

LA GRÈCE SUR LA CORDE RAIDE

Céline Antonin, Raul Sampognaro, Xavier Timbeau, Sébastien Villemot

OFCE, Sciences Po

Depuis l'élection de Syriza fin janvier 2015, la crise grecque est de nouveau sous les feux de l'actualité. La volonté des dirigeants de Syriza de rompre avec le programme d'austérité imposé par la troïka a donné lieu à une négociation âpre, qui a débouché sur un premier accord avec l'Eurogroupe, le 20 février 2015. Cet accord, conditionné à des réformes qui ne sont pas encore négociées, n'a pour l'instant pas permis à la Grèce de recevoir la tranche de 7,2 milliards d'euros promise, alors même que les échéances de remboursement de dette publique se succèdent, rendant à chaque fois le risque de défaut plus important. Sur l'ensemble de l'année 2015, le gouvernement grec doit faire face à 15 milliards d'euros d'échéances de moyen et long terme, hors charges d'intérêts, sans compter ses dépenses courantes, alors même que les recettes fiscales se réduisent sous l'effet de l'incertitude, de la panique bancaire (*bank run*) et de la fuite de capitaux.

Étant donnée la forte incertitude qui règne, il est très difficile de prévoir ce qui va se passer dans quelques semaines. Cette étude se fixe un objectif différent. Il s'agit ainsi d'analyser la situation conjoncturelle, budgétaire et bancaire de la Grèce début 2015. Après avoir procédé à cette analyse, nous nous intéressons, d'un point de vue prospectif, aux conséquences potentielles d'une sortie de la Grèce de la zone euro. Enfin, nous nous attachons à décrire plusieurs scénarios macroéconomiques possibles, à long terme (horizon 2050) si la Grèce reste dans la zone euro, afin d'éclairer les enjeux d'une négociation ouverte sur la trajectoire budgétaire et la question de la dette. De cette comparaison, nous tirons la conclusion que le scénario le plus raisonnable est celui d'une restructuration avec réduction significative de la valeur présente de la dette publique, car lui seul permet de diminuer sensiblement la probabilité de sortie de l'euro, ce qui est non seulement dans l'intérêt de la Grèce mais aussi de la zone euro dans son ensemble. En outre, ce scénario diminuerait l'ampleur de la dévaluation intérieure nécessaire pour stabiliser la position extérieure grecque. Si l'Eurogroupe refusait le principe d'une restructuration de la dette grecque, un nouveau programme d'aide devrait être accordé, et ceci dans des délais brefs afin d'interrompre la crise de confiance en cours. Ce plan devrait mobiliser autour de 95 milliards d'euros et son succès resterait tributaire des surplus budgétaires primaires conséquents que la Grèce devra produire au cours des prochaines décennies, alors même que la résorption des déséquilibres externes ne serait pas assurée.

Fin avril 2015, les négociations entre l'Eurogroupe et le gouvernement grec semblent être dans l'impasse¹. D'un côté, le gouvernement dirigé par Syriza a été élu pour mettre fin à l'austérité et renégocier la dette publique considérée insoutenable alors que de l'autre, l'Eurogroupe s'en tient à la stratégie déjà arrêtée avec le gouvernement précédent, à savoir un excédent primaire substantiel² qui détermine la valeur nette de la dette à rembourser, le reste devant être absorbé par le maintien d'un taux d'intérêt hors marché pour une période de temps probablement longue. Cela étant, pour que l'Eurogroupe s'engage dans ce soutien à la Grèce, la contrepartie exigée est un train de réformes majeures³. Alors que les négociations n'avancent pas, le gouvernement grec accumule les difficultés depuis quatre mois. Les échéances de dette publique se succèdent. Au mois d'avril 2015, la Grèce doit faire face à 460 millions d'euros dus au FMI, mais également à plus de 2,4 milliards d'euros de bons du Trésor à court terme qui arrivent à échéance. Une partie de ces bons du Trésor sont détenus par les banques privées grecques qui, suivant les recommandations de la BCE, pourront maintenir leur encours de titres publics grecs. Pour le reste, le gouvernement grec n'a plus beaucoup de solutions et aurait épuisé les trésoreries des organismes qu'il contrôle. Sur l'ensemble de l'année 2015, le gouvernement grec doit faire face à plus de 15 milliards d'euros d'échéances (remboursement du principal, hors refinancement de la dette à court terme), alors qu'il espère au mieux un solde budgétaire négatif de 2 milliards d'euros. Tout accès au financement est fermé pour le moment, que cela soit auprès du FMI, des pays membres de l'Eurogroupe, de la BCE, du

1. Compte tenu de la dynamique d'enchaînement des événements, il convient de rappeler que cette version du texte a été arrêtée le 30 avril 2015.

2. Substantiel veut dire supérieur à 4,5 % du PIB grec, soit 10 milliards en 2016, selon les projections de la Commission européenne publiées début 2015. Ce surplus primaire, s'il était maintenu permettrait de réduire la dette publique grecque à 120 % du PIB d'ici à 2030 (voir les simulations présentées dans cette étude). Il semble cependant impossible de maintenir un tel excédent dans un pays en crise sur une période prolongée. Le gouvernement Samaras était supposé avoir engagé des négociations pour réduire le surplus primaire cible à moyen terme, sans traduction immédiate concrète. L'accord de l'Eurogroupe du 20 février 2015 accorde plus de souplesse pour l'année 2015, sans toutefois donner de cible chiffrée, et sans diminuer l'effort exigé à partir de 2016 (voir encadré 2).

3. [La liste détaillant les mesures](#) envisagées par le gouvernement grec envoyé à l'Eurogroupe et publiée le 2 avril par le *Financial Times* traduit bien l'état des négociations qui ont « progressé », mais qui sont loin d'avoir abouti et achoppent encore sur le principe même de la négociation.

MES ou des acteurs privés ; seules la Chine ou la Russie pourraient prêter à la Grèce, mais pour des montants trop faibles. Un accord entre la Grèce et l'Eurogroupe est donc incontournable pour sortir de l'impasse.

Dans le même temps, l'État grec doit faire face à ses dépenses mensuelles, et les recettes fiscales se réduisent sous l'effet de l'incertitude, de la panique bancaire (*bank run*) qui paralyse le crédit national aux agents privés (*credit crunch*) et de la fuite de capitaux. L'incertitude n'est pas uniquement liée à la sortie possible de la Grèce de la zone euro mais réside également dans la nature de l'accord avec l'Eurogroupe, qui conditionnera l'ampleur des ajustements budgétaires et la façon dont ils frapperont les citoyens. L'incertitude est également politique. L'aile gauche de Syriza (qui représente plus d'un tiers du parti) apparaît comme un obstacle à la résolution de la crise aux yeux des créanciers, et un changement d'alliance pour le gouvernement Tsipras semble être un objectif de l'Eurogroupe (*Financial Times*, 5 avril 2015, « Frustrated officials want Greek premier to ditch Syriza far left »). L'état des recettes fiscales publié par le gouvernement grec en avril ([State Budget Execution for March of 2015](#)) indique que les recettes fiscales ordinaires pour les trois premiers mois de l'année sont inférieures de 5,2 % aux prévisions. La contrainte de trésorerie à court terme place donc le gouvernement grec dans un étau qui se referme. Pourquoi continuer de rembourser ses créanciers, alors que l'échec des négociations conduirait le pays vers la sortie de la zone euro et le forcerait au défaut ? Il est clair qu'un défaut mettrait un terme aux négociations ou obligerait le gouvernement grec à accepter les conditions de l'Eurogroupe. La sortie par « accident », selon l'expression de Wolfgang Schäuble, devient donc de plus en plus probable alors que chaque négociation entre la Grèce et l'Eurogroupe est l'occasion d'une tension renouvelée et médiatisée.

Étant donnée la forte incertitude qui règne, cette étude ne prétend pas prévoir ce qui va se décider dans les prochaines semaines. En revanche, nous pouvons en éclairer les éléments déterminants. Dans une première partie, nous analysons la situation conjoncturelle, budgétaire et bancaire de la Grèce début 2015. Dans une deuxième partie, nous analysons les conséquences potentielles d'une sortie de la Grèce de la zone euro, d'un point de vue théorique, et en nous appuyant sur le cas de l'Argentine. Dans

une troisième partie, nous faisons l'hypothèse que la Grèce reste dans la zone euro et nous comparons plusieurs scénarios macroéconomiques après simulation ; cette comparaison nous permet de choisir le scénario qui nous semble le plus raisonnable, c'est-à-dire permettant à la fois d'écarter définitivement le risque du défaut et d'éviter de payer le prix d'une sortie de l'euro.

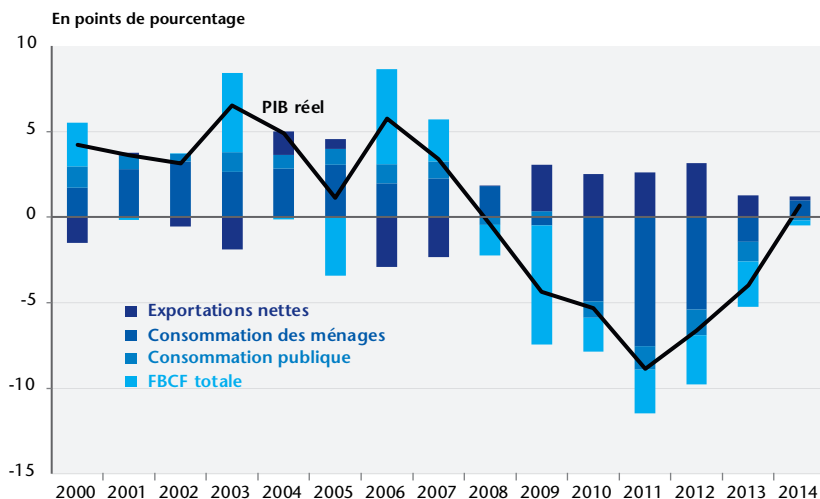
1. La situation grecque aujourd'hui

1.1. Le retour timide de la croissance : un feu de paille ?

Après six années consécutives de récession, la Grèce a retrouvé le chemin de la croissance au premier trimestre 2014. Bien qu'elle ait subi une crise de magnitude historique (voir encadré 1), le regain de croissance reste timide, alors qu'on aurait pu attendre un rebond plus important, sous l'effet des gains de compétitivité. En effet, alors que le PIB s'est contracté de 25 % en volume entre 2008 et 2013, la croissance en 2014 atteint à peine 0,7 % sur l'année 2014 (et 1,3 % au dernier trimestre 2014, en glissement annuel).

Cette timide reprise s'appuie surtout sur la progression de la consommation des ménages (graphique 1), qui représente 70 % du PIB. La consommation privée a progressé de 1,4 % sur l'année

Graphique 1. Croissance du PIB et contributions

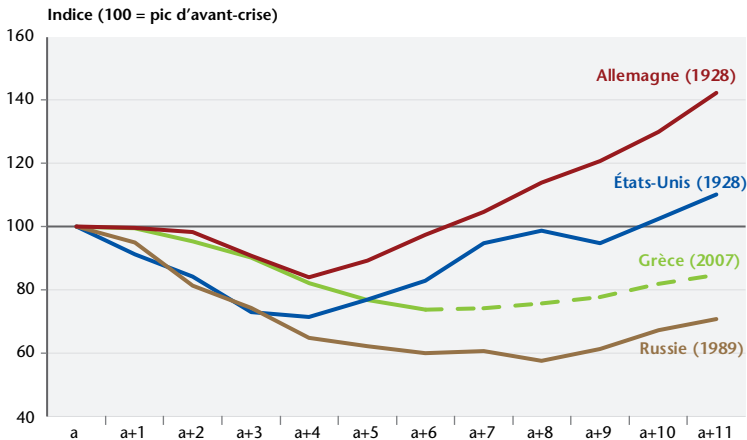


2014, portée par un taux d'épargne brut négatif (-1,9 % en 2014, après -6,0 % en 2015) et reste grevée par le niveau élevé du chômage et la politique de modération salariale (baisse du salaire minimum). Le taux de chômage a néanmoins amorcé une décrue, passant de 27,2 % au premier trimestre 2014 à 25,9 % au quatrième trimestre, grâce à la création d'emplois dans le secteur privé.

Encadré 1. Une crise exceptionnelle dans l'histoire

Entre 2008 et 2013, le PIB grec a reculé de 25 % et selon les dernières prévisions du FMI, la Grèce ne devrait pas retrouver son pic d'activité d'avant-crise avant 2020. Une crise de cette magnitude a peu d'équivalents dans l'histoire. À titre de comparaison, dans les pays avancés une crise financière se traduit en moyenne par une baisse du PIB de 9,4 %, le creux d'activité est atteint en 2,8 années et le pays retrouve son niveau d'activité d'avant-crise en 7,3 années selon Reinhart et Rogoff (2014). Parmi les épisodes de crise identifiés par les auteurs, la chute du PIB grec serait la cinquième plus forte crise depuis la deuxième moitié du 19^e siècle. À ce stade, la baisse du PIB grec serait comparable à celle de la « Grande Dépression » de 1929 aux États-Unis (-28,6 %). Toutefois, la crise américaine a été plus courte – la phase baissière a duré 4 ans – et la reprise ultérieure a été plus rapide, du moins par rapport aux prévisions actuellement publiées par les organisations internationales pour la Grèce (graphique 2).

