



École de gestion

Département d'économie

**LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE : UN MODÈLE DE  
DYNAMIQUE DE DETTE APPLIQUÉ À LA GRÈCE**

Dina Délali Libérée ADEDZE

sous la direction de

François DELORME et Patrick RICHARD

Mémoire présenté au département d'économie  
en vue de l'obtention du grade de maîtrise ès sciences (M.Sc.)  
Maîtrise en économique – type recherche

Août 2017

© Dina D.L. Adedze, 2017

## REMERCIEMENTS

J'ai été privilégiée de travailler et d'apprendre auprès de deux codirecteurs extraordinaires qui m'ont soutenu, encouragé et dirigé durant ce mémoire. Je tiens donc à sincèrement remercier François Delorme, chargé de cours à l'Université de Sherbrooke et Patrick Richard, professeur à l'Université de Sherbrooke. Sans votre expertise et votre grande connaissance du domaine, je ne pense pas malgré toute ma volonté que je serais arrivée à bout. Merci pour votre disponibilité et flexibilité malgré vos horaires chargés et même en congé sabbatique. Merci de m'avoir encouragée grâce à vos commentaires et remarques qui m'ont permis de me surpasser et à donner de mon meilleur.

Je voudrais également remercier David Dupuis, chargé de cours à l'Université de Sherbrooke, d'avoir accepté être le lecteur de ce travail et de m'avoir apporté ses commentaires pertinents à la suite de mon séminaire. Cela n'a davantage qu'affiné ce mémoire. Encore merci.

Je remercie tout particulièrement Valérie Vierstraete, professeur à l'Université de Sherbrooke, qui a cru en moi durant mon baccalauréat et qui a su m'encourager dans la poursuite d'une maîtrise en Économique à l'École de Gestion de l'Université de Sherbrooke.

Ce travail a occupé les trois dernières années de ma vie, et par la même occasion celle des personnes qui m'entourent.

Je remercie ma petite sœur Joëlle, pour ses relectures et conseils qui ont été précieux. Un grand merci également à mon Frère Caleb et ma petite sœur Eunice pour leurs encouragements.

Je remercie mes parents, Emmanuel et Marie-Claire qui ont été un pilier sur lequel j'ai pu m'appuyer tout au long de ces années. Merci d'avoir investi en moi et surtout pour votre soutien indescriptible aussi bien financier que moral. Papa tu as de quoi être fier.

Ce travail clôture 8 années d'études de l'obtention de mon baccalauréat à aujourd'hui. Je remercie toutes les personnes qui de près ou de loin, m'ont apporté leur soutien autant au Togo, au Canada, aux États-Unis qu'en France. La liste serait interminable si je commençais à citer vos noms mais je désire tout simplement vous dire à toutes et tous qui ont contribué à l'avancement de ce travail par vos mots, vos lectures, vos corrections et vos attentions un grand merci!

Enfin, je remercie mon époux, Jacob Raymond pour sa patience, ses encouragements, son soutien et ce même dans mes sauts d'humeur et mes moments de découragement.

« ...À Dieu seul soit la gloire... »

Ps 115 :1

## TABLE DES MATIÈRES

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>7</b>
<b>PREMIER CHAPITRE — HISTOIRE DES FINANCES PUBLIQUES DE LA GRÈCE.....</b>	<b>9</b>
1    LA SITUATION GRECQUE AVANT LA CRISE DE 2009 ET SON ACCESSION DANS LA ZONE EURO.....	9
2    LE DÉNI DE LA GRÈCE PAR RAPPORT À LA CRISE.....	14
3    STATISTIQUES DE BASE DE LA GRÈCE.....	17
4    LES FACTEURS PRÉCURSEURS DE LA CRISE GRECQUE.....	19
5    CONTEXTE GÉNÉRAL DE LA CRISE GRECQUE (2009-2010).....	23
6    UN APERÇU DE LA CRISE GRECQUE.....	25
7    CORRUPTION.....	29
<b>DEUXIÈME CHAPITRE – DÉFINITIONS ET CONCEPTS.....</b>	<b>32</b>
1    QUELQUES DÉFINITIONS AUTOUR DE L’ENDETTEMENT.....	32
1.1 La dette publique.....	32
1.2 Le solde budgétaire, le déficit ou le surplus.....	33
2    SURVOL DE LITTÉRATURE.....	34
3    LE CONCEPT DE LA THÉORIE MONÉTAIRE MODERNE PAR RAPPORT À LA CRISE DES DETTES SOUVERAINE ET UNE ÉVENTUELLE PISTE DE SOLUTION.....	36
<b>TROISIÈME CHAPITRE – LE MODÈLE DE DYNAMIQUE DE DETTE.....</b>	<b>41</b>
1    LE MODELE GENERAL DE DYNAMIQUE DE DETTE.....	41
2    DYNAMIQUE DE DETTE ET LE CONCEPT DE LA VIABILITÉ DE LA DETTE.....	41
3    EXEMPLE DE RÉSULTATS ET EFFETS ATTENDUS DE DIFFÉRENTES VARIABLES.....	50
<b>QUATRIÈME CHAPITRE – ANALYSE DE LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE GRECQUE (DSA).....</b>	<b>53</b>
1    FINANCES PUBLIQUES DE LA GRÈCE : DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS.....	53

2	LES RÉSULTATS EMPIRIQUES : SCÉNARIO DE BASE .....	55
	2.2 Scénario de base.....	55
	2.3 Composante de la viabilité de la dette publique.....	56
3	ANALYSE DE RISQUE ET DE SENSIBILITÉ - ÉVALUATION DU RÉALISME DES HYPOTHÈSES DU SCÉNARIO DE BASE .....	59
4	SENSIBILITE DU FARDEAU DE LA DETTE AUX CHOCS DE NATURE MACROECONOMIQUE ET FISCALE .....	61
5	ANALYSE DE RISQUE COMPLÉMENTAIRE: GRAPHIQUES DE TYPE «ÉVENTAIL» .....	63
6	SYNTHÈSE DE L'ANALYSE DE RISQUE APPLIQUÉ À LA DETTE PUBLIQUE DE LA GRÈCE .....	64
	<b>CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS .....</b>	<b>67</b>
1	CONCLUSION .....	67
	1.1 Principales conclusions .....	67
	1.2 Recommandations.....	73
	<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>77</b>
	<b>ANNEXE B.....</b>	<b>83</b>
	<b>ANNEXE C.....</b>	<b>84</b>
	<b>ANNEXE D.....</b>	<b>89</b>

## LISTE DES FIGURES

Figure 1. Progression des dépenses, des revenus et du solde public de la Grèce de l'an 1981 à 2016.....	12
Figure 2. Déficit et solde structurel des administrations publiques de la Grèce (en pourcentage du PIB et du PIB potentiel).....	16
Figure 3. Dette brute des administrations publiques de la Grèce en pourcentage du PIB de l'an 1980 à 2016.....	19
Figure 4. Croissance du Produit intérieur brut (PIB) de l'an 1996 à 2016.....	21
Figure 5. Perception de corruption dans le monde.....	29
Figure 6. Dette publique en pourcentage du PIB de certains pays en difficulté de la zone euro.....	40
Figure 7. Évolution de la dette externe grecque et sa position d'investissement international (NIIP).....	54
Figure 8. Scénario de base, 2014-2060 .....	56
Figure 9. Performance de la prévision versus pays industrialisés.....	60
Figure 10. Analyse du réalisme de l'ajustement fiscal prévu.....	61
Figure 11. Graphique de type « éventail » - Évolution du ratio dette/PIB.....	63
Figure 12. Vulnérabilité du profil de la dette publique .....	66

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau I. Dette des administrations publiques en pourcentage du PIB .....	11
Tableau II. Déficit/excédent des administrations publiques en pourcentage du PIB.....	11
Tableau III. Statistiques de base de la Grèce .....	18
Tableau IV. PIB réel de la Grèce : projections officielles et résultats <sup>1</sup> .....	26
Tableau V. Composition de la dette publique grecque –Estimations à la mi-2013 .....	28
Tableau VI. Cartographie de zones à risque .....	64

## INTRODUCTION

La soutenabilité de la dette de la Grèce est un sujet qui secoue et anime plusieurs instances de par le monde. D'ailleurs, le FMI exprime que : « Malgré ses réformes ambitieuses, la Grèce ne peut pas résoudre le problème de sa dette ». Il renchérit en affirmant: « La Grèce ne s'en sortira jamais si une partie de sa dette n'est annulée, et dans ces conditions, le fonds monétaire ne peut être l'un de ses créanciers ». Tout cela étant dit, le but de cette recherche est de poser un diagnostic scientifique à l'aide de méthodes empiriques objectives sur la dynamique de la dette grecque. La trajectoire du ratio de la dette publique au PIB est-elle viable ? Et si elle ne l'était pas, comment pourrait-elle le devenir ?

Plusieurs organismes internationaux et analystes ont posé le diagnostic que la dette grecque est sur une trajectoire insoutenable et qu'il faudra adopter plusieurs mesures économiques et fiscales afin que la situation grecque s'améliore au chapitre des finances publiques<sup>1</sup>. Cela est aussi nécessaire à la lumière d'une propagation potentielle en Europe et de la menace d'une sortie de la Grèce de la zone euro.

Faudra-t-il réduire l'endettement public à n'importe quel prix ? Où faudrait-il renégocier le pacte fiscal de la Grèce<sup>2</sup> ? Plusieurs interrogations se posent, et pour y répondre, un des instruments les plus pertinents consiste à construire et utiliser un modèle de dynamique de dette publique.

En premier lieu, nous énoncerons l'origine de la crise des finances publiques grecques. Ensuite, nous procéderons à un exposé de la méthodologie utilisée dans ce

---

<sup>1</sup> \***IMF** (2017), « Greece 2016 article IV Consultation-Press release; staff report; and statement by the executive director for Greece, IMF Country Report No.17/40. pp 1- 92.

\***OCDE** (2015), « Grèce », dans Perspectives économiques de l'OCDE, Volume 2015 Issue 1, Éditions OCDE, Paris.

\* **IMF** (2014), « GREECE Fifth review under the extend arrangement under the extended fund facility, and request for waiver of nonobservance of performance criterion and rephrasing of access», Country Report No. 14/151. pp1- 226.

<sup>2</sup>Le **Pacte fiscal** est un pacte sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de l'union économique et monétaire. C'est donc un ensemble de règles établies entre les gouvernements européens et la Troïka (CE, BCE et FMI). C'est à partir de ce pacte que des mesures d'austérités et des réformes ont été mises en place.

mémoire tout en discutant de sa pertinence. Ce sera le point de départ de l'élaboration d'un modèle théorique. Nous appliquerons par la suite ce modèle de dynamique de dette aux données grecques afin d'évaluer les risques potentiels entourant le cas grec. Cette vue d'ensemble nous permettra finalement d'esquisser des pistes de solutions éventuelles.

Une dette viable est un pilier important d'une économie en santé étant donné qu'elle illustre la capacité d'un pays à honorer ses obligations de dette sans avoir recours à un allègement de dette ni une accumulation d'arriérés. Nous nous intéresserons également aux questions suivantes dans le cadre de notre recherche :

- 1- Quel est l'état de la dynamique de la dette en Grèce<sup>3</sup> ?
- 2- Quels sont les instruments économiques, financiers et fiscaux envisageables qui contribueraient à stabiliser la dette grecque ?

Cette recherche repose sur un modèle standard de dynamique de dette qui a été largement étudié dans la littérature développée en partie par Diamond (1965), Domar (1944), Buiter (1965) et Blanchard(1990a). Les données proviennent essentiellement d'une base de données mondiale consolidée et élaborée par le FMI.

Ce sujet est particulièrement pertinent à étudier, car il est d'actualité et présente des problématiques que plusieurs pays vivent ou auraient à vivre éventuellement, notamment l'Espagne, le Portugal et l'Italie.

---

<sup>3</sup> **La dynamique de dette** : modèle d'équation qui décrit le comportement de l'accumulation ou de la diminution de la dette publique d'un gouvernement.



## PREMIER CHAPITRE — HISTOIRE DES FINANCES PUBLIQUES DE LA GRÈCE

### 1 LA SITUATION GRECQUE AVANT LA CRISE DE 2009 ET SON ACCESSION DANS LA ZONE EURO

Après 7 longues années de dictature, la Grèce en 1974 voit s’effondrer ce système de dictature en raison de la débâcle de Chypre instiguée par le régime des colonels<sup>4</sup>. Malgré les changements historiques qui ont eu lieu dans le système politique grec, la politique économique d’après 1974 est tout de même restée semblable à celle d’après-guerre qui était constituée d’une politique d’étatisme<sup>5</sup> et de clientélisme<sup>6</sup>.

Toutefois, pendant la période dictatoriale de la Grèce (entre 1967 et 1973), le modèle économique de la Grèce était caractérisé par la stabilité monétaire et fiscale. En effet, dans les premières décennies d’après-guerre, en particulier dans les années 60, la Grèce avait représenté une réussite du développement économique, combinant une inflation faible avec des taux de croissance économique impressionnants, un record comparable à celle des pays à haut rendement comme le Japon d’après-guerre. Ensuite, après la crise économique internationale de 1973, la stabilité monétaire a été suivie d’une inflation élevée comme la plupart des pays suivant le 1<sup>er</sup> choc pétrolier, alors qu’à partir de la fin des années 70, une stagnation prolongée s’était également installée. (Pagoulatos 2003, p5).

Depuis que la démocratie s’est rétablie, c’est-à-dire une période qui est connue sous le nom de «Metapolitefsi<sup>7</sup>», la politique grecque est dominée par deux partis politiques qui sont : Le ND (Nouvelle Démocratie) qui est le parti de centre-droit et le

---

<sup>4</sup> **Régime des colonels** : ou dictature des colonels est le nom donné au pouvoir politique en place en Grèce de 1967 à 1974 qui provoqua l’exil du roi Constantin II monté sur le trône en 1964.

<sup>5</sup> **Politique d’étatisme** : système politique qui prône l’intervention de l’État dans la vie économique et sociale.

<sup>6</sup> **Politique de clientélisme** : faveur injustifiée accordée à une personne, souvent en échange de son vote.

<sup>7</sup> **Metapolitefsi** : changement de régime, désigne la transition démocratique qui a permis de passer du régime des colonels (1967-197, régime sous la dictature) à la démocratie actuelle suite à la tenue d’élections législatives en 1974.

PASOK (le mouvement socialiste pan-hellénique), celui de centre-gauche, ce dernier adoptant également des politiques étatistes et clientélistes. Toutefois, la différence majeure de ce parti est le fait de ne pas considérer et d'ignorer les politiques de stabilité monétaires et budgétaires après la période dictatoriale ; par exemple, l'expansion de l'État était l'outil de consolidation démocratique principal. Tous ces changements ont entraîné une augmentation de la dette publique de 17,6 % du PIB en 1970 à 26,7 % en 1981, et pire, à 57,1 % en 1988. En effet, il y avait des hausses de salaire continues et des pensions trop généreuses. Bref, les programmes sociaux étaient trop généreux. Toutes ces situations n'étaient pas seulement dues à l'inefficacité du secteur public et au niveau élevé de corruption, mais aussi à la structure économique qui laissait à désirer en protégeant certains secteurs tels que le service des pensions de retraite au détriment d'autres comme par exemple le secteur de l'éducation. Pendant cette période, l'efficacité du secteur public était ainsi complètement négligée puisque l'administration publique était contrôlée par les partis-cadres et donc convertie comme une composante fondamentale du « clientélisme bureaucratique » (Lyritzis 1984). Par exemple, les pensions publiques trop généreuses illustraient très bien ce manque d'efficience.

En plus, les années 80 étaient caractérisées par une forte intervention du gouvernement dans la fixation des salaires minimums et pas toujours par rapport aux changements dans la productivité ou les niveaux d'emplois, mais avec des promesses et convictions idéologiques du nouveau gouvernement du PASOK (Venieris, 2006). Cette politique a eu un impact négatif sur le chômage, qui est devenu un problème très aigu en particulier chez les jeunes et les femmes où son niveau a augmenté. (Katrougalos et Lazaridis 2003, 59).

Malgré le fait qu'après les années 90, les gouvernements du PASOK et ND aient mis en place un certain nombre de privatisations et de réformes du marché du travail pour pouvoir faire partie de l'Union économique et monétaire (UEM) à la fin des années 90 (Pagoulatos 2005, 360), le taux d'embauche dans le secteur public avait tout de même énormément baissé. Dans les tableaux suivants, on peut remarquer qu'après les années 90, la dette publique grecque et les déficits ont augmenté en dépit des quelques efforts qui ont été fournis par rapport à la consolidation fiscale. Cependant, en 2016, le déficit des administrations publiques a considérablement baissé. À titre comparatif des

données de la Grèce, nous pouvons également observer la dette ainsi que les déficits/excédents des administrations publiques en pourcentage du PIB pour l'Allemagne et la France.

Tableau I. Dette des administrations publiques en pourcentage du PIB

	1981	1988	2002	2009	2016
<b>Grèce</b>	26,7	57,1	104,9	126,7	181,3
<b>France</b>	22,0	33,5	60,0	79,0	96,7
<b>Allemagne</b>	:	:	59,4	72,6	67,6
<b>Zone-Euro</b>	:	:	66,8	78,3	91,7

Source : IMF World Economic Outlook Database, April 2016 et Perspectives économiques N.99, Octobre 2016 sur OECD.stat  
(<http://stats.oecd.org.ezproxy.usherbrooke.ca/Index.aspx?DataSetCode=EO#>)  
(: indique les données indisponibles)

Tableau II. Déficit/excédent des administrations publiques en pourcentage du PIB

	1981	1988	2002	2009	2016
<b>Grèce</b>	-7,8	-10,7	-6,0	-15,1	0,04
<b>France</b>	-2,4	-2,5	-3,1	-7,2	-3,3
<b>Allemagne</b>	:	:	-3,1	-3,2	0,8
<b>Zone-Euro</b>	:	:	-2,7	-6,3	-1,7

Source : IMF World Economic Outlook Database, April 2016 et Perspectives économiques N.99, Octobre 2016 sur OECD.stat  
(<http://stats.oecd.org.ezproxy.usherbrooke.ca/Index.aspx?DataSetCode=EO#>)  
(: indique les données indisponibles)

Néanmoins, les augmentations salariales continues et les pensions généreuses ainsi que les régimes de retraite anticipés n'ont pas diminué (Tsakalotos 1998, 121), tout

en sachant que la Grèce avait traditionnellement plutôt bénéficié de faibles taux d'imposition. En plus, les revenus en Grèce étaient constamment inférieurs à la moyenne de l'UE-27<sup>8</sup> (Meghir et al. 2010, 10-13).

À la suite de toutes les politiques en Grèce (clientélisme et autres citées plus hauts), cette dernière a fait face à une dette publique qui est demeurée élevée ainsi que des déficits et une croissance assez faible pendant les années 80. Pourtant, jusqu'en 2007, la croissance a repris en Grèce, et cette dernière a connu une période de prospérité avec des niveaux de croissance élevés, ce qui a eu pour effet de diminuer le taux de chômage et d'augmenter les revenus.

Dans le graphique suivant, nous pouvons observer l'allure des courbes représentant la progression des dépenses, des revenus et du solde public de la Grèce entre les années 1981 et 2016. Les dépenses de la Grèce étaient plus élevées que ses recettes pendant une longue période. Cependant, on note qu'après la crise de 2009, ses dépenses ont commencé à baisser et ses recettes à augmenter.

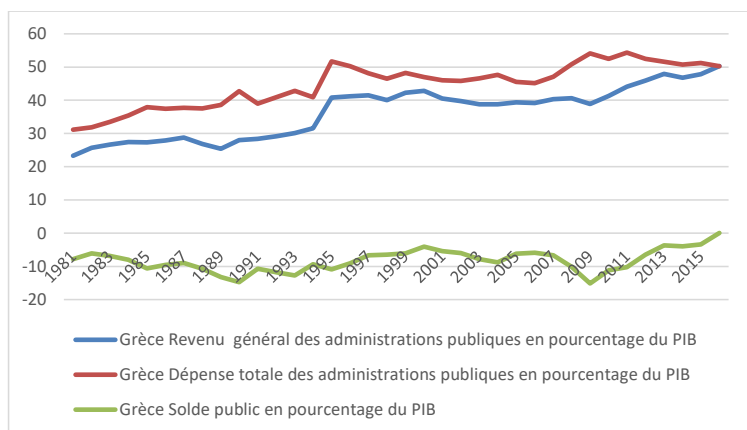


Figure 1. Progression des dépenses, des revenus et du solde public de la Grèce de l'an 1981 à 2016

<sup>8</sup> L'UE-27 ou Union européenne des vingt-sept, correspond à l'ensemble des pays qui appartiennent à l'Union européenne du 1<sup>er</sup> janvier 2007 au 1<sup>er</sup> juillet 2013.

Un des facteurs importants qui avait également interféré dans la situation d'endettement de la Grèce était son accession à l'Euro<sup>9</sup>. Malheureusement, afin d'entrer dans l'euro, en janvier 2001, les dirigeants grecs avaient maquillé leurs comptes publics. Pour ce faire, ils avaient dès lors dissimulé des emprunts en suivant les conseils de la banque américaine Goldman Sachs grâce à des transactions financières risquées. Le déficit public de la Grèce était passé de 10% en 1995 à 1,6% en 1999. Toutefois, même si la dette publique grecque dépassait 100% du PIB, l'Eurozone ne semblait pas s'en préoccuper étant donné qu'elle avait un désir de s'élargir et était persuadée que la dette grecque baisserait au 60% réglementaire.

En effet, au début des années 2000 la Grèce avait mandaté Goldman Sachs comme banque-conseil pour l'aider à réduire le service de sa dette, ce qui était bien justifié. Vers la fin de 2001, ces deux derniers avaient fait une entente qui consistait à convertir la dette étrangère de la Grèce en euros, via un « swap de devises<sup>10</sup> ». Ce mécanisme financier n'était pas illégal, mais échappait encore aux contrôleurs européens. Dans le cas de la Grèce, ce « swap » était opéré sur une base de taux de change artificiel, ce qui avait permis à la Grèce de recevoir plus de liquidité, qu'elle était censée rembourser dans le futur grâce à ses recettes éventuelles futures de taxes d'aéroports et de recettes de loterie nationale. Au final, cette opération avait permis à la Grèce de sortir 2,8 milliards d'euros de dette de ses comptes officiels de 2002 en échange d'un paiement d'environ 600 millions d'euros à Goldman Sachs. Les Grecs avaient continué de vivre au-dessus de leur moyen et la Grèce avait donc pu continuer d'emprunter auprès de la BCE<sup>11</sup>, en affichant un taux d'endettement de 103,7 % au lieu de 105,3 %. En parallèle, Goldman Sachs avait investi dans des « swaps de taux d'intérêt à long terme à taux variables » c'est-à-dire qu'elle achetait des produits dérivés basés sur les obligations

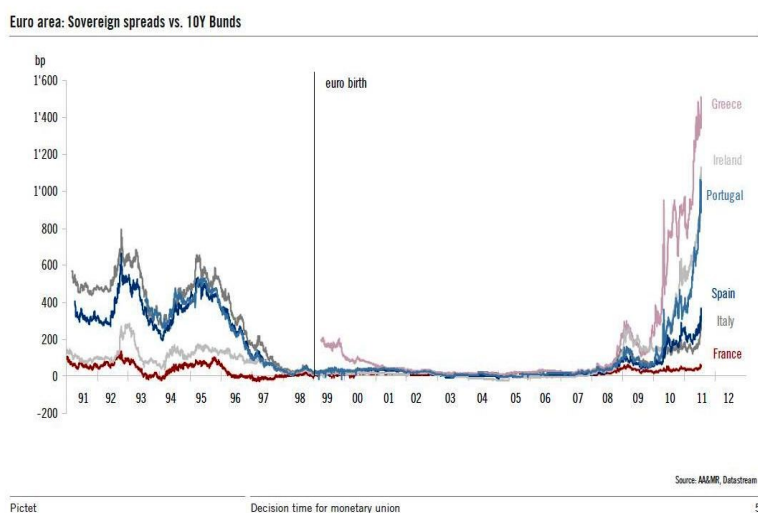
---

<sup>9</sup> <http://www.lefigaro.fr/economie/le-scan-eco/decryptage/2015/09/07/29002-20150907ARTFIG00257-comment-la-grece-a-maquille-ses-comptes-publics-depuis-1997.php>

<sup>10</sup> Un **swap de devises** est un accord conclu entre deux parties qui s'échangent un montant déterminé de devises étrangères et qui s'engagent mutuellement à effectuer régulièrement des paiements correspondant aux intérêts ainsi qu'à se rendre le montant échangé à une échéance déterminée.

<sup>11</sup> **BCE** : Banque Centrale Européenne

grecques, qui étaient une sorte d'assurance contre la faillite de la Grèce. Malheureusement, quelque temps après l'accord, les attentats du 11 septembre avaient ébranlé le monde des finances et encore plus fortement la Grèce qui tenta de renégocier avec Goldman Sachs. Le CDS fut transformé en « swap sur l'inflation dans la zone euro » en 2002, mais le résultat fut catastrophique. Entre temps Goldman Sachs en 2001 avait vendu le « deal » à la National Bank of Greece et en 2009, ensemble, ils créent une société de titrisation qui permettrait de repousser davantage le problème. En somme, cela permettrait de transformer le swap en obligations à échéance en 2039. La situation étant devenue chaotique à la fin 2009, Goldman Sachs et le fonds Paulson essayèrent une dernière tentative qui aurait permis à la Grèce de décaler dans le temps le poids de sa dette sociale, mais cette fois si la réponse de Papandréou fut négative. Le graphique suivant décrit bien l'entrée de la Grèce dans la zone euro.



## 2 LE DÉNI DE LA GRÈCE PAR RAPPORT À LA CRISE

Lorsque la crise économique a commencé en 2007, la Grèce vivait une période de croissance économique acceptable. Le gouvernement ND avait annoncé que la Grèce n'avait rien à craindre par rapport à la crise, car ses banques n'étaient pas impliquées dans la crise des subprimes. Elle était donc dans une meilleure situation que les autres

pays de l'UE. (Kathimerini 2008a, 2008b, 2008c). Par contre une institution financière grecque<sup>12</sup> avait investi dans les produits financiers toxiques qui étaient à l'origine de la crise financière aux États-Unis et dans certains pays européens. La majorité des institutions grecque n'étaient pas directement affectées par les premiers stades de la crise financière, mais les facteurs concernant l'implication de la Grèce dans la crise financière citée plus haut n'étaient qu'une partie de la vérité.

En effet, bien que la Grèce ne fût pas directement touchée par la crise des subprimes hypothécaires, elle a été indirectement affectée par le manque de confiance de la part des marchés financiers mondiaux ainsi que l'augmentation des coûts d'emprunts entre les institutions financières et non financières. En effet, l'Europe a été affectée et par ricochet, la Grèce. Ainsi, à partir de 2007, les coûts d'emprunts ont commencé à augmenter lentement, mais au fur et à mesure. Entre 2002 et 2008, la dette publique était passée de 104,9 % à 109,4% du PIB et à 126,7 % du PIB en 2009. Toutefois, le pays ne faisait face à aucun problème par rapport au financement de ses déficits croissants et aussi de ses dettes des marchés financiers sachant que le gouvernement et même le pays avaient confiance en leur taux de croissance élevé pour soutenir le pays. Brièvement, même si le ratio dette/PIB était croissant, les Grecs étaient confiants et très optimistes, car jusqu'en 2007, leur taux de croissance était demeuré positif avec des taux d'intérêt historiquement bas. Malheureusement, on verra dans les années qui ont suivi que cette période de positivité a été éphémère.

Cependant, malgré ce calme relatif par rapport à la situation, le gouvernement du parti ND au pouvoir était quant à lui déjà en crise. La fin du gouvernement du ND a commencé en 2009 lorsque le premier ministre Karamanlis a ordonné une fin précoce de la session parlementaire, avant les élections générales prévues pour octobre 2009. Cette décision a donc conduit la Grèce dans une phase de plus de 6 mois où le pays n'avait plus de réel gouvernement au pouvoir. Pendant ce temps, la crise financière était en perpétuelle détérioration et simultanément, les finances du pays étaient déjà hors de

---

<sup>12</sup> C'était la propriété de l'État hellénique Postbank ( <http://www.ttbank.gr/en/home>).

contrôle et se sont détériorées dramatiquement. De 2007 à 2009, la Grèce était en récession et son déficit a alors augmenté en flèche. Toutefois, le déficit se résorbe progressivement par la suite. C'est ce que le graphique suivant illustre.

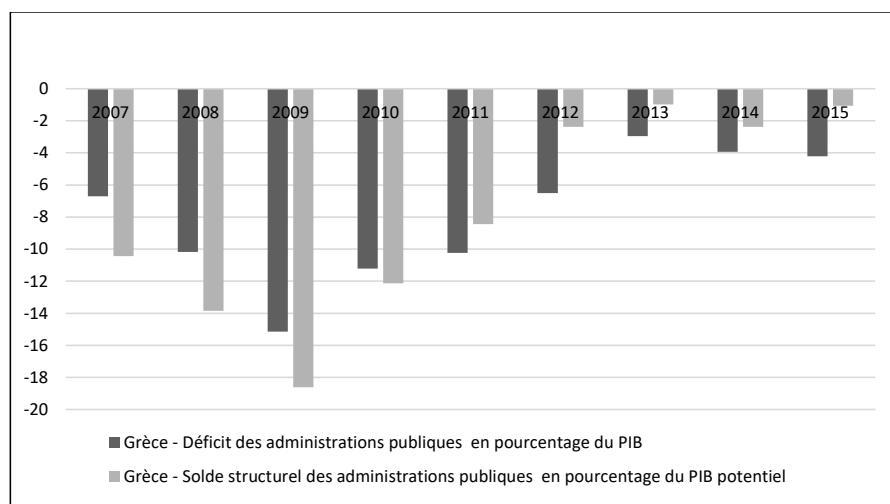


Figure 2. Déficit et solde structurel des administrations publiques de la Grèce (en pourcentage du PIB et du PIB potentiel)

Source : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2016 NB : la valeur de la dette publique de 2015 est une estimation du FMI considérant l'évolution de la dette.

Néanmoins, cette situation n'a jamais été rapportée publiquement et ce ne sont que de faux chiffres par rapport aux finances publiques grecques (CE 2010) qui avaient été publiées en dépit du fait que les deux premiers ministres candidats, Karamanlis