

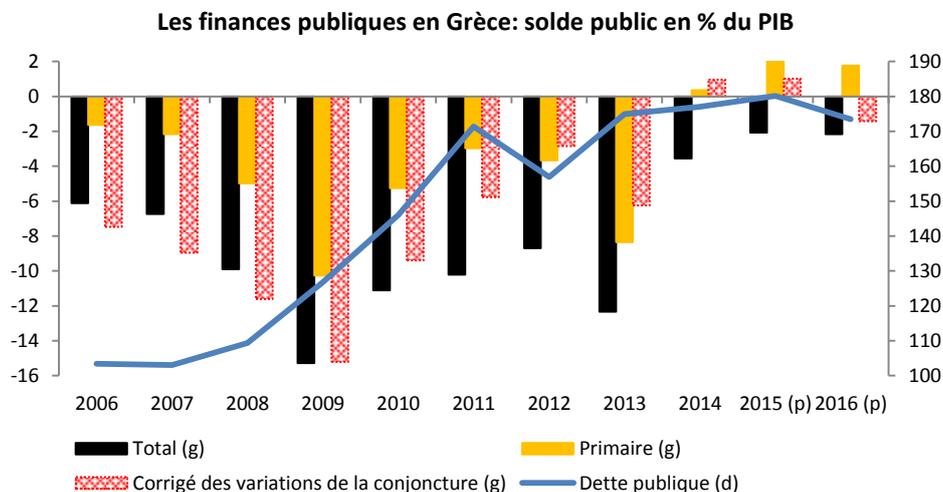
## Deux clarifications sur le dossier grec

Jeudi 25 juin 2015

Compte tenu de l'actualité, le présent flash se propose d'analyser deux idées largement répandues sur la situation économique de la Grèce.

## 1. Idée n° 1 : « La Grèce ne fait pas d'efforts »

Dans le débat public, il est parfois avancé l'idée que la Grèce ne réalise que peu (voire pas du tout) d'efforts pour remédier à la situation critique de ses comptes publics. Alors que les autres pays européens sont soumis à de fortes exigences budgétaires afin de respecter le pacte de stabilité et de croissance, la Grèce bénéficierait d'un statut « à part » qui lui permettrait d'accumuler des déficits de façon illimitée. S'il semble évident que les finances publiques grecques souffrent de **handicaps structurels majeurs** (difficulté à recouvrer l'impôt, régimes dérogatoires multiples...) posant de sérieuses questions sur la **soutenabilité financière** du pays, la **thèse d'une absence d'efforts semble inexacte** pour au moins deux raisons : d'une part, l'ampleur des mesures prises depuis le premier plan de sauvetage en 2010 ont eu un impact massif sur la population, avec des conséquences sociales et politiques ; d'autre part, la trajectoire des finances publiques fait apparaître un redressement incontestable. En effet, le **déficit public** a atteint un pic de **- 15 % du PIB en 2009** avant d'entamer une décrue interrompue ponctuellement en 2013 (qui était tout de même la sixième année consécutive de recul du PIB). En 2014, tant le **solde primaire**<sup>1</sup> (i.e. le solde avant le paiement des intérêts) que le **solde corrigé des variations de la conjoncture** affichaient un **excédent**, soit un meilleur résultat que la moyenne de la zone euro. Au vu de l'importance du stock de dette publique (**177 % du PIB en 2014**), la question est désormais de trouver le bon compromis entre la poursuite du redressement budgétaire (indispensable en termes de crédibilité) et la capacité du pays à renouer avec la croissance (nécessaire pour la confiance).



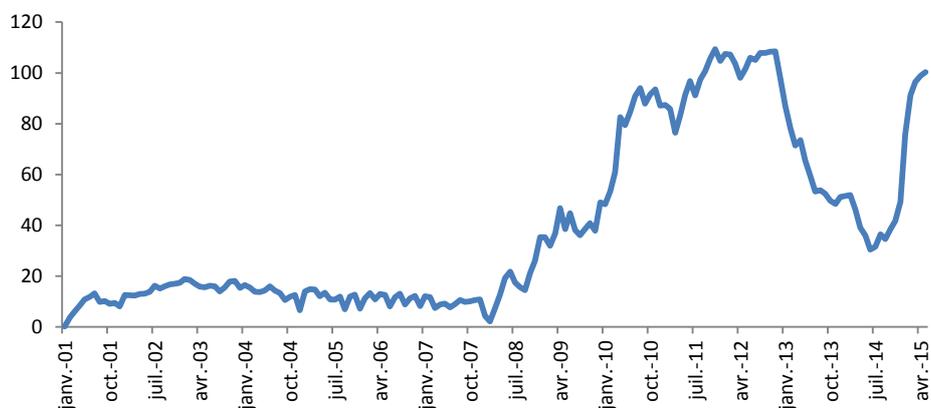
## 2. Idée n° 2 : « L'Europe est égoïste »