Graphique 2. Évolution du PIB lors de quelques crises dans des pays avancés



Note de lecture : l'axe horizontal représente l'année où le PIB a atteint son pic (l'année est écrite entre parenthèses dans la légende).

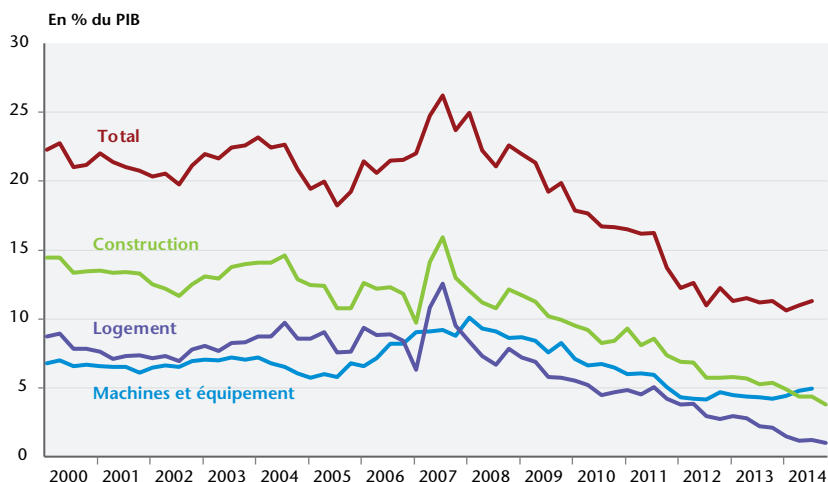
Source : Eurostat, base de données historiques de Maddison, pour la Grèce : prévisions OFCE (avril 2015) en 2015-2016, puis prévisions WEO (octobre 2014) à partir de 2016.

Pour trouver des crises plus fortes il faut se focaliser dans des pays ayant subi de profonds bouleversements politiques et géopolitiques. Ainsi, dans l'échantillon de Reinhart et Rogoff la crise la plus sévère est celle qui a été déclenchée en Espagne en 1931, dont le creux a été atteint en 1940, incorporant ainsi les années de la guerre civile. D'autres crises ont eu des effets encore plus forts et durables sur l'activité mais leur origine n'était pas purement financière ; de ce fait elles sont exclues de l'échantillon. Par exemple, la baisse du PIB russe à la suite de la chute du bloc de l'Est reste la crise plus sévère ayant affecté un pays avancé : le recul maximal du PIB a été de 42 % et celui-ci n'a retrouvé son niveau de 1990 qu'en 2007. Ainsi, si les négociations en cours entre la Grèce et ses partenaires de la zone euro échouent, une nouvelle dégradation à court terme de la situation grecque serait vraisemblable et confirmerait une chute de l'activité exceptionnelle dans l'histoire des crises financières en temps de paix.

L'investissement reste déprimé, en raison des conditions de crédit difficiles et de l'incertitude sur les perspectives économiques : alors que l'investissement total représentait 20 % du PIB en 2009 (surtout dans les secteurs du tourisme et du transport maritime), il est tombé à son niveau le plus bas en 2013 (11,3 % du PIB). Contrairement à des pays comme l'Espagne, la reprise de l'investissement en Grèce reste très limitée, en particulier dans le secteur de la construction et du logement, mais également dans le secteur machines-outils et équipement (graphique 3). Le taux d'utilisation des capacités s'est légèrement redressé, passant de 66 % en 2013 à 68 % en 2014, mais il est encore loin de son niveau d'avant-crise (75 % en 2008), et les carnets de commandes restent dégaris.

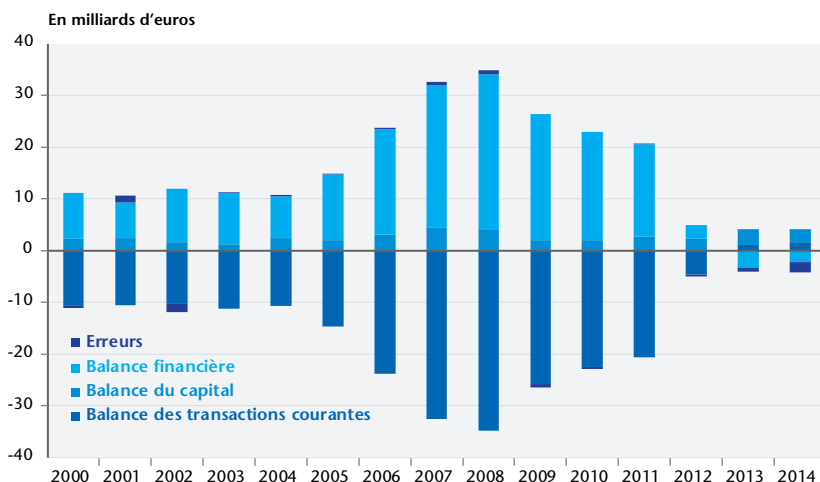
Cette faiblesse de l'investissement se retrouve dans la balance financière (graphique 4). Depuis 2009, les investissements de portefeuille ont quitté le pays : jusqu'en 2012, ils ont été compensés par d'autres types d'investissements, mais depuis 2013, étant donné l'incertitude politique et la crise économique, la balance financière est devenue négative. À l'inverse, la balance des transactions courantes s'est légèrement améliorée. Mais cette amélioration vient surtout de la contraction de la demande, qui a réduit le déficit de la balance commerciale (passée de 44 milliards d'euros en 2008 à 19 milliards en 2014). Notons néanmoins l'amélioration de la balance des services, passée de 13 à 20 milliards d'euros entre 2010 et 2014.

Graphique 3. Taux d'investissement en Grèce, 2000-2014



Sources : El.stat, calculs des auteurs.

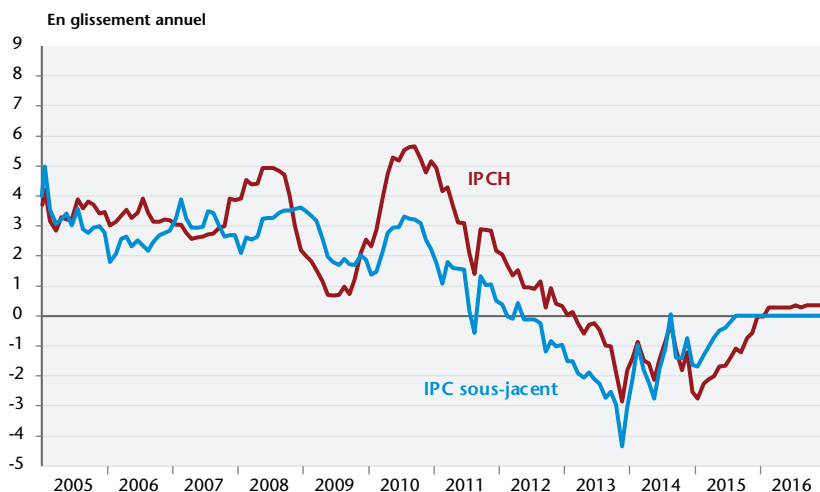
Graphique 4. Décomposition de la balance des paiements grecque, 2000-2014



Sources : El.stat, calculs des auteurs.

Par ailleurs, la déflation se poursuit : non seulement l'indice des prix à la consommation sous-jacent diminue toujours depuis mai 2012 (en glissement annuel), à cause de la forte rigueur salariale, mais en outre, la forte baisse des prix du pétrole depuis septembre 2014 a entraîné une forte baisse de la composante énergétique (graphique 5). La baisse des prix atteint ainsi 2,8 % en janvier 2015 (glissement annuel).

Graphique 5. IPC et IPC sous-jacent, 2005-2016 (p)



Sources : Eurostat, calculs des auteurs.

1.2. Une reprise fragile qui peut être remise en cause par une nouvelle crise de défiance

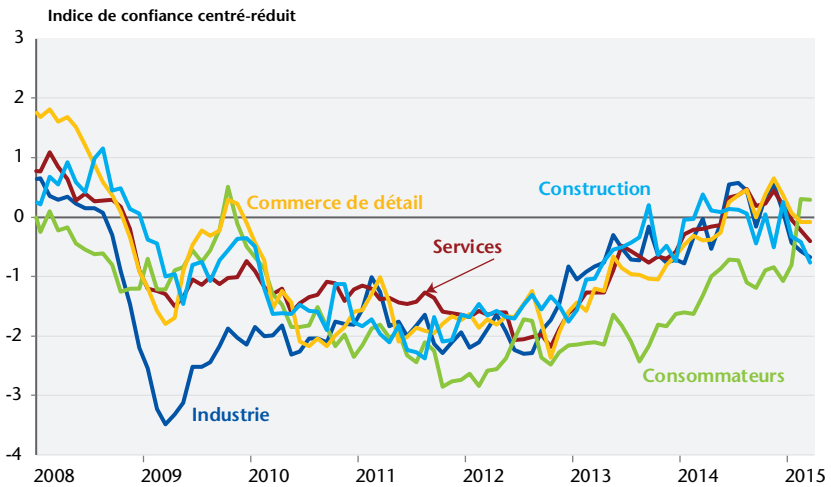
Selon les dernières prévisions de moyen terme des principales organisations internationales, la croissance devrait se poursuivre dans les années à venir⁴, mais à un rythme insuffisant pour permettre à la Grèce de retrouver son niveau d'activité d'avant-crise à l'horizon de l'année 2020. En outre, en dépit des ajustements réalisés et des réformes structurelles mises en place depuis le déclenchement de la crise, la situation patrimoniale des acteurs privés et publics reste très dégradée (*cf. infra*), ce qui empêche le déclenchement d'une véritable phase de reprise. Or, non seulement la croissance naissante repose sur des bases fragiles mais, en outre, le choc de défiance observé depuis le début de l'année peut remettre en cause les perspectives des institutions internationales pour 2015. Depuis le second semestre 2014, l'indice de confiance des entrepreneurs (graphique 6) s'établissait au-dessus de sa moyenne historique dans la totalité des secteurs suivis par l'enquête de conjoncture réalisée par la Commission européenne (industrie, services, commerce de détail et construction). Or, un

4. Le FMI prévoit une croissance du PIB de +2,5 % en 2015 puis de +3,7 % en 2016 (prévision d'avril 2015), la Commission européenne prévoit quant à elle +2,5 % en 2015 et 3,6 % en 2016 (prévision de février 2015) et l'OCDE attend une croissance de +2,3 % en 2015 et +3,3 % en 2016 (prévision datant de novembre 2014).

retournement marqué de la situation est observé depuis le mois de janvier 2015 et ceci dans l'ensemble des secteurs. En particulier, les entrepreneurs sont plus pessimistes en ce qui concerne leurs perspectives d'activité et de demande pour les mois à venir. *A contrario*, les ménages grecs sont plus optimistes depuis le début de l'année 2015. L'indice de confiance des ménages a augmenté significativement, porté par la nette amélioration des perspectives sur le front du chômage.

Dans ce contexte, pour confirmer le scénario de reprise progressive sur lequel table l'ensemble des institutions internationales et écarter tout risque de rechute de l'économie grecque en récession, une résolution rapide des incertitudes apparaît fondamentale.

Graphique 6. Indice de confiance des consommateurs et des entrepreneurs dans différents secteurs



Source : Commission européenne (enquêtes de mars 2015).

Cependant, le début de panique bancaire (*bank run*) qui frappe les banques grecques (*cf. infra*) et l'incertitude générale qui règne ne permettent pas d'exclure un très fort ralentissement au début de l'année 2015, voire un retour en récession.

1.3. Une situation budgétaire périlleuse

Entre 2009 et 2014, le gouvernement grec a procédé à une consolidation budgétaire de grande ampleur. Le déficit nominal est ainsi passé de 15,2 % à 2,5 % du PIB entre ces deux dates, soit une

amélioration moyenne d'environ 2,5 points de PIB par an, ce qui correspond à un ajustement structurel encore plus important étant donné la chute prononcée de l'activité. Les efforts budgétaires ont porté principalement sur les dépenses. Hors intérêts, elles ont baissé de presque un tiers en 5 ans. Du côté des recettes, le taux de prélèvements obligatoires a augmenté de 5,9 points, la plus forte évolution au sein de la zone euro au cours de cette période, signe d'une forte hausse de la pression fiscale. À l'issue de cette longue purge budgétaire, les finances publiques affichent pour la première fois en 2014 un excédent primaire de 1,7 % du PIB. Cet excédent est évidemment une bonne nouvelle du point de vue des créanciers, puisqu'il indique une capacité à faire baisser le stock de dette et donc à procéder à des remboursements effectifs. Cela étant, il renforce également la position du gouvernement grec dans l'optique d'une restructuration de la dette, dans la mesure où il indique la capacité du gouvernement à se passer de financements externes en cas de répudiation totale de sa dette (sans préjuger des autres conséquences négatives qu'un défaut ne manquerait pas de provoquer). En ce qui concerne le solde structurel, la Commission européenne estime qu'il représentait en 2014 un excédent de 1,9 % du PIB potentiel : en y réintégrant la charge d'intérêts, on obtient donc un excédent structurel primaire d'environ 6,1 % du PIB, ce qui indique l'existence de marges fiscales supplémentaires en cas de redémarrage de l'activité et donc de fermeture progressive de l'écart de production (estimé à -12,8 % en 2014 par l'OCDE et à -10,3 % par la Commission européenne)⁵.

