

La Grèce donne beaucoup d'inquiétudes aux responsables politiques européens. Le pays connaissait pourtant – jusqu'à l'éclatement de la crise économique et financière – des chiffres de croissance nettement supérieurs à la moyenne européenne. Le fait que la Grèce ait pu si rapidement devenir le plus mauvais élève de la classe, avec le risque d'entraîner d'autres Etats membres dans sa chute, est en partie dû à d'importants manquements dans l'architecture monétaire et fiscale européenne actuelle.



Frederic Teerlynck
ft@vbo-feb.be

La Grèce parviendra-t-elle à sortir de ses difficultés financières ?

Peu de chances de réussite sans réformes approfondies

La Grèce est devenue ces dernières années l'un des pays à la croissance la plus rapide d'Europe. Le chômage a aussi en même temps rapidement régressé. L'économie grecque a ainsi connu au cours de la période 2000-2007 un taux de croissance annuel moyen de 4,2%, soit plus de la moitié de la zone euro (1,9%), tandis que le taux de chômage a baissé de 2,9% pour atteindre un niveau de 8,3% en 2007. Le principal facteur ayant contribué à cette croissance est la solide performance de la demande intérieure. La croissance de la demande intérieure a en grande partie été soutenue par une politique fiscale expansive, ainsi qu'il ressort des années successives d'importants déficits publics. Au cours de la période 2000-2008, le déficit public était pour toutes ces années, à l'exception de 2006, supérieur aux limites maximales prescrites par le Pacte de stabilité européen, à savoir 3% du produit intérieur brut (PIB). Un octroi de crédit expansif – les crédits aux ménages et aux entreprises ont dans la même période augmenté de respectivement 29,6% et 14,8% en moyenne sur base annuelle – a en outre grandement contribué à la croissance de la consommation intérieure. Ces dettes publiques et privées ont été financées par le biais d'emprunts

Le pays empruntait sur base annuelle l'équivalent d'environ 10% du PIB, plombant sa dette externe

en masse à l'étranger. Le pays empruntait sur base annuelle l'équivalent d'environ 10% du PIB. Conséquence directe de cette dette externe, la charge d'intérêt à laquelle est confrontée la Grèce est passée entre 2000 et 2007 de seulement 0,7% à 3,2% du PIB.

Absence de mécanismes d'équilibrage

Le fait que la Grèce a pendant longtemps pu maintenir cette politique d'endettement est en grande partie dû à la protection offerte par son adhésion à la zone euro. Un pays isolé caractérisé par des déficits structurels de la balance des paiements aurait en effet subi une pression à la baisse sur sa monnaie, ce qui aurait empêché la croissance de la consommation (l'importation). De plus, une dévaluation de la monnaie aurait réduit l'endettement réel du pays en question en améliorant la capacité de remboursement. De plus, le mécanisme d'équilibrage lié aux taux d'intérêt a également fait défaut en raison de l'adhésion du pays à l'Union monétaire européenne. Suite à l'adhésion de la Grèce à la zone euro, le pays a longtemps pu bénéficier d'une prime de risque faible sur les marchés des capitaux internationaux. Les secteurs public et privé grecs ont ainsi pu s'autofinancer aux faibles taux d'intérêt en



vigueur pour tous les pays de la zone euro, indépendamment de l'endettement du pays. Les marchés financiers n'opéraient en d'autres termes pratiquement aucune distinction entre le risque pays sur l'Allemagne ou sur la Grèce. Ceci ressort explicitement du graphique ci-contre, qui reflète l'évolution des taux d'intérêt à long terme allemands et grecs.

L'absence de mécanismes d'équilibrage est d'ailleurs la raison pour laquelle le Pacte de stabilité a été créé. Etant donné que la politique fiscale est encore une compétence de l'Etat membre, mais que la politique monétaire – la fixation des taux d'intérêt et l'offre de monnaie – est depuis 2000 définie par la Banque centrale européenne, un certain nombre de règles ont été prévues – l'aspiration à une politique budgétaire équilibrée, avec un déficit public maximal de 3% du PIB et

une dette publique maximale de 60% du PIB – devant faire en sorte que des pays individuels ne contractent pas de dettes excessives compromettant le fonctionnement de la zone euro.

Réévaluation du risque

La crise économique et financière et les divers paquets d'incitants nationaux ont toutefois fait en sorte que les investisseurs ont de nouveau commencé à opérer une distinction entre les primes de risque des différents pays de la zone euro. Les pays très endettés et à la capacité de remboursement incertaine ont donc soudain été confrontés à une prime de risque nettement supérieure. Avec pour effet direct que les coûts de financement à long terme ont considérablement augmenté pour ces pays par rapport à l'Allemagne, avec la Grèce en tête. Ceci est encore ressorti d'une baisse de la notation pour la Grèce par les trois principales agences de notation, d'une baisse importante des cours des

actions grecs et d'un coût historiquement élevé pour les investisseurs en vue de se couvrir contre un éventuel défaut de paiement de la Grèce.

Marchés des capitaux internationaux

Cette attention accrue pour la pénible situation de la Grèce complique l'accès du pays aux marchés des capitaux internationaux. Pourtant, on estime que la Grèce doit refinancer, rien que pour 2010 et en plus du financement du déficit budgétaire, une somme d'environ 25 milliards d'euros. Et pour conclure de telles opérations de financement, la confiance des marchés des capitaux en Grèce est cruciale. Si le pays ne parvient pas à obtenir les crédits nécessaires, il pourrait y avoir une crise de liquidité susceptible d'avoir des répercussions très négatives sur la crédibilité de la construction monétaire européenne. Une crise de liquidité grecque pourrait avoir des conséquences négatives pour les autres membres de la zone euro, comparables à celles de la crise de confiance générale vis-à-vis du secteur financier suite à la faillite de Lehman Brothers. Des pays tels que l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, et pourquoi pas la Belgique, pourraient être les prochaines victimes.

D'où le fait que les autres pays membres de l'UE souhaitent que les choses n'aillent pas si loin et interviendront de préférence avant que cet effet cascade ne se produise. Les remarques de l'ancien ministre allemand des Finances, Peer Steinbrück, selon lesquelles l'Allemagne soutiendrait financièrement la Grèce si nécessaire, doivent être vues dans ce contexte. Le Pacte de stabilité interdit toutefois expressément de telles actions de sauvetage par d'autres Etats membres. Si les Etats membres s'offrent mutuellement une garantie implicite, qu'est-ce qui les empêche encore de s'en tenir aux restrictions du Pacte de stabilité ?

Solution interne

Pour que les choses n'aillent pas si loin, une lourde pression externe est exercée sur la Grèce – par l'intermédiaire de la Banque centrale européenne, de la Commission européenne, du président du Conseil européen – pour qu'elle résolve elle-même ses problèmes financiers. Mais pour que cela réussisse, d'importantes réformes et économies sont nécessaires, lesquelles se heurteront très probablement à l'incompréhension sociale. Beaucoup dépendra donc de la capacité du ministre grec des Finances à invoquer le sens de l'urgence afin de convaincre tous les acteurs nationaux de la nécessité de ces économies. Mais cela ne sera pas une sinécure. Car l'intention est de faire du colossal déficit public de 12,7% en 2010 un déficit public de seulement 2,8% en 2010. Le FMI a déjà été prié de fournir un avis technique.

Il n'y a toutefois aucune raison de désespérer. Dans le passé, des réformes qui étaient nécessaires pour prévenir la faillite imminente d'un pays, ont souvent formé la base d'un avenir fructueux – nous pensons par exemple au Mexique et à l'Inde. Pour utiliser les termes d'Emanuel Rahm, chef de cabinet de Barack Obama : "you never want a crisis to go to waste".

Frederick Teerlynck

Taux d'intérêt à long terme (source: OCDE)