De façon symétrique à l'idée qui précède, plusieurs observateurs estiment que la situation actuelle de la Grèce résulte d'un **excès d'égoïsme de l'Union européenne**. Sous l'impulsion d'une Allemagne « intransigente », l'UE ne penserait qu'à ses intérêts aux dépens d'un peuple entier. S'il n'existe pas de définition précise quant au degré de solidarité existant entre pays, une analyse de la détention de la dette grecque permet d'apporter une première contradiction à cette affirmation : en effet, les **créanciers publics** détenaient en 2014 près de 80 % de celle-ci. Ils étaient en **très grande majorité européens** (45 % de détention via le Fonds européen de stabilité financière - FESF, 17 % de prêts bilatéraux, 10 % du FMI, 6 % de détention par la BCE). A titre d'exemple, la **France** était exposée (impact sur la dette publique) l'an dernier à hauteur de plus de **40Md€**, dont 11,4Md€ de prêts bilatéraux et 31Md€ de garanties au

<sup>1</sup> Cet indicateur est particulièrement surveillé dans le cadre de la négociation en cours entre le pays et ses créanciers.

titre du FESF<sup>2</sup>. En période de très forte contrainte budgétaire, **2 points de PIB d'exposition** (soit l'équivalent de l'effort consenti au titre du pacte de responsabilité et du CICE à l'horizon 2017) à un Etat étranger aux perspectives incertaines, est-ce une **marque d'égoïsme** ? Surtout, ce chiffre ne reflète qu'une partie de l'exposition du pays : en effet, il convient d'**ajouter** à cette somme environ **30Md€** au titre des mécanismes **SMP** (« *Securities Markets Programme* », achats de titres de certains pays par la BCE entre 2010 et 2012) et **TARGET-2** (« *Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* »). Derrière cet acronyme, le système européen de règlement des transactions entre banques centrales nationales (BCN) de la zone euro résultant d'ordres donnés par les acteurs économiques à leurs banques commerciales respectives. Supposons, à titre d'exemple, qu'un particulier grec achète à un particulier néerlandais un actif : agissant pour le compte de la BCN grecque (BoG), c'est la BCN néerlandaise (DNB) qui va se charger du paiement à la banque commerciale du vendeur, acquérant une créance contre la BoG ou, plus précisément, contre l'Eurosystème qui hérite, *in fine*, de la créance sur cette dernière<sup>3</sup>. Dans les faits, le **passif de la BoG** auprès de l'Eurosystème a nettement progressé depuis la mi-2014 (il s'élevait à **100Md€ en mai 2015**, soit un niveau comparable à celui du pic de 2012), faisant craindre des pertes importantes aux BCN de l'Eurosystème en cas de défaut de la BoG.

**Passif de la Banque de Grèce auprès de l'Eurosystème, en Md€**



Source : Afep à partir de Bank of Greece.

Enfin, le mécanisme d'urgence **ELA** (« *Emergency Liquidity Assistance* ») activé par la BoG en accord avec la BCE permet au système financier grec de poursuivre ses opérations après la décision de cette dernière (février 2015) de ne plus accepter comme collatéral les bons du Trésor grecs en raison de l'incertitude sur l'issue des négociations entre le pays et ses créanciers. En théorie, seule la BoG serait exposée aux risques de ce mécanisme, ELA étant un régime dérogatoire par rapport aux opérations courantes de politique monétaire. Toutefois, cette « assistance respiratoire » pourrait avoir un **impact systémique** si le montant des intérêts relatifs au volume de crédits émis sous ELA et dûs à l'Eurosystème devient durablement supérieur au montant des intérêts reçus par la BoG de l'Eurosystème. A titre d'illustration, **le volume d'ELA aurait été multiplié par 15** depuis le début de l'année (il représentait 78Md€ en mai 2015). Comme cela est clairement stipulé par la BCE, **ELA est un mécanisme exceptionnel** devant permettre à des établissements **solvables** de faire face à des **difficultés temporaires de liquidité** : il n'a donc, par définition, pas vocation à traiter des questions d'insolvabilité ni à se prolonger dans le temps.

\*\*\*

*Provoquant des débats passionnés, le dossier grec mérite une analyse factuelle. Celle-ci met en évidence le fait que, contrairement aux idées reçues, la Grèce et ses partenaires ont accompli des efforts conséquents depuis 2010 pour stabiliser une situation critique, avec une réelle solidarité intra-européenne. Toutefois, il ne s'agit vraisemblablement que d'un début compte tenu de la profondeur des difficultés grecques. Face à cette situation, la solution du « Grexit » serait sans doute celle de la facilité, en permettant au pays de substituer un triptyque « austérité, réformes, soutien financier » par un autre « dévaluation, inflation, appauvrissement » dont l'efficacité à moyen terme reste entièrement à démontrer. Enfin, il est probable que cette issue aurait des conséquences qui dépassent largement le champ économique (avenir de l'UE, enjeux géopolitiques en matière de défense et de sécurité...).*

<sup>2</sup> Pour l'Allemagne, le total serait de 56Md€, dont 15Md€ de prêts bilatéraux.

<sup>3</sup> Un raisonnement similaire s'applique aux mouvements de capitaux (retraits de fonds et transferts dans un autre pays...).