En ce qui concerne le stock de dette, celui-ci a atteint 176,3 % du PIB en 2014, après 174,9 % en 2013. Ce niveau correspond sensiblement à celui de 2011, soit avant la restructuration de 2012 qui n'a donc pas permis de faire baisser durablement le niveau d'endettement. Cette mauvaise dynamique du ratio dette sur PIB depuis la restructuration est pour moitié due à un effet « numérateur », c'est-à-dire les importants déficits publics de 2012 et 2013, et pour une autre moitié due un effet « dénominateur », c'est-à-dire la forte contraction du PIB durant ces deux années. Le retour – certes balbutiant – de la croissance, et la présence d'un excédent primaire

5. Les évaluations du solde structurel, soumises en général à une forte incertitude, doivent être prises avec une prudence particulière pour le cas grec car il est difficile à ce stade d'évaluer l'impact de la crise sur le PIB potentiel et donc sur l'écart de production.

permettent ainsi d'envisager une baisse du ratio dette sur PIB en 2015, même en l'absence d'une nouvelle restructuration.

Le tableau 1 indique la décomposition du stock de dette au 31 décembre 2014 par type d'instrument ou de créancier. La dette est aujourd'hui détenue à 61 % par les États européens, soit directement, soit indirectement *via* le FESF. L'Eurosystème détient environ 9 % du total, et le FMI environ 7 %. La dette de marché représente seulement 17 % du total, conséquence de la restructuration de 2012.

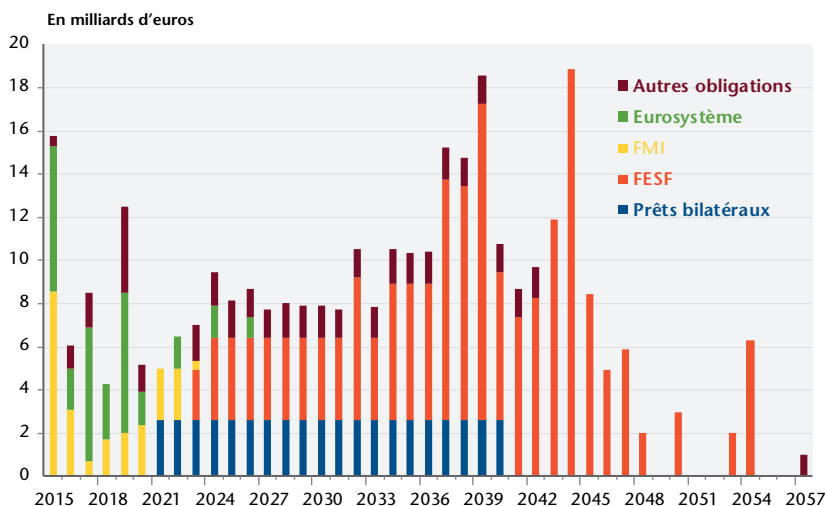
Tableau 1. Composition du stock de dette au 31 décembre 2014

	Mds €	Fraction en %
Total	317,7	100,0
Titres de dette négociables	82,1	25,8
Billets de trésorerie (court terme)	14,5	4,6
Bons du trésor (long terme)	67,6	21,3
Dont BCE et banques centrales nationales	29,5	9,3
Dont secteur privé (obligations pré-2012)	3,5	1,1
Dont secteur privé (obligations post-2012)	34,6	10,9
Prêts	235,6	74,2
FMI	23,5	7,4
Pays de la zone euro	194,8	61,3
Dont 1 ^{er} plan d'aide (Greek Loan Facility)	52,9	16,7
Dont participation du secteur privé de 2012 (FESF)	34,6	10,9
Dont 2 ^e plan d'aide (FESF)	107,3	33,8
Autres prêts et instruments (Repos)	17,3	5,4

Sources : Commission européenne, FMI, FESF, BCE, Agence publique de gestion de la dette grecque, Zettelmeyer *et al.* (2013).

Le profil d'amortissement de la dette publique est très étalé dans le temps (graphique 7), notamment à la suite de l'accord intervenu lors de l'Eurogroupe du 13 décembre 2012 pour les prêts bilatéraux et ceux du FESF. Jusqu'en 2020, les remboursements concernent uniquement les prêts du FMI ainsi que les obligations, en particulier celles détenues par l'Eurosystème ; à partir de 2020, l'essentiel des remboursements concerne les prêts directs ou indirects des autres États européens.

Graphique 7. Profil d'amortissement de la dette grecque, hors dette à court terme



Sources : Commission européenne, FMI, FESF, BCE, Agence publique de gestion de la dette grecque, Zettelmeyer *et al.* (2013).

En particulier, les remboursements prévus pour l'année 2015 sont particulièrement élevés. Si l'on omet la dette à court terme⁶, la Grèce doit rembourser 8,6 milliards d'euros de prêts au FMI, ainsi que 6,7 milliards d'euros d'obligations arrivant à échéance et détenues par l'Eurosystème (c'est-à-dire la BCE et les banques centrales nationales de la zone euro), auxquels s'ajoutent environ 7,3 milliards d'euros de charge d'intérêts.

Le remboursement des prêts du FMI est étalé sur tous les mois de l'année 2015, tandis que le remboursement de l'Eurosystème est concentré en juillet et août 2015, avec des échéances totales de 4 milliards en juillet et près de 3,5 milliards en août. Un « mur de la dette » s'annonce pour l'été 2015, si ce n'est avant, et sans restructuration ou nouveau plan d'aide mis en place d'ici cette échéance, on voit mal comment le gouvernement grec pourrait éviter le défaut de paiement. De nouveaux prêts pourraient néanmoins intervenir au cours de l'année 2015, qui pourraient venir desserrer la contrainte budgétaire sans pour autant boucher entièrement le trou de financement. L'accord obtenu auprès de l'Eurogroupe du

6. Le refinancement de la dette à court terme dépend de trois paramètres : le plafond d'endettement à court terme du gouvernement, décidé par la BCE ; l'accès des banques privées grecques au refinancement de la BCE et l'évolution des dépôts bancaires.

20 février 2015 (encadré 2) ouvre la possibilité d'un déboursement de 1,8 milliard d'euros du FESF d'une part, et de 3,5 milliards d'euros du FMI d'autre part. En outre, le gouvernement grec peut également prétendre à la rétrocession de 1,9 milliard d'euros d'intérêts versés en 2014 à l'Eurosystème au titre des obligations grecques détenues par celui-ci. Cela fait un total de 7,2 milliards d'euros qui pourraient être déboursés, à condition d'obtenir avant le 30 juin le feu vert des institutions (Commission européenne, BCE et FMI) qui se décideront en fonction de l'état des réformes prévues par le gouvernement grec.

Encadré 2. Accord de l'Eurogroupe, le 20 février 2015

Le deuxième programme d'ajustement économique pour la Grèce, qui consistait en un soutien financier sous forme de prêts des États européens et du FMI en échange de réformes structurelles et d'une étroite surveillance, arrivait à expiration le 28 février 2015. La fin du programme aurait notamment eu pour conséquence d'interrompre l'accès auprès des banques grecques à des liquidités supplémentaires à des conditions privilégiées, et de précipiter le pays dans une crise bancaire dans un contexte de fuite des dépôts. Le nouveau gouvernement grec, élu le 25 janvier 2015, disposait donc d'un temps limité pour trouver un accord avec ses partenaires. Il y est néanmoins parvenu lors de la réunion de l'Eurogroupe du 20 février 2015, qui a prolongé le programme d'assistance de 4 mois supplémentaires.

L'accord obtenu ouvre la possibilité de nouveaux déboursements en provenance du FESF, du FMI, ainsi que la rétrocession des intérêts sur les obligations grecques détenues par l'Eurosystème. Ces déboursements sont cependant suspendus à un accord favorable des institutions (extroïka : BCE, FMI et Commission européenne) consécutif à la mise en place des réformes promises par le gouvernement grec. L'accord devrait également soulager le système bancaire grec en permettant à la BCE de poursuivre le programme ELA (*Emergency Liquidity Assistance*, voir encadré 3) et, peut-être, de rétablir l'éligibilité des obligations grecques comme collatéral dans les opérations de refinancement.

L'accord s'inscrit dans la continuité du programme d'assistance préexistant, avec toutefois quelques inflexions. Si la Grèce s'engage à honorer toutes ses obligations financières vis-à-vis de ses créanciers, une flexibilité dans l'ajustement budgétaire est accordée pour 2015, l'excédent primaire attendu n'étant plus explicité et devant être déterminé en fonction des « circonstances économiques ». Les nouvelles autorités grecques s'engagent à ne pas prendre de façon unilatérale des mesures qui pourraient avoir un impact fiscal négatif, mais elles auront doréna-

vant le pouvoir d'initiative sur les réformes à mettre en place, alors que celles-ci étaient auparavant proposées par la troïka.

Une première liste de propositions de réformes a été envoyée par le gouvernement grec le 23 février 2015. Ces propositions s'orientent autour de 4 axes :

- *des réformes budgétaires et fiscales* : suppression de niches fiscales ; lutte contre la fraude et l'évasion fiscale, en coopération avec les partenaires européens ; renforcement de l'indépendance du fisc ; rationalisation des dépenses publiques non-salariales ; lutte contre la corruption dans l'administration ; rationalisation de la gestion des ressources humaines dans l'administration ;
- *la stabilité financière* : récupération plus efficace des arriérés de paiement des impôts, en discriminant entre les débiteurs réellement en difficulté et ceux de mauvaise foi ; utilisation du Fonds hellénique de stabilité financière uniquement aux fins de recapitalisation bancaire (le nouveau gouvernement grec aurait préféré réorienter les 11 milliards d'euros de ce fonds vers d'autres usages) ; arrêt de l'expropriation des petits propriétaires surendettés et de bonne foi ;
- *la promotion de la croissance* : engagement à ne pas remettre en cause les privatisations déjà effectuées et à poursuivre les processus de privatisation déjà engagés ; examen de la pertinence de nouvelles privatisations ; expansion des programmes d'aide à l'emploi, sous réserve de l'espace fiscal nécessaire ; examen d'une augmentation du salaire minimum, en accord avec les partenaires européens, et à condition que cela n'impacte pas négativement la compétitivité ; élimination de barrières à la compétition sur le marché des biens ;
- *la résolution de la crise humanitaire* : transferts ciblés vers les ménages les plus pauvres pour garantir l'accès à la nourriture, au logement, aux services de santé et à l'énergie, en veillant à ce que cela n'ait pas d'impact fiscal négatif.

Ces propositions ont reçu un premier avis favorable de l'Eurogroupe et des institutions, en dépit de critiques du FMI sur l'insuffisance de réformes concernant le marché du travail. Le processus va maintenant se poursuivre pour préciser le contenu de ces réformes, procéder à leur mise en place, et obtenir un *satisfecit* des institutions, ouvrant la voie aux déboursements des fonds prévus. La conclusion positive de ce processus est donc encore sujette à une certaine incertitude, avec tous les risques que cela implique au niveau des finances publiques.

1.4. Un système bancaire fragile

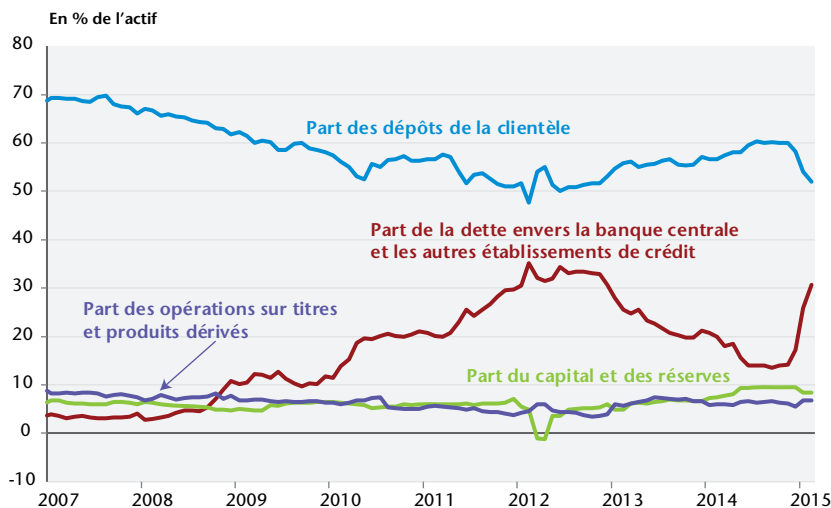
La crise a eu pour effet d'accélérer la concentration du secteur bancaire grec. Ainsi, la part des cinq plus grandes institutions de crédit (mesurée par leur poids dans le total des actifs) est passée de 69 % à 94 % du PIB entre 2009 et 2013. En outre, le mode de financement des banques grecques s'est profondément modifié depuis la crise (voir graphique 8). Alors que les dépôts représentaient, avant 2008, les deux tiers du passif, cette part a progressivement baissé jusqu'en mars 2012, date du plan de restructuration de la dette grecque avec le secteur privé (*Private sector involvement*). Parallèlement, les banques se sont tournées vers la BCE, qui leur a fourni des liquidités en acceptant comme collatéral les bons du Trésor grec, pourtant non admissibles *a priori* comme collatéral en raison de la mauvaise qualité de risque. À la suite de la restructuration de la dette, la situation est allée vers une normalisation, avec une augmentation de la part des dépôts dans le passif des banques. Cependant, depuis novembre 2014 et l'annonce de la potentielle victoire de Syriza, on a assisté à une fuite massive des dépôts. D'après la Banque centrale de Grèce, le montant des dépôts de la clientèle a baissé de près de 30 milliards d'euros, passant de 214 à 185 milliards d'euros entre novembre 2014 et février 2015.

Pour compenser cette fuite, les banques grecques ont eu massivement recours aux opérations de refinancement de l'Eurosystème. La BCE a cessé le 5 février d'accepter les obligations grecques comme garantie, reportant la charge du financement sur l'ELA (*Emergency Liquidity Assistance*, voir encadré 3) via la banque centrale grecque. Le taux des opérations ELA est bien plus élevé pour les banques que celui des opérations de refinancement classique, ce qui alourdit le poids de l'endettement pour le système bancaire grec. En outre, le montant de liquidités accordé dans le cadre de l'ELA est temporaire, limité et conditionnel à l'acceptation de la BCE au-delà d'un plafond, que la BCE a jusqu'à maintenant élevé en fonction des besoins des banques grecques.

Par ailleurs, la BCE refuse d'appliquer à la Grèce le mécanisme d'assouplissement quantitatif et d'acheter des obligations grecques, tant que le second programme d'ajustement ne sera pas achevé et qu'une évaluation post-programme n'aura pas eu lieu. Cela étant, si la fuite des dépôts s'intensifie, et si les fonds de l'ELA s'épuisent, les banques grecques seront confrontées à une crise

majeure de liquidité, qui obligera à la mise place d'un contrôle des flux de capitaux limitant les retraits autorisés.

Graphique 8. Décomposition du passif des établissements de crédit grecs, janvier 2007-février 2015



Note : En mars et avril 2012, le capital et les réserves affichent une valeur négative, en raison du plan de restructuration de la dette publique grecque (avec une décote sur les titres), qui s'est traduit par des pertes importantes pour les investisseurs privés, et en premier lieu les banques grecques. Parallèlement à ce plan, les banques grecques ont été recapitalisées, mais la recapitalisation s'est faite progressivement, d'où le délai d'ajustement comptable.

Source : Banque de Grèce, calculs des auteurs.

Cette fuite des dépôts intervient dans un contexte où les banques grecques sont encore fragiles, ainsi que l'a montré la revue de la qualité des actifs réalisée par la BCE en octobre 2014⁷. Trois des quatre principales banques grecques (Eurobank, la Banque nationale de Grèce et la Banque du Pirée) avaient révélé une insuffisance de capital réglementaire de 8,7 milliards d'euros au total (tableau 2) en cas de scénario adverse.

7. En vue de sa mission de surveillance prudentielle des banques à partir de novembre 2014, la BCE avait en effet réalisé une évaluation complète de 130 banques européennes à l'automne 2014, comprenant deux éléments :

- Un examen de la qualité des actifs (*Asset Quality Review*, AQR). Au terme de l'AQR, les banques étaient tenues d'avoir au minimum un ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1*, CET1) de 8 % ;
- Un test de résistance, c'est-à-dire un examen prospectif de la capacité de résistance des banques en termes de solvabilité dans deux scénarios hypothétiques, reflétant aussi les informations révélées dans l'AQR.

Tableau 2. Banques grecques présentant un déficit de fonds propres

	Eurobank	Banque nationale de Grèce (NBG)	Banque du Pirée
Ratio CET1 initial	10,60 %	10,70 %	13,70 %
Ratio CET1 après l'AQR	7,80 %	7,50 %	10,00 %
Ratio CET1 scénario de référence	2,00 %	5,70 %	9,00 %
Ratio CET1 scénario adverse	-6,40 %	-0,40 %	4,40 %
Déficit de fonds propres (milliards d'euros)	4,63	3,43	0,66
Fonds propres éligibles levés nets (milliards d'euros)	2,86	2,50	1,00
Déficit de fonds propres après levée de capitaux (milliards d'euros)	1,76	0,93	0,00

Source : BCE, Rapport agrégé de l'évaluation complète, octobre 2014.

Encadré 3. L'ELA : un filet de sécurité temporaire

L'ELA (*Emergency Liquidity Assistance*) désigne la fourniture décentralisée, par les banques centrales nationales (BCN) en zone euro, de liquidités d'urgence aux banques solvables mais faisant temporairement face à une crise de liquidité, et qui ne disposent plus de collatéraux de qualité suffisante pour se refinancer lors des opérations traditionnelles de la BCE. Ce mécanisme reste exceptionnel et limité dans le temps, et chaque banque centrale ne peut prêter qu'aux banques commerciales opérant sur son territoire. Les taux appliqués à ces opérations sont plus élevés que pour les opérations classiques de refinancement. En outre, le montant prêté lors de ces opérations est à la discrétion et de la responsabilité de chaque BCN, mais l'article 14.4 des statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne confie au Conseil des gouverneurs de la BCE la responsabilité de limiter les opérations ELA s'il juge qu'elles interfèrent avec les objectifs et les missions de l'Eurosystème, notamment à partir du seuil de 2 milliards d'euros⁸.

Sur demande de la BCN concernée, le Conseil des gouverneurs peut décider de fixer un seuil et ne pas s'opposer aux opérations ELA envisagées inférieures à ce seuil et conduites dans une période de temps courte prédéterminée. Dans le cas de la Grèce, ce seuil est relevé quasiment toutes les semaines : depuis le 5 février, il a été relevé à plusieurs reprises, passant de 60 milliards d'euros à 71 milliards d'euros.

8. Pour davantage de détails, on pourra se reporter au document de la BCE, *Procédures relatives à la fourniture de liquidité d'urgence*.

La fragilité du système bancaire grec tient également à l'exposition du secteur au risque souverain : ainsi, au 28 février 2015, les établissements de crédit grecs détenaient 13,5 milliards d'euros de titres obligataires souverains grecs.

Par ailleurs, en Grèce, le taux de créances douteuses reste très élevé (en 2013, 31,9 % des encours et en 2014, 33,5 % des encours, voir graphique 8). D'après le FMI, ce taux atteindrait 33,5 % en 2014, soit 77 milliards d'euros. Au cours des mois de janvier et février 2015, le montant des prêts non-performants se serait encore accru de 2 milliards d'euros. Plus de la moitié (42 milliards) est le fait des entreprises, suivi par les prêts immobiliers (25 milliards) et les prêts à la consommation (10 milliards).

2. Une sortie de la Grèce de la zone euro serait coûteuse pour tout le monde

Dans un contexte budgétaire tendu (tant pour le financement de court terme des dépenses primaires que pour la soutenabilité de la dette à long terme) et avec la crise profonde du système bancaire, l'abandon d'une monnaie stable, crédible, convertible et permettant l'accès au financement à l'ensemble de l'économie au profit d'une monnaie nouvelle, portée par des institutions isolées et peu préparées, induirait un chaos difficilement prévisible. La comparaison la plus « pertinente » semble être l'Argentine, avec la fin du *currency board* intervenue en 2001 (encadré 4). La rupture supposera de rétablir des circuits nouveaux de financement redirigeant l'épargne nationale vers les besoins nationaux en endettement et en particulier en endettement public. Au-delà d'un contrôle des capitaux qui paraît inévitable pour forcer la conversion des euros en circulation en Grèce vers la nouvelle monnaie, il faudra probablement une forme assez avancée de volontarisme, si ce n'est d'autoritarisme, avec par exemple la nationalisation des banques, pour que le financement de l'économie s'accomplisse à nouveau.

Encadré 4. La fin du *currency board* en Argentine

La situation grecque est souvent comparée à celle de la crise argentine fin 2001. En Argentine, le cumul de déséquilibres macroéconomiques, couplés à une profonde crise politique et sociale, s'est soldé par la fin du régime monétaire du *currency board*⁹. De cette expérience, on peut tirer quelques enseignements pour éclairer l'analyse d'une éventuelle sortie de la Grèce de l'euro.

Au début de l'année 1999, l'Argentine est entrée en récession¹⁰ à la suite de la dépréciation du real brésilien qui a fortement dégradé sa compétitivité-prix. Ce choc est survenu alors que les investisseurs étrangers commençaient à se retirer des marchés émergents après la succession de crises financières de la seconde moitié des années 1990 (Mexique en 1995, Asie du Sud-Est en 1997 et Russie en 1998). Dans le but de restaurer sa crédibilité, le gouvernement a réalisé une succession d'ajustements fiscaux qui sont allés de pair avec des nouveaux crédits contractés auprès des organisations internationales. Néanmoins, ces mesures se sont avérées insuffisantes pour enrayer le manque de confiance. À la suite du vote de règles budgétaires particulièrement strictes, limitant notamment les transferts vers les administrations locales, celles-ci se sont retrouvées incapables de financer leurs dépenses courantes et ont été contraintes de payer les salaires avec des reconnaissances de dettes, une première rupture avec l'ordre monétaire en cours. La fin du *currency board* a été chaotique : le 1^{er} décembre, le gouvernement a imposé le gel des dépôts bancaires. Le refus du FMI de verser une tranche du dernier crédit a accéléré la déclaration du défaut souverain sur l'ensemble de la dette publique (24 décembre) et le 2 janvier 2002 le nouveau président¹¹ a mis fin à la parité entre le peso et le dollar.

Ces décisions se sont traduites par des transferts patrimoniaux massifs en faveur des agents disposant d'une épargne nette positive en dollars et ont eu un fort impact sur la qualité du bilan du système bancaire. D'une part, l'actif bancaire était fortement exposé au risque souverain¹² et d'autre part, il souffrait de l'inadéquation existant entre un actif reposant essentiellement sur des revenus en pesos et un passif libellé en dollars. Afin de pallier cette pression sur les bilans, le gouvernement a décidé en février 2002 de modifier de façon forcée la monnaie dans laquelle étaient libellés l'ensemble des contrats de l'économie. En particulier, l'actif et le

9. Le *currency board* imposait à la Banque centrale argentine de défendre la parité entre le peso et le dollar et que les deux tiers de la base monétaire soient adossés à des réserves de devises. Par ailleurs, comme les particuliers épargnaient en dollars pour se prémunir du risque inflationniste (65 % des dépôts bancaires étaient libellés en dollars en 2001), la création monétaire ne pouvait pas répondre aux demandes de liquidité des particuliers.

10. Le PIB a reculé de 3,4 % en 1999, puis de 0,8 % en 2000 et de 4,4 % en 2001.

11. L'Argentine a eu 5 présidents différents entre le 19 décembre 2001 et le 2 janvier 2002.

12. Les titres souverains représentaient 21 % de l'actif du système bancaire contre 11 % pour la Grèce en 2008.

passif bancaire ont été convertis en pesos à des taux différents générant des pertes substantielles pour le système bancaire, devenu insolvable. Toutefois, en coupant le lien entre la situation patrimoniale et le cours du dollar, la *pésification* a eu le mérite de stabiliser la situation patrimoniale des différents acteurs – y compris bancaires qui ont au moins fixé le niveau de leurs pertes – mais a engendré des risques juridiques¹³. Dans ce contexte, le crédit bancaire s'est effondré passant de 21 % du PIB fin 2001 à 11 % fin 2003, tout comme le PIB qui a chuté de 10,8 % en 2002. L'effondrement du système bancaire a été résolu par une injection de capital de la part de l'État avec l'émission de titres souverains.

Vers la fin de l'année 2002, la situation s'est enfin stabilisée : la forte dévaluation a soutenu l'activité¹⁴, faisant refluer le chômage, et la hausse de l'inflation a permis d'améliorer la situation fiscale. Néanmoins, la dépréciation du peso et la recapitalisation du système bancaire ont eu un fort impact sur la dette publique qui a culminé à 137 % du PIB (alors qu'elle ne représentait que 45 % en 2001). Très rapidement la situation de l'économie réelle s'est nettement améliorée : dès 2004, le PIB, l'investissement et le taux de chômage avaient retrouvé le niveau du pic d'avant-crise. Ainsi, la principale séquelle de la fin du *currency board* demeurerait la résolution du défaut sur une dette publique devenue très importante.

En 2005, l'Argentine a trouvé un accord de restructuration avec ses principaux créanciers privés acceptant une décote (*haircut*) de 76,8 %¹⁵, ce qui a constitué à l'époque la deuxième plus grande restructuration de l'histoire de la dette publique (60 milliards de dollars – depuis dépassée par la restructuration de la dette grecque de 2012 avec une décote de 64,6 % pour un montant de 261 milliards de dollars¹⁶). Edwards (2015) modélise l'histoire des négociations de restructurations des dettes souveraines, et sur la base de son modèle considère que les conditions obtenues par l'Argentine sont exceptionnelles – selon son modèle les concessions auraient dû être de l'ordre de 47 % – signe de la fermeté du gouvernement argentin pendant les négociations¹⁷. Enfin, l'Argentine a

13. Ainsi, des épargnants ont attaqué en justice leur banque afin de récupérer leurs avoirs dans la monnaie d'origine. Selon le FMI (2005), « Argentina: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation », la *pésification* aurait grevé les bilans bancaires à hauteur de 28 milliards de pesos et les recours ultérieurs de 8,8 milliards supplémentaires.

14. Pour déclencher la dynamique de reprise la dévaluation a eu un rôle important. En 2002, année de la dévaluation du peso, le PIB a chuté de 10,9 % malgré une contribution du commerce extérieur de 6 points qui s'expliquait plus par l'effondrement des importations que par la hausse des exportations en volume (+3,1 %, seul poste de la demande à augmenter). La baisse des importations a été persistante et elle est allée au-delà de ce que seule l'évolution du PIB pouvait laisser augurer : le taux de pénétration des importations a chuté de 11 % à 6 % en 2002 et n'a retrouvé qu'en 2005 son niveau de 2001.

15. Cruces, J. et C. Trebesch (2013). « Sovereign Defaults: The Price of Haircuts », *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, 5(3) : 85-117, juillet.

16. Zettelmeyer, J., C. Trebesch et M. Gulati (2013) « The Greek Debt Restructuring: An Autopsy », *Economic Policy*, 28(75) : 513-563.

remboursé l'ensemble de ses dettes envers le FMI en 2004 et a obtenu un accord avec les créanciers publics du Club de Paris en 2014. Ainsi, à ce jour, seulement 7 % de la dette publique de 2002 détenue par le secteur privé reste en défaut et les procédures civiles en cours dans la juridiction de New York se poursuivent et demeurent une source d'incertitude.

Il semblerait donc que la résolution de la crise argentine s'expliquerait par le cumul de trois facteurs clés : (i) la forte dépréciation de la monnaie qui a permis de rétablir la compétitivité-prix ; (ii) la restructuration de la dette publique et (iii) la modification forcée de l'ensemble des contrats. Ce dernier point semble expliquer une partie du très fort rebond de l'économie argentine après 2003. En particulier selon Calomiris (2007)¹⁸ elle aurait permis un rebond plus rapide de l'investissement que dans d'autres économies latino-américaines à la suite d'une dépréciation de la monnaie dans un contexte de forte dollarisation. Néanmoins, cette *pésification* pose des problèmes juridiques complexes au regard du droit de propriété. Certains auteurs ont critiqué¹⁹ la mise en place concrète de la *pésification*, notamment par son caractère asymétrique et le fait qu'elle ait eu lieu après la dépréciation de la monnaie. Par exemple, avant d'abandonner l'ancrage entre l'or et le dollar, en 1933, les États-Unis avaient brisé le lien entre les contrats et l'or.

Si les deux crises présentent des traits communs tant par leurs causes de long terme que par leur dynamique de court terme, elles sont fondamentalement distinctes. La Grèce et l'Argentine connaissent des niveaux de développement très différents : en parité de pouvoir d'achat, le PIB par habitant grec était quasiment 3 fois supérieur au PIB argentin au début de leurs crises. Ceci se traduit en particulier par un développement différencié de leurs systèmes financiers. Ainsi, la crise de confiance sur la dette argentine s'est déclenchée malgré un endettement public de 45 % du PIB, très inférieur à celui qui prévalait en Grèce au début de la crise (113 %) et un déficit de balance courante modeste (-1,2 % du PIB contre -15 % en Grèce). Par ailleurs, la reprise argentine a été soutenue par la croissance des prix des matières premières, notamment agricoles, soutien dont ne pourra pas bénéficier la Grèce. Enfin, la Grèce dispose de l'avantage d'appartenir à un groupe de pays important, avec influence sur le cours des événements et qui dispose d'une monnaie de réserve internationale : la zone euro. Ainsi, si la crise Argentine montre qu'une dévaluation brutale peut permettre de sortir d'une récession, elle ne nous dit rien sur l'introduction en urgence d'une monnaie nationale partant d'une monnaie solidement implantée.

17. Dans ce même papier, les concessions octroyées à la Grèce en 2012 auraient été « appropriées » sur la base des critères historiques dans les négociations de cette nature.

18. Calomiris, C. (2007). « Devaluation with contract redenomination in Argentina », *Annals of Finance*, Springer, 3(1) : 155-192, janvier.

19. Voir J. Sgard (2002), « L'Argentine un an après la crise : de la crise monétaire à la crise financière », *La Lettre du CEPII*, 218, décembre.

Il s'agit-là d'une opération complexe et particulièrement lourde. Le gouvernement Tsipras en a sans doute préparé les prémisses mais il est douteux que cela se passe sans heurt. Le scénario d'une crise très profonde induite par la sortie de la zone euro et de dérèglements majeurs à court terme est difficilement appréciable, puisqu'on dispose de peu d'exemples historiques comparables (voir l'encadré sur la crise argentine). Une option serait une création monétaire importante afin de financer le déficit public et une relance de l'économie. Mais le risque est alors de ne pas arriver à bâtir la confiance nécessaire à la nouvelle monnaie et d'enclencher une spirale inflationniste hors de contrôle. Ce saut dans l'inconnu ne semble pas aujourd'hui attirer les citoyens grecs qui sont attachés à rester dans l'euro (plus de 80 % dans le sondage *Metronanalysis* fin février 2015) et qui sont prêts à des concessions vis-à-vis de l'Eurogroupe.

À court terme, c'est-à-dire à l'horizon de quelques trimestres, la sortie de la Grèce de la zone euro lui permettrait de bénéficier d'une annulation presque intégrale de sa dette publique. Une partie de la dette privée serait vraisemblablement partiellement effacée (notamment la dette du système bancaire à l'Eurosystème, intermédiée par la Banque de Grèce *via* la balance TARGET2, et qui s'élevait à 91 milliards d'euros en février 2015). La très probable dévaluation de la nouvelle monnaie grecque conduirait à un gain de compétitivité significatif et à un renchérissement des importations grecques non-substituables. Partant d'un solde courant presque équilibré et sous l'hypothèse d'une réduction de l'activité juste après la sortie de l'euro, la Grèce pourrait conserver une balance courante équilibrée et ainsi continuer de se fournir en biens ou en services qu'elle ne produit pas. Une désorganisation plus complète de l'économie, avec des pans plus importants de l'activité basculant dans l'économie grise (et qui continueraient à conduire des transactions en euros, avec évasion immédiate) pourrait en revanche tendre la situation fortement et prolonger le chaos de l'immédiat après-euro.

On peut cependant imaginer que le gouvernement grec parviendrait à reprendre le contrôle de son économie. Le bénéfice de l'annulation de dette, alors que l'équilibre primaire public et externe a presque été atteint, permettrait d'envisager une trajectoire de croissance positive au bout de quelques trimestres. Une

croissance positive serait indéniablement un indicateur du succès de la sortie de l'euro, mais il faudrait qu'elle soit durable et forte pour effacer le coût initial de la sortie de la zone euro, si ce n'est de retrouver un niveau d'activité d'avant-crise.

À plus long terme, c'est sur le plan politique que l'instabilité pourrait être la plus coûteuse. La population grecque semble soutenir aujourd'hui son gouvernement sur la base d'une renégociation avec l'Eurogroupe et d'une lutte annoncée contre le clientélisme et la corruption. Cela étant, Syriza n'a pas reçu de mandat pour sortir de la zone euro ni pour s'y maintenir à n'importe quel prix. Le consensus pourrait ainsi voler en éclats dans le futur d'autant que la Grèce perdrait la référence et la protection apportée par l'Union européenne et la zone euro. Les scénarios politiques sont nombreux et très incertains. Syriza peut sortir renforcé du bras de fer avec les partenaires européens et se construire une légitimité pour mener la Grèce dans l'aventure hors de la zone euro. Mais on peut aussi imaginer que Syriza échoue et que la trajectoire politique grecque s'engage dans des chemins hasardeux.

En ce qui concerne les pays de la zone euro, la sortie de la Grèce n'aurait probablement pas un impact majeur à court terme. Le défaut grec serait majoritairement encaissé par des agents publics et le risque de contagion d'un défaut serait compensé par la BCE et les instruments massifs dont elle dispose (en particulier les rachats de titres publics par le biais du *Quantitative Easing*). Ainsi, l'impact du défaut grec sur le patrimoine des agents dans le reste de la zone euro pourrait être atténué et repoussé dans le temps. L'effet direct de la chute de la demande en provenance de Grèce serait également très limité et largement compensé par les effets positifs des fuites de capitaux ou de migration de Grecs fortunés fuyant la révolution monétaire.

Le coût principal serait dans la mise à mal de l'irrévocabilité de l'euro. Il serait alors difficile de ne pas voir l'euro comme un engagement réversible en cas de difficulté majeure, et cela soulignerait à nouveau les dangers d'une zone monétaire qui ne possède pas de solidité politique suffisante pour exercer sa souveraineté. La sortie de la zone euro deviendrait alors la voie de sortie de tout conflit sur les orientations économiques et politiques en zone euro. Même si la terminologie de l'accident renvoie à l'absence de responsabilité

clairement identifiée, il n'en reste pas moins que la sortie aura été provoquée, si elle a lieu, par le refus de financer l'État grec à l'heure où la BCE rachetait massivement des titres publics. Que le financement par la banque centrale et la monétisation de la dette publique soient exceptionnels est acquis. Mais pourquoi alors les refuser au gouvernement grec dans l'impasse actuelle ? L'accident découle donc de l'incomplétude de la zone euro et de son absence de gouvernement en position d'exercer un pouvoir suffisamment fort et légitime pour être magnanime tout en échappant au risque de hasard moral.

Après la sortie de la Grèce, la zone euro serait non seulement une zone dont on peut sortir, un système de change fixe pour reprendre une image communément utilisée, mais également un carcan qui impose de se soumettre à une discipline inédite pour résoudre les situations d'urgence.

Par ailleurs, le débat sur l'appartenance à l'euro pourrait aussi être relancé en Allemagne, car le défaut grec sur la balance TARGET2 donnerait des arguments à ceux qui considèrent que l'architecture de l'euro incorpore déjà trop de mécanismes de mutualisation. La zone euro en sortirait donc durablement affaiblie, et un éclatement ne serait pas totalement à exclure.

La question géopolitique est le deuxième niveau sur lequel l'Europe peut beaucoup perdre. Après Chypre, la Grèce peut devenir un point d'entrée en Europe et en Méditerranée pour la Russie. Aider un pays faisant face à un chaos monétaire et économique alors même que ses partenaires historiques l'abandonnent est un moyen peu coûteux de forger une alliance peut-être fragile mais ô combien visible.

2.1. Rester dans l'euro à quel coût ?

La sortie de la Grèce de l'euro dans les circonstances présentes est une aventure hasardeuse dont personne ne veut porter la responsabilité. Le scénario le plus souhaitable reste donc la continuation de la zone euro dans son périmètre actuel. L'Eurogroupe peut difficilement céder, en tout cas pas de façon explicite, face à Syriza ; les membres de l'Eurogroupe perçoivent comme trop dangereux le risque de contagion politique et la remise en cause d'un consensus mal établi entre eux. Syriza ne peut pas non plus

s'en tenir à la proposition du gouvernement précédent et viser une réduction de la dette publique à 80 % du PIB en 2030 *via* un excédent primaire unique par son ampleur et par sa durée. Entre les deux se situe un espace étroit mais possible. Un allègement supplémentaire de la dette publique grecque, sous la forme de taux réduits pour une durée indéterminée, de titres conditionnels à un rythme de croissance ou à un niveau de PIB par tête, comme évoqué par le gouvernement Tsipras sont des moyens de relâcher la pression (un scénario macroéconomique est développé dans la partie suivante). Un plan de reconstruction de l'économie grecque et de financement de l'urgence humanitaire serait également un moyen de bâtir une Europe et une zone euro positives et non pas punitives.

En définitive, sortir de l'euro est une option envisageable pour la Grèce. L'exemple argentin, bien qu'il ne s'applique pas complètement au cas grec, montre que les effets de la dévaluation et de la dépréciation de la dette publique peuvent être positifs, passée une période initiale de récession. La Grèce aurait cependant dans ce scénario à reconstruire un système économique et un consensus politique, ce que l'exemple argentin n'instruit pas. Il est donc illusoire de vouloir chiffrer le coût d'une sortie de la zone euro. Mais que ces coûts ne soient pas chiffrables ne signifie pas pour autant que l'option de la sortie est inenvisageable pour la Grèce. C'est donc une possibilité que les créanciers ne doivent pas ignorer dans la négociation avec la Grèce, d'autant que la sortie de la zone euro d'un pays peut préfigurer la dissolution de l'euro tout entier. L'union monétaire, pour perdurer, demande à être complétée dans ses institutions et sa gouvernance mais doit aussi passer le « test » de la Grèce. Trouver une trajectoire vraisemblable de finances publiques et de rebond économique pour la Grèce passe, comme nous le montrons dans la partie suivante, par une rémission de la dette. Une telle rémission doit apparaître comme exceptionnelle (et répondre à la crainte légitime d'un aléa moral) et comme un transfert limité à la Grèce, acceptable par les partenaires compte tenu du coût potentiel et incertain d'une sortie de la Grèce de la zone euro.

3. Pour que la Grèce puisse rester dans la zone euro, il faudra une restructuration de la dette ou, à défaut, un nouveau programme financier de grande ampleur

La trajectoire macroéconomique de la Grèce, sous l'hypothèse qu'elle reste dans l'euro, n'est pas simple. Poursuivre l'austérité selon les demandes de l'Eurogroupe, restructurer la dette publique ou viser une relance sont trois options qui permettent de définir des scénarios macroéconomiques assez tranchés, que nous étudions ici.

3.1. Les trois scénarios retenus

Deux scénarios sans restructuration de la dette : celui demandé par les institutions avec de forts surplus primaires dès 2015 et un autre qui calibre les ajustements en fonction du contexte macroéconomique

Le premier scénario, que nous appellerons « scénario institutionnel », correspond à notre vision des conséquences du programme d'ajustement macroéconomique tel que conçu par la Commission européenne et le Fonds monétaire international. L'hypothèse centrale de ce programme est le dégagement d'un excédent budgétaire primaire de 3 % en 2015, 4,5 % en 2016-2017, et de 4,2 % en 2018-2019. Cela irait de pair, selon le FMI, avec une croissance de 2,8 % en 2015, 3,7 % en 2016, puis environ 3,5 % jusqu'en 2019. Ainsi, le ratio dette sur PIB serait ramené à 135 % en 2019. Étant donné que notre modèle est différent de celui utilisé par ces institutions, nous ne pouvons par répliquer simultanément les trajectoires de toutes ces variables.

En particulier, compte tenu des multiplicateurs budgétaires élevés dus à la situation de crise économique, nous pensons que les prévisions de croissance du FMI et la Commission sont trop optimistes par rapport à l'effort budgétaire demandé. Nous avons donc construit ce premier scénario en faisant des hypothèses proches de celles de la Commission et du FMI en termes d'excédents primaires, ce qui conduit dans notre modèle à des taux de croissance nettement inférieurs à ceux prévus par ces institutions et donc à un désendettement moins rapide. En particulier, la réalisation de ce scénario implique un surplus primaire supérieur à 4 points de PIB pendant 14 ans entre 2016 et 2030. Selon Eichengreen et Panizza (2014)²⁰, le maintien de cette performance pendant une période aussi longue est rare et circonscrit à des périodes exceptionnelles. Depuis 1974, parmi les économies à revenu élevé ou moyen, il y a eu

12 épisodes avec des surplus de plus de 3 % qui ont duré au moins 10 ans consécutifs. En moyenne, ces épisodes ont été associés à des périodes de forte croissance mondiale et de dépréciation de la monnaie nationale, contexte qui diffère de celui auquel fait face la Grèce. Par conséquent, nous considérons que ce scénario institutionnel a peu de chances de se matérialiser.

Le deuxième scénario, que nous appellerons « scénario de relance », développe l'idée qu'en situation de crise économique, la consolidation budgétaire est contre-productive car elle aggrave les conditions économiques, et qu'il est préférable de la repousser à une période plus clémente. Le scénario repose donc sur des excédents budgétaires primaires plus faibles dans le court terme que dans le précédent scénario, mais en contrepartie plus élevés dans le long terme.

La contrainte principale qui pèse sur les deux premiers scénarios est le remboursement de la dette qui arrive à échéance (voir graphique 7), dont on fait l'hypothèse qu'elle n'est pas restructurée. En particulier, cette hypothèse implique d'importants besoins de financement dans le court et moyen terme, dont on peut raisonnablement penser qu'ils ne seront pas comblés par des financements de marché, compte tenu du niveau élevé d'endettement. Ces scénarios font donc l'hypothèse qu'un refinancement provenant des partenaires européens sera fourni à la Grèce pendant un certain nombre d'années, le temps que le ratio dette sur PIB diminue suffisamment pour permettre un retour sur les marchés. Ceci signifie concrètement que le scénario institutionnel comme le scénario de relance ne soient possibles que si le deuxième plan d'aide se conclut par une issue positive (c'est-à-dire le déboursement des 7,2 milliards d'euros prévus) et qu'ensuite un troisième plan d'aide soit rapidement mis en place.

Un scénario avec restructuration de la dette qui assure la soutenabilité de la dette, fixe le niveau des pertes et lève les incertitudes

Le troisième scénario repose sur une restructuration de la dette, conçue pour régler de façon durable le problème de soutenabilité et

20. Eichengreen B. et U. Panizza (2014). « A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem? », *NBER Working Papers* 20316, National Bureau of Economic Research, Inc.

ouvrant rapidement un retour à un financement de marché. Le scénario retenu est celui d'une restructuration aboutissant à un ratio dette sur PIB de 100 % dès maintenant, avec un moratoire initial sur les remboursements jusqu'en 2020 – le temps de redresser l'économie – et un taux d'intérêt relativement faible. Il n'est pas ici nécessaire de faire l'hypothèse que la dette sera refinancée par les partenaires européens, car la Grèce affiche dans ce scénario une capacité de financement au cours des premières années, et les besoins de financements externes réapparaissent à un moment où le ratio dette sur PIB est suffisamment bas pour permettre un retour aux marchés.

Pour fournir une base de comparaison pertinente entre ces scénarios, nous faisons l'hypothèse qu'à l'horizon de la simulation, c'est-à-dire en 2050, la dette est ramenée 60 % du PIB dans les trois cas, ce qui correspond à la cible fixée par le Pacte de stabilité et de croissance. Le point de départ des simulations est l'année 2014, pour laquelle les principales variables macroéconomiques sont connues ou estimées avec une bonne précision.

3.2. Modèle et hypothèses

Le modèle utilisé pour les simulations est une version simplifiée et restreinte à la Grèce du modèle iAGS²¹. Une première équation relie l'écart de production (c'est-à-dire l'écart entre les productions potentielle et réalisée) à l'impulsion budgétaire effective, définie comme la somme cumulée des impacts des impulsions budgétaires présentes et passées. Nous faisons l'hypothèse que l'impact maximal d'une impulsion budgétaire se produit l'année où cette impulsion budgétaire est réalisée, et que l'effet est ensuite persistant mais linéairement décroissant jusqu'à devenir nul au bout de 7 ans. Il n'y a donc pas dans ce modèle d'effet permanent des impulsions budgétaires. Le multiplicateur budgétaire, qui quantifie l'impact d'une impulsion budgétaire sur l'écart de production, est supposé variable dans le cycle : il vaut 0,3 en temps normal (écart de production compris entre $\pm 1,5$ %), croît linéairement jusqu'à atteindre une valeur maximale de 1,5 pour un écart de production de -6 %, et à l'inverse décroît linéairement jusqu'à devenir nul pour

21. Voir X. Timbeau, C. Blot, M. Cochard, B. Ducoudré, D. Schweisguth (2012), « iAGS: Model for Euro Area Medium Term Projections », *OFCE Working Paper*.

un écart de production de +6 %. En dehors de toute impulsion budgétaire, l'écart de production est supposé se refermer spontanément à raison de 15 % par an. La croissance potentielle est supposée exogène. L'inflation est gouvernée par une courbe de Phillips reposant sur des anticipations adaptatives, avec l'hypothèse que les anticipations de long terme restent ancrées sur la cible nominale de la BCE de 2 % d'inflation annuelle. Le solde budgétaire se décompose en 4 termes : le solde structurel primaire (dont les variations correspondent à l'impulsion budgétaire), une composante cyclique (proportionnelle à l'écart de production), la charge des intérêts sur la dette, et enfin des mesures exceptionnelles. Le solde budgétaire détermine la variation de la dette publique (nous faisons donc l'hypothèse que les termes d'ajustement stock-flux sont nuls). Enfin, le taux de chômage est supposé revenir progressivement à une valeur de long terme (*NAIRU*), tout en étant négativement affecté par l'écart de production.

Les trois scénarios étudiés diffèrent quant aux hypothèses sur les impulsions budgétaires, avec des impulsions plus élevées dans le scénario de relance et dans le scénario de restructuration. Ainsi, dans le scénario institutionnel, l'impulsion est nulle en 2015 et 2016, et ensuite légèrement positive chaque année jusqu'à la fin de l'horizon de simulation (0,4 % en 2017-2019 puis décroissante jusqu'à atteindre 0,1 % par an). Le scénario de relance repose sur une impulsion de 0,5 % en 2015, puis 1,5 % en 2016, 1 % en 2017, et quasiment zéro au-delà. Dans le scénario de restructuration, l'impulsion est de 2,5 % en 2015, 1,5 % en 2016, 1 % en 2017, 0,5 % en 2018 et 2019, et ensuite quasiment zéro.

En ce qui concerne le paiement du stock de dette actuel, et en particulier l'amortissement du principal et les intérêts, les scénarios institutionnel et de relance diffèrent naturellement du scénario de restructuration. Dans les deux premiers, nous avons reconstitué le profil des remboursements effectivement prévus au titre de l'amortissement et des intérêts. Notre méthodologie s'inspire de celle de Darvas et Hüttl (2014)²², actualisée pour 2014, et repose sur l'exploitation et la confrontation de sources de données hétérogènes en décomposant le stock de dette par créancier et par type d'instrument²³. À l'inverse, le troisième scénario repose sur une

22. Z. Darvas, P. Hüttl (2014), « The Long Haul: Debt Sustainability Analysis », *Bruegel Working Paper*, 2014/06.

hypothèse de restructuration de la dette sur la base des paramètres suivants : stock de dette abaissé à 180 milliards d'euros (soit 100 % du PIB) dès aujourd'hui ; moratoire sur les remboursements jusqu'en 2020 ; amortissement linéaire de 6 milliards d'euros par an entre 2021 et 2050 ; taux d'intérêt nominal constant égal à 2 %.

Pour le reste, les trois scénarios reposent sur les mêmes hypothèses quantitatives détaillées ci-après.

Pour l'écart de production nous retenons l'estimation de la Commission européenne de -10,3 % en 2014. Pour la croissance potentielle, nous retenons également les estimations de la Commission, qui sont négatives à court terme (-2,6 % en 2015 et -1,7 % en 2016), augmentent progressivement jusqu'à atteindre 1,2 % en 2020 et 1,4 % en 2030, puis baissent à nouveau vers 1 % en 2040 et enfin rebondissent à 1,3 % en 2050.²⁴ Pour le *NAIRU*, nous retenons l'estimation OCDE de 17 % en 2014²⁵. Les mesures budgétaires exceptionnelles sont supposées nulles, étant donné la grande incertitude qui règne notamment autour de la possibilité de nouvelles privatisations.

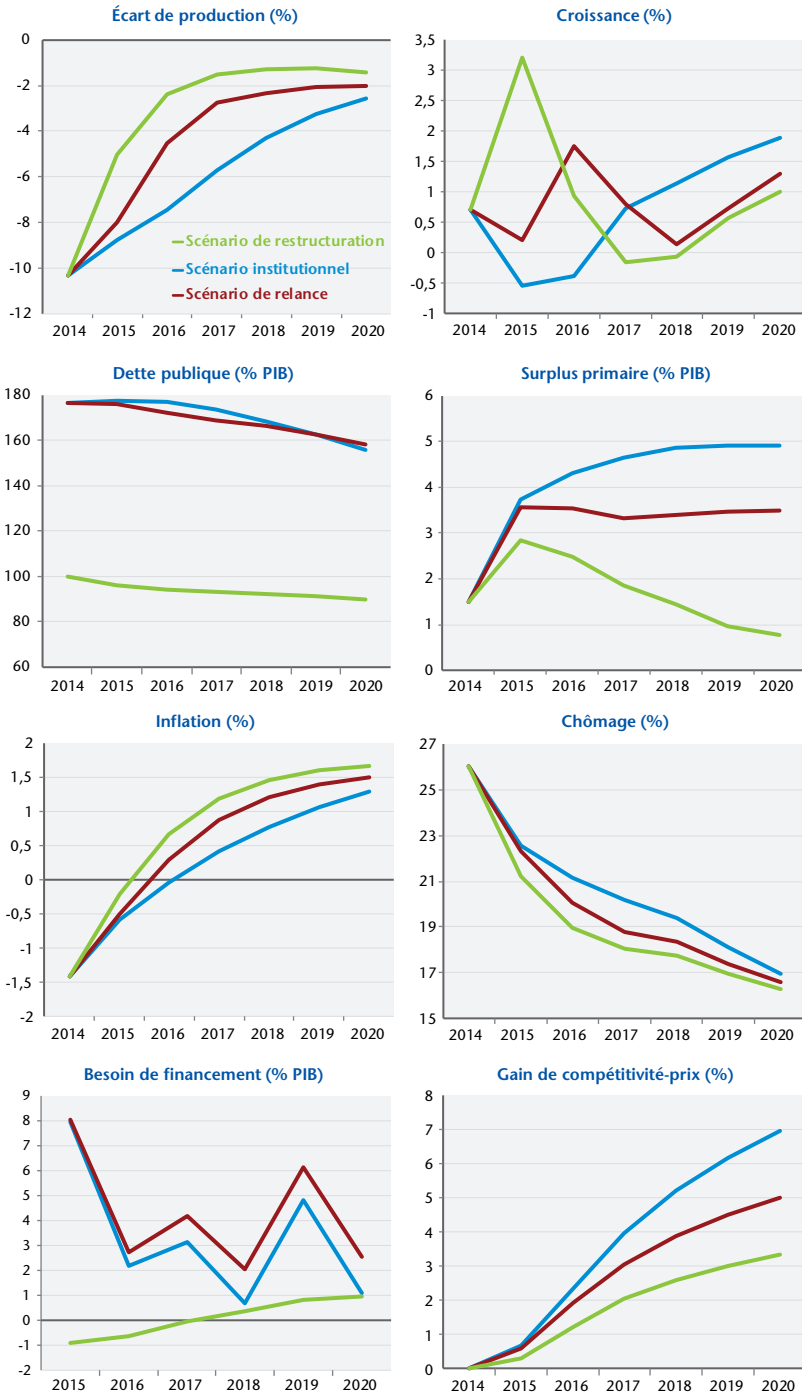
Nous avons enfin fait des hypothèses sur les conditions auxquelles le gouvernement grec se refinancera à partir de 2015. La maturité moyenne des nouveaux instruments de dette est fixée à 11 années, ce qui correspond à un point intermédiaire entre la maturité plus courte des obligations avant-crise et la maturité plus longue des prêts octroyés depuis. Le taux de refinancement est supposé égal à 3,5 % en 2015, augmente ensuite jusqu'à atteindre 4,4 % sur la période 2022-2030 du fait de la normalisation anticipée des conditions monétaires, puis se stabilise à 4 % pour tenir compte de la baisse du ratio dette sur PIB.

23. Compte tenu du caractère parfois incomplet des données sur certaines composantes du stock de dette, des hypothèses ont dû être faites sur ces éléments manquants. La vraisemblance a été validée par la confrontation avec des données agrégées sur l'ensemble du stock.

24. Les prévisions de croissance de court terme sont tirées de la base macroéconomique de la Commission (AMECO). Les prévisions de long terme proviennent du « 2012 Ageing Report : Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060) ».

25. Cette valeur ne peut pas être considérée comme un niveau d'équilibre, et va nécessairement baisser dans le long terme au fur et à mesure que l'économie grecque se rétablit. Nous préférons cependant ne pas faire d'hypothèse sur la trajectoire du *NAIRU*, faute de modèle adéquat, et le maintenons constant à sa valeur actuelle. Par conséquent, nous ne calculons des trajectoires de chômage que sur le court terme, c'est-à-dire jusqu'à 2020.

Graphique 9. Simulation des trois scénarios à moyen terme (jusqu'en 2020)



Source : Calculs des auteurs.

3.3. Résultats

Le graphique 9 donne l'évolution des principales variables jusqu'en 2020 dans les trois scénarios. L'évolution du solde budgétaire primaire met ainsi en évidence la différence dans l'intensité de la consolidation budgétaire entre les trois scénarios. Dans le scénario institutionnel, l'excédent primaire monte à un peu plus de 4,5 % du PIB, mais moins vite que dans les prévisions du FMI et de la Commission européenne. Notons que dans les deux autres scénarios, le solde primaire s'améliore quand même en 2015 (et même en 2016 pour le scénario de relance), en dépit des impulsions budgétaires importantes : c'est la conséquence de multiplicateurs budgétaires élevés en temps de crise et de la fermeture spontanée de l'écart de production qui, combinés, induisent de fortes rentrées fiscales.

Le fait majeur est que, dans le scénario de relance comme dans celui de restructuration, l'écart de production se referme beaucoup plus rapidement que dans le scénario institutionnel. Il atteint -3 % dès 2016 dans le scénario de restructuration et dès 2017 dans le scénario de relance, contre 2020 dans le scénario institutionnel. Cela se traduit par un taux de croissance qui culmine à 3 % en 2016 dans le scénario de restructuration et à 1,7 % dans le scénario de relance, tandis qu'une récession se produit dans le scénario institutionnel. Il faut par ailleurs insister sur le fait que le scénario institutionnel repose sur une impulsion budgétaire neutre les deux premières années, ce qui permet de dégager naturellement des excédents primaires substantiels du fait de la fermeture spontanée de l'écart de production ; si d'aventure les institutions cherchaient à atteindre les mêmes excédents primaires par le biais de nouvelles impulsions budgétaires négatives, le résultat en termes de croissance serait plus négatif et la trajectoire obtenue encore moins favorable.

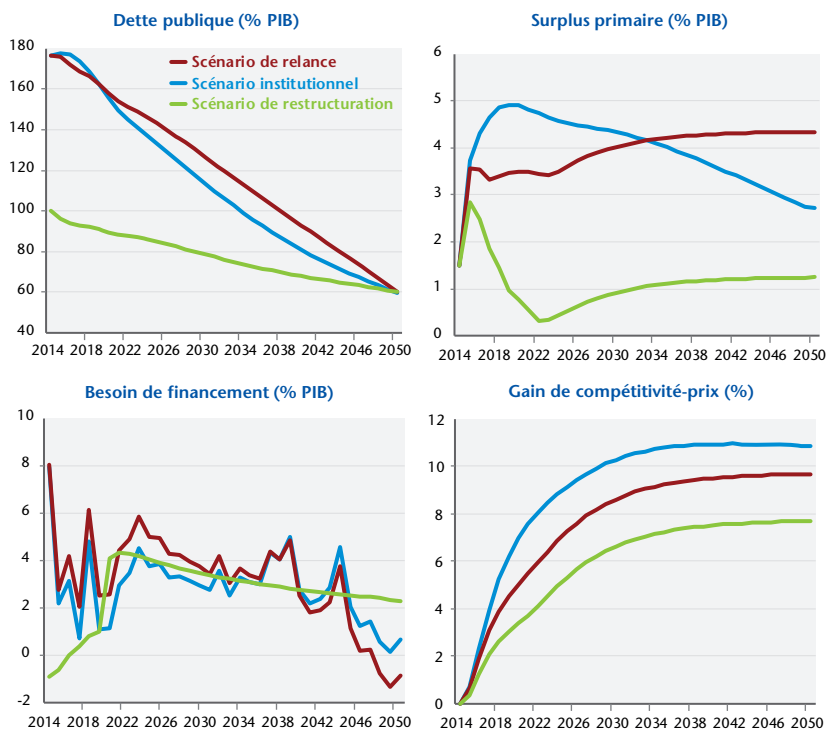
Il est par ailleurs intéressant de noter que, même du strict point de vue du désendettement, le scénario de relance fait mieux que le scénario institutionnel dans le moyen terme. En effet, les forts taux de croissance dans le scénario de relance font baisser rapidement le ratio dette sur PIB par l'effet du dénominateur (ou autrement dit, c'est le résultat de multiplicateurs élevés en temps de crise).

Du côté des besoins de financement, on voit que ces derniers sont positifs et relativement élevés dans le scénario institutionnel

comme dans celui de relance. Le trou de financement de l'année 2015 est particulièrement important²⁶, et il ne serait qu'en partie comblé par les nouveaux déboursments du FESF et du FMI et la rétrocession par la BCE des profits sur le programme SMP, si l'accord entre le nouveau gouvernement grec et ses créanciers menait à une conclusion positive. De plus, de nouveaux besoins de financement apparaissent les années suivantes, ce qui signifie qu'il faudra à nouveau procéder à des refinancements en provenance des partenaires européens, en l'absence de financement de marché (le ratio dette sur PIB étant toujours supérieur à 140 % en 2020). Concrètement, un troisième plan d'aide est nécessaire pour que les scénarios institutionnel et de relance puissent se matérialiser. En supposant que la Grèce puisse retourner sur les marchés lorsque son ratio dette sur PIB sera revenu au niveau de 120 %, ce nouveau plan d'aide devrait être d'environ 95 milliards d'euros (réparti sur 15 ans) dans le scénario institutionnel, et de 160 milliards d'euros dans le scénario de relance. Si la mise en place rapide d'un plan d'aide est une condition nécessaire pour que ces deux scénarios puissent se matérialiser, il n'est pas une condition suffisante. En effet, le déboursement de chaque tranche d'aide sera vraisemblablement soumis à conditionnalité, avec le risque d'une rupture entre la Grèce et ses créanciers à chaque étape du processus. Ces deux scénarios comportent donc un risque politique important, avec d'une part une menace planant sur un gouvernement grec chroniquement incertain de pouvoir faire face à ses échéances de remboursement, et de l'autre côté une zone euro subissant sur le long terme le coût de l'incertitude et de la non-résolution du problème de soutenabilité de la dette grecque. *A contrario*, le scénario de restructuration permet de régler une bonne fois pour toutes le problème de soutenabilité : les besoins de financement y sont nuls jusqu'en 2020, par construction ; et pour les années suivantes, le ratio dette sur PIB étant revenu à un niveau plus soutenable (environ 80 %), le refinancement pourrait vraisemblablement s'effectuer sur les marchés.

26. À noter que les besoins de refinancement de la dette à court terme (billets de trésorerie) ne sont pas inclus dans le graphique correspondant. L'hypothèse implicite est que le plafond d'endettement à court terme de 15 milliards d'euros fixé par la BCE sera maintenu à ce niveau, et que le gouvernement grec procèdera sans difficulté à de nouvelles émissions à court terme qui compenseront exactement celles arrivant à maturité.

Graphique 10. Simulation des trois scénarios à long terme (jusqu'en 2050).



Source : Calculs des auteurs.

Le graphique 10 replace les trois scénarios dans une perspective de long terme, c'est-à-dire jusqu'à l'horizon de la simulation en 2050.

On observe que le ratio dette sur PIB est ramené à 60 % en 2050, ce qui était une hypothèse de construction des trois scénarios.

Le coût du scénario de relance par rapport au scénario institutionnel apparaît nettement sur le long terme. Dans le scénario de relance, les excédents primaires à dégager doivent rester encore plus élevés jusqu'à la fin de l'horizon de la simulation, et il est possible de douter de la soutenabilité politique d'un tel effort budgétaire sur long terme, sachant que les excédents primaires du scénario institutionnel sont déjà difficilement soutenables, comme expliqué plus haut. En outre, le ratio dette sur PIB met encore plus de temps à atteindre un niveau soutenable, et les besoins de financement sont significativement plus importants sur la période 2020-2030, aggravant le problème d'incertitude chronique décrit

ci-dessus. La différence entre le scénario institutionnel et le scénario de relance est donc réellement un arbitrage entre le court terme et le long terme.

Dans le cas du scénario de restructuration, des besoins de refinancement apparaissent dès 2021, soit après la période de grâce, mais le ratio dette sur PIB est alors de 88 %, soit un niveau compatible avec un financement de marché. Cela confirme que les besoins de refinancement qui apparaissent dans ce scénario sont de nature différente de ceux des deux autres scénarios, pour lesquels le niveau de dette est alors bien plus élevé.

L'analyse développée ci-dessus est centrée autour de la question de la soutenabilité de la dette publique. L'économie grecque doit cependant faire face à un autre défi, celui de sa compétitivité dans le cadre des échanges internationaux. En effet, même si le déficit de sa balance courante n'était que de 2,9 % du PIB en 2013, le déficit courant structurel – c'est-à-dire corrigé des effets de la conjoncture en Grèce comme chez ses partenaires – était lui de l'ordre de 11,4 % du PIB²⁷. La résorption du déficit commercial pendant ces dernières années était donc davantage la conséquence de la compression de la demande interne que du dynamisme des exportations. La compétitivité de la Grèce est donc encore loin d'être restaurée à ce stade. Si on se limite à la question de la compétitivité-prix, il est possible de calculer un différentiel cumulé d'inflation avec un pays de référence (ici l'Allemagne), pour lequel il est nécessaire de faire une hypothèse de scénario d'inflation. Le graphique de compétitivité montre ce différentiel cumulé en supposant que l'Allemagne est relativement peu coopérative et maintient son inflation à 2 % à partir de 2017 (nous utilisons nos prévisions pour 2015 et 2016, soit 0,1 % et 1,6 %). La compétitivité-prix s'améliore dans ce cas d'environ 10 % dans le scénario institutionnel, et d'environ 7 % dans le scénario de restructuration. Ce chiffre est à comparer à notre estimation d'un désajustement de prix de valeur ajoutée de 33 % entre la Grèce et l'Allemagne²⁸. Nos trois scénarios

27. Voir « A Diverging Europe on the Edge: the independent Annual Growth Survey 2015 », *Revue de l'OFCE*, 2015, p. 167.

28. Voir « A Diverging Europe on the Edge: the independent Annual Growth Survey 2015 », *Op. Cit.*, p. 181, tableau 4. Le chiffre de 33 % correspond à l'hypothèse d'une stabilisation de la position extérieure nette grecque à -50 % de son PIB après 20 ans (et similairement pour l'Allemagne avec une position extérieure nette du signe opposé). Bien qu'elle ne soit pas le seul partenaire commercial de la Grèce, nous prenons l'Allemagne comme référence pour calculer le désajustement de change interne, vu l'importance de ce pays dans les échanges commerciaux de la Grèce et son rôle central en zone euro.

permettent donc de combler une part substantielle du déséquilibre, même sans coopération allemande, mais il restera encore beaucoup de chemin à parcourir pour parvenir au rééquilibrage (sachant que celui-ci peut également passer par d'autres canaux que la compétitivité-prix). Il faut également noter que, même si le scénario de restructuration conduit à un réajustement nominal plus petit, le chiffre obtenu n'est pas directement comparable aux deux autres ; en effet, l'annulation de dette incorporée dans ce scénario conduit à une amélioration de la position extérieure nette, et donc à un moins grand besoin d'ajustement nominal. Le scénario de restructuration est donc en réalité plus efficace que les deux autres du point de vue de la résorption des déséquilibres de balance courante.

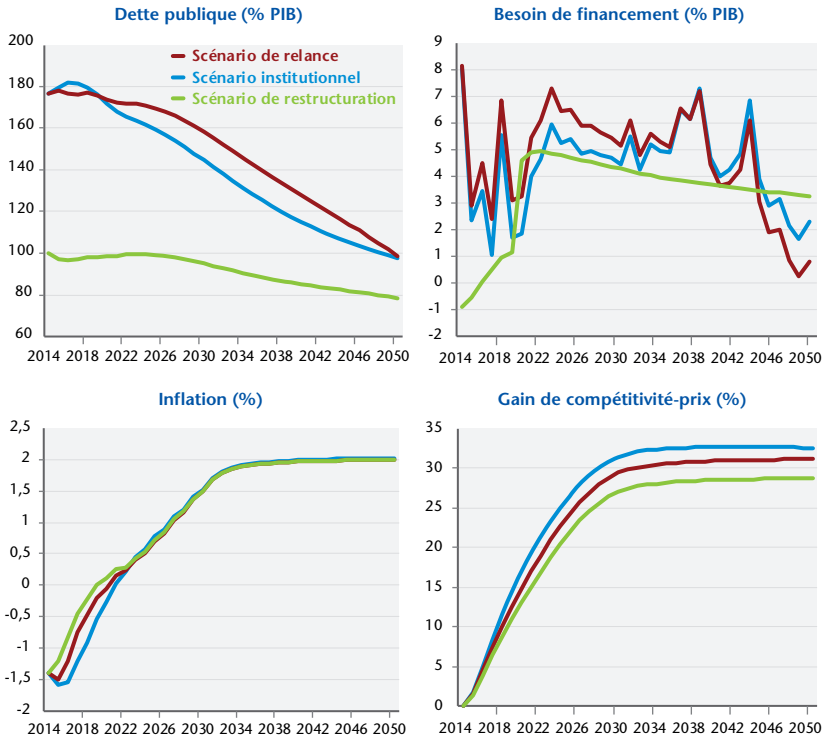
3.4. Scénarios de risque

Nous examinons des scénarios de risque en utilisant des hypothèses moins favorables, d'abord pour l'inflation puis pour les taux d'intérêt de refinancement.

Notre scénario de risque pour l'inflation repose sur l'hypothèse que les anticipations d'inflation perdent durablement leur ancrage, c'est-à-dire que la cible de la BCE de 2 % annuelle n'est plus crédible. Techniquement, nous faisons l'hypothèse que les anticipations d'inflation de long terme sont nulles en 2015-2016, puis remontent progressivement pour atteindre 1 % en 2023 et 2 % en 2031. Les taux nominaux en zone euro demeurent inchangés dans ce scénario, avec l'idée que la perte d'ancrage reste spécifique à la Grèce, ce qui est rendu possible par la fragmentation financière et l'hétérogénéité des mécanismes de transmission de la politique monétaire. Le graphique 11 montre les conséquences de cette perte d'ancrage nominal dans les trois scénarios de dette.

Le seuil d'inflation de 1,5 % est ici atteint vers 2030, contre 2020 dans les scénarios principaux. Cette dynamique défavorable se traduit mécaniquement sur le ratio dette sur PIB : celui-ci termine à environ 100 % dans les scénarios institutionnel et de relance, et à 80 % dans le scénario de restructuration. En revanche, le résultat est plus favorable pour la compétitivité-prix, puisque le réajustement nominal est ici totalement accompli. La dynamique de l'inflation cristallise donc un arbitrage entre soutenabilité de la dette et ajustement de la balance courante.

Graphique 11. Simulations avec perte d'ancrage des anticipations d'inflation



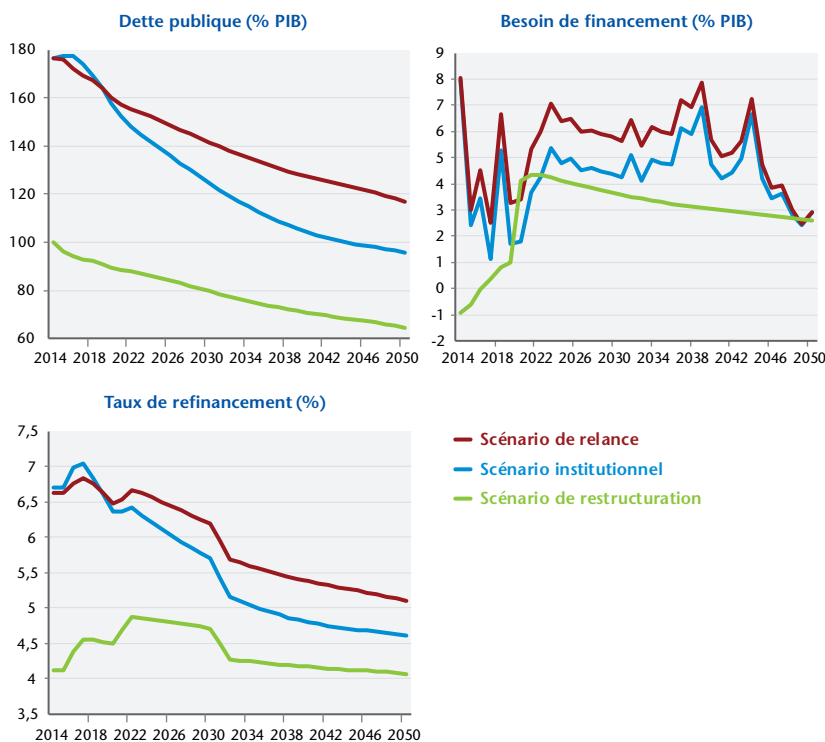
Source : Calculs des auteurs.

Le scénario de risque pour les taux d'intérêt nominaux étudie les conséquences d'un taux de refinancement moins favorable, incorporant une prime de risque substantielle tant que la dette n'est pas revenue à un niveau soutenable. Dans les scénarios institutionnel et de relance, cela correspond à une certaine défiance des partenaires européens, ceux-ci acceptant de refinancer mais exigeant une prime de risque importante. Concrètement, la prime de risque par rapport au scénario de base est de 4,5 % pour 176 % de dette (le niveau actuel), 2,1 % pour 100 % de dette et devient nulle à 60 % de dette.

Le graphique 12 montre les conséquences de ces hypothèses. Le scénario qui souffre le plus de cette prime de risque est celui de relance. Comme il repose sur une baisse moins rapide du stock de dette en niveau (mais pas en ratio dette sur PIB), il est davantage dépendant du refinancement. À l'horizon de la simulation, le ratio

dette sur PIB est alors de 120 %. Le scénario institutionnel est moins impacté et termine à 100 %, tandis que le scénario de restructuration n'est presque pas impacté étant donné le niveau d'endettement plus faible.

Graphique 12. Simulations avec prime de risque plus forte sur le refinancement



Source : Calculs des auteurs.

4. Conclusion

Comme le montrent les simulations sur l'évolution de l'endettement grec sur longue période, le maintien de la Grèce dans la zone euro est théoriquement possible. Cependant, ces simulations révèlent que les scénarios sans restructuration de la dette sont peu crédibles et incertains : ils reposent sur des hypothèses d'excédents primaires rarement observés historiquement et ils dépendent d'une assurance de refinancement future de la part des créanciers européens, qui devraient dans des délais brefs accepter un troisième

programme d'aide (d'environ 95 milliards d'euros dans le scénario institutionnel). Ne pas restructurer aujourd'hui revient donc à accepter une incertitude politique et économique récurrente sur la solvabilité grecque, avec des répercussions sur le reste de la zone difficilement prévisibles. La restructuration nous semble donc être l'option la plus raisonnable car elle seule permet d'écarter définitivement le risque du défaut et de la sortie de l'euro, ce qui est évidemment dans l'intérêt de la Grèce mais aussi de la zone euro dans son ensemble. De plus, ce scénario permet de fixer le niveau des pertes, ce qui élimine au moins l'incertitude pesant sur la situation patrimoniale des différents acteurs (notamment les États de la zone euro, l'Eurosystème et le système bancaire grec).

Les discussions en cours déboucheront-elles sur cette solution ? Rien n'est moins sûr. Sur le fond, il importe de comprendre les enjeux de la négociation entre le gouvernement grec et l'Eurogroupe. Celle-ci tourne autour de ce qu'il en coûte à la Grèce et au reste de la zone de la sortie de la Grèce de l'euro, mais également ce qu'il en coûte à la Grèce si celle-ci reste dans l'euro. La notion de coût ne doit pas ici être comprise de façon étroite et inclut à la fois des coûts à court terme, financiers ou économiques, mais également des coûts à long terme, tenant à la crédibilité de l'euro ou à des aspects géopolitiques. La question de l'euro est ainsi politique, démocratique et sociale. À l'occasion de la crise grecque, ce sont les politiques menées en zone euro qui sont ainsi passées en revue. Admettre qu'elles n'ont pas été adaptées ou qu'elles auraient pu être différentes peut entacher la crédibilité de la gouvernance européenne. Les éventuels abandons de créances ou un aménagement de l'austérité demandée pourraient apparaître comme des concessions qu'il suffit de demander vigoureusement. Or, la gouvernance européenne ne fonctionne que si elle est acceptée par chacun des États membres. Rien ne permet à l'intérêt général de la zone euro d'émerger et rien ne permet d'en assurer la mise en œuvre politique. On décrit ainsi souvent la situation de l'État grec comme celui d'une dissuasion du faible (les Grecs) au fort (le reste de la zone euro), mais un des nœuds de la négociation est que le supposé fort n'est en fait pas en position de force et a besoin de la coopération volontaire du faible. Ce pouvoir faible du supposé fort, dont l'absence de leadership légitime est un des symptômes, oblige à une position dure dans laquelle la magnanimité n'est pas une option.

ANNEXE

Ensemble des crises financières identifiées par Reinhart et Rogoff

Année	Pays	Nombre d'années			
		Baisse du PIB entre le pic et le creux (en %)	Entre le pic et le creux	Pour retrouver le niveau d'activité d'avant-crise	« Double plon- geon » (Double Dip)
1931	Espagne	-34,6	9	26	1
1923	Canada	-30,1	4	10	0
1929- 1933	États-Unis	-28,6	4	10	1
1893	Australie	-28,0	8	20	1
2008	Grèce	-26,3	6	12	0
1921	Italie	-25,5	3	21	1
1929- 1931	Autriche	-23,4	4	10	0
1920	Royaume-Uni	-18,7	3	11	1
1931	Allemagne	-17,8	4	7	0
1939	Pays-Bas	-16,0	6	21	1
1930	France	-15,9	3	10	1
1890- 1893	États-Unis	-14,2	2	6	1
1907	États-Unis	-12,5	1	9	1
1991	Finlande	-11,8	4	8	0
1873	Canada	-11,7	4	7	1
1921	Norvège	-10,8	1	5	1
1931- 1934	Belgique	-10,4	4	11	1
1931- 1933	Suisse	-9,8	3	9	1
1922	Suède	-9,4	1	3	0
1927- 1931	Japon	-9,3	2	4	0
2007	Islande	-9,3	3	11	0
2007	Irlande	-9,1	3	12	1
1931	Grèce	-8,9	2	4	0
1866	Italie	-8,8	1	14	1
1864- 1867	France	-8,8	3	5	1
1930	Norvège	-8,4	1	4	0
2007	États-Unis	-8,1	2	6	0
2008	Italie	-7,9	6	12	1
1908	Canada	-7,8	1	3	0
2008	Portugal	-7,4	6	12	1
1891- 1893	Italie	-7,4	7	8	1

(suite) Ensemble des crises financières identifiées par Reinhart et Rogoff

Année	Pays	Nombre d'années			
		Baisse du PIB entre le pic et le creux (en %)	Entre le pic et le creux	Pour retrouver le niveau d'activité d'avant-crise	« Double plon- geon » (Double Dip)
2008	Espagne	-7,3	5	12	0
1930	Italie	-7,0	2	6	1
1857	France	-6,9	3	4	1
1931	Royaume-Uni	-6,6	2	5	0
1997	Corée	-6,4	1	2	0
1920	États-Unis	-6,3	2	4	0
1873	Allemagne	-6,2	6	9	1
1991	Suède	-6,2	3	5	0
1931	Finlande	-6,1	3	5	0
1894	Nouvelle-Zélande	-5,8	2	4	0
1890	Royaume-Uni	-5,3	4	5	0
1923	Portugal	-4,9	1	4	1
2008	Allemagne	-4,8	1	3	0
1931	Suède	-4,8	2	4	0
2007	Royaume-Uni	-4,6	2	11	1
1907	Italie	-4,6	1	2	0
1890	Portugal	-4,3	4	7	1
1921	Danemark	-4,2	1	2	0
1931	Danemark	-3,5	1	3	0
1873	États-Unis	-3,4	2	4	0
1873	Autriche	-3,3	2	3	0
2008	Pays-Bas	-3,3	1	10	1
2008	France	-2,9	2	9	1
1907	Suède	-2,7	2	3	0
1923	Japon	-2,7	2	4	0
1992- 1997	Japon	-2,7	2	6	0
1907	Japon	-1,9	2	4	0
1857	Allemagne	-1,8	2	3	0
1866	Royaume-Uni	-1,8	1	2	0
1907	France	-0,8	1	2	0
1987	Norvège	-0,6	1	3	0
1992	Japon	-0,1	1	2	0
	Moyenne	-9,4	2,8	7,3	—
	Médiane	-7,3	2,0	6,0	—

Note : Les données de la Grande Récession ont été mises à jour avec les dernières données disponibles.

Sources : Reinhart et Rogoff (2014) et Eurostat.