

La dette grecque au lendemain des plans de sauvetage : soutenabilité en question mais une meilleure marge de manœuvre pour appuyer la croissance

Aristomene Varoudakis*

L'accord de l'Eurogroupe du 21 juin 2018 a donné une meilleure marge de manœuvre pour la gestion de la dette. Celle-ci n'est pas synonyme d'une dette soutenable mais offre à la Grèce une opportunité à saisir¹.

L'accord de l'Eurogroupe du 21 juin énonce les engagements de la Grèce pendant la période post-mémorandum, le cadre de surveillance de ces engagements et prévoit aussi des arrangements pour la dette du pays. Le gouvernement affirme que ces arrangements rendent la dette viable et permettent de tourner la page de la crise de la dette qui a infligé des traumatismes au pays pendant près d'une décennie. L'idée que la dette est viable grâce à l'accord est toutefois fautive, plutôt délibérément à des fins politiques. En réalité, la marge de manœuvre pour la gestion de la dette se trouve élargie, sur un horizon de dix ans, en raison de l'extension des maturités et de la suspension du remboursement du principal et des intérêts de la dette pendant dix ans, convenues par l'Eurogroupe. La dette ne devient pas pour autant viable.

Ces mesures améliorent la marge de manœuvre de la gestion de la dette à moyen terme parce que: (1) la période de grâce supplémentaire de 10 ans des prêts du FESF (Fonds européen de stabilité financière) limite la nécessité d'accéder aux marchés pour emprunter significativement d'ici 2032 et (2) le filet de sécurité des réserves de liquidités mis en place limite le risque d'emprunts coûteux en l'absence de confiance des marchés. De plus, en allongeant d'une décennie les prêts du FESF et en accordant une période de grâce à leur remboursement, la « valeur présente » de la dette, calculée en actualisant les paiements futurs à un certain taux de référence, diminuera: on comprend que la valeur présente de prêts remboursés sur 20 ans est inférieure à leur valeur si les mêmes

prêts allaient être remboursés, par exemple, dans les dix ans à venir. On a donc l'impression que le pays obtient un allègement de la dette, ce qui la rend potentiellement viable.

Or, cette perception est fautive car la viabilité de la dette est liée à la possibilité de générer, sans nuire à l'économie, les excédents budgétaires primaires nécessaires à long terme pour rembourser la dette. Le paradoxe de l'accord de l'Eurogroupe est que, malgré la réduction de la valeur présente de la dette, la valeur présente des excédents budgétaires primaires (c.-à-d. hors paiements d'intérêts) convenus reste extrêmement élevée. Logiquement, lorsque la dette est réduite, les excédents nécessaires à long terme pour que la dette soit soutenable diminuent également. Mais le gouvernement a accepté de réaliser des excédents primaires de 3,5 % du PIB d'ici 2022 et de dégager un excédent à long terme de 2,2 % du PIB en moyenne d'ici 2060! Ces objectifs sont sans précédent, car aucun pays dans l'histoire économique moderne n'a mis en place une politique d'austérité à long terme de cette ampleur.

Le maintien des excédents budgétaires à un tel niveau nécessite le maintien d'une lourde taxation et la réduction des dépenses publiques productives qui freineront la croissance. Ceci mettra en question le remboursement de la dette. De ce point de vue, la dette ne devient pas viable. Si, d'un commun accord, la dette n'était pas viable avant l'accord de l'Eurogroupe, comment peut-elle devenir viable après l'accord, lorsque l'austérité exigée par le pays reste intacte, avec des excédents budgétaires

* Université de Strasbourg et Laboratoire de recherche en gestion et économie (LaRGE, EA 2364).

¹ Cet article, traduit du grec, est paru dans le journal Naftemporiki le 25 juin 2018. <https://www.naftemporiki.gr/story/1364157/>

irréalistes jusqu'en 2060? Pour ces raisons, le FMI a exprimé ses réserves quant à la viabilité de la dette après l'accord.

Bien qu'avec l'accord de l'Eurogroupe la dette ne devienne pas viable, cela donne à la Grèce l'opportunité d'obtenir un accès aux marchés à des taux bas pour les années à venir. Comme la période de grâce jusqu'en 2032 pour rembourser une partie importante de la dette supprime le risque de manque de liquidité, il est possible d'émettre des obligations à dix ans avec des taux d'intérêt bas grâce à la réduction du risque de défaut. Cela marquera le retour de la confiance des marchés et pourra stimuler l'investissement. C'est un pari qu'il serait souhaitable de gagner. Cependant, les incitations à l'investissement continueront malheureusement à être sapées par une lourde taxation pour dégager des excédents budgétaires exorbitants. Cela pénalise la Grèce par rapport aux autres économies de l'Union européenne. La réduction de la demande intérieure, due à l'austérité permanente, sera un facteur supplémentaire limitant l'investissement.

De ce point de vue, l'accord de l'Eurogroupe reste une solution qui permet de « gagner du

temps» plutôt que de permettre à la Grèce de tourner définitivement la page de la crise de la dette. En limitant drastiquement les besoins d'accès de la Grèce aux marchés à moyen terme, l'accord limite également les risques pour la zone euro, qui, à ce stade, proviennent principalement de l'Italie. La Grèce peut toutefois profiter de la plus grande marge de manœuvre dans la gestion de sa dette offerte par l'accord. Compte tenu du manque d'espace budgétaire résultant des excédents primaires convenus, deux réformes de la politique économique deviennent nécessaires. Tout d'abord, changer la configuration de la politique budgétaire, avec une réduction drastique des dépenses pour permettre, le plutôt possible, une réduction significative de la fiscalité. Deuxièmement, des réformes radicales pour améliorer le climat d'investissement, qui reste l'un des plus inhospitaliers d'Europe. Retrouver la confiance des marchés avec la marge de manœuvre élargie offerte par l'accord pourrait ainsi se traduire par un accroissement des investissements et une accélération de la croissance.