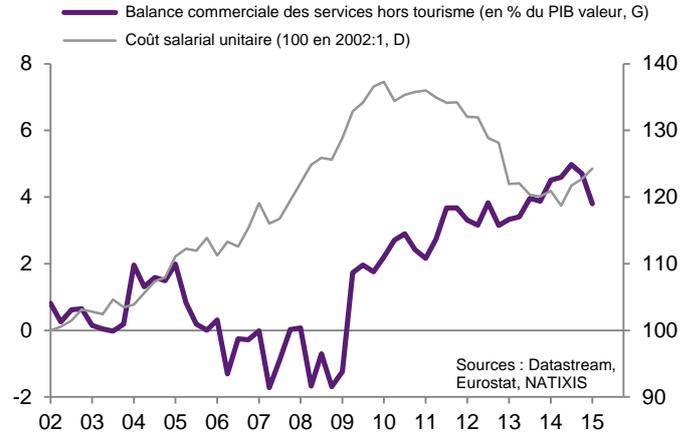


Quel a été son effet sur le secteur exportateur (graphiques 11a à 11d) ?

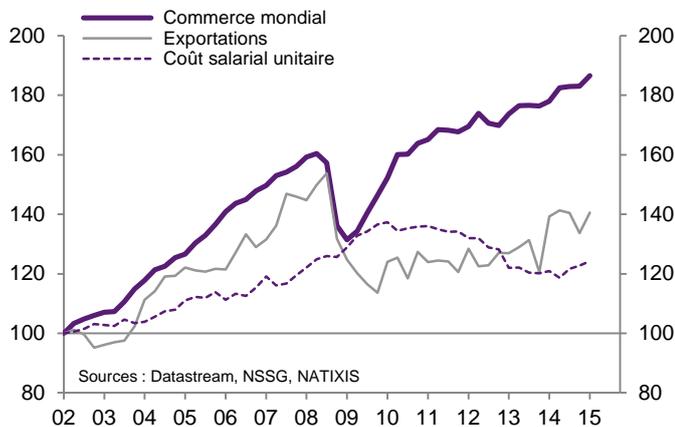
**Graphique 11a**  
Grèce : balance commerciale du tourisme et coût salarial unitaire



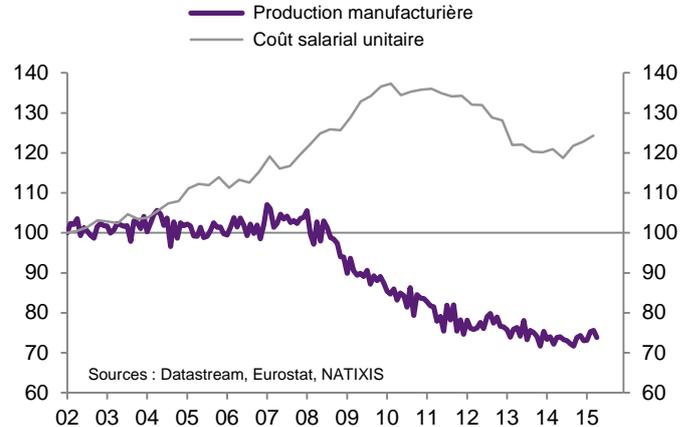
**Graphique 11b**  
Grèce : balance commerciale des services hors tourisme et coût salarial unitaire



**Graphique 11c**  
Grèce : commerce mondial, exportations et coût salarial unitaire (100 en 2002:1)

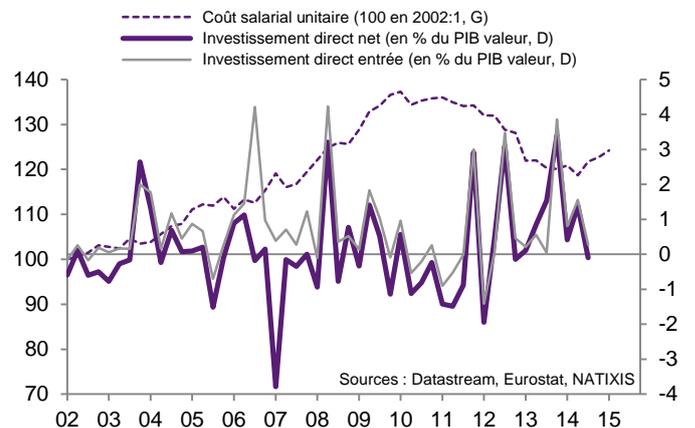


**Graphique 11d**  
Grèce : production manufacturière et coût salarial unitaire (100 en 2002:1)



L'excédent du tourisme s'est considérablement accru (graphique 11a) ; mais les exportations des autres services ou de biens, la production industrielle, ont peu profité de la dévaluation interne (graphiques 11b/11c/11d). Quel a été l'effet de la dévaluation interne sur les investissements directs étrangers (graphique 12) ?

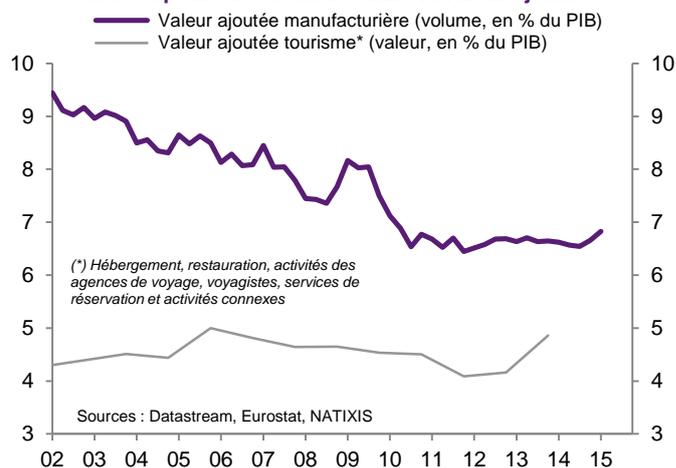
**Graphique 12**  
Grèce : investissement direct et coût salarial unitaire



Il a été légèrement positif (autour de 1 point de PIB).

Peut-on alors espérer d'une dévaluation importante une forte stimulation de l'économie grecque ? Il faut aussi regarder la taille du secteur exportateur (graphiques 11a/11b/13), en plus de sa réaction à la dévaluation interne récente.

**Graphique 13**  
Grèce : poids des secteurs dans la valeur ajoutée



**Supposons une dépréciation de 30% :**

- elle réduirait de 10% le revenu réel par la hausse des prix des importations ;
- elle accroîtrait de 4 points de PIB l'excédent du tourisme ;
- elle accroîtrait un peu (de 5 à 6 points de PIB) les exportations ;
- elle accroîtrait de 2 points de PIB les investissements directs nets : **le bilan de la dévaluation serait négatif de l'ordre de 2 points de PIB.**

**Synthèse :**  
qu'attendre d'un défaut et d'une dévaluation de la Grèce ?

- **le défaut desserrerait la contrainte d'équilibre extérieur** et permettrait d'accroître la demande intérieure de 5% ;
- **calibrons une dévaluation à 30% par rapport à l'euro ;**
  - elle réduirait le revenu réel de 10% ;
  - elle aurait sur le secteur exportateur (industrie, tourisme, autres services exportables), un effet positif de l'ordre de 6 points de PIB ;
  - elle aurait sur les investissements directs étrangers un effet positif de l'ordre de 2 points de PIB.

**Au total, l'effet serait positif (+3% de PIB) grâce au desserrement de la contrainte d'équilibre extérieur, malgré la dégradation du commerce extérieur.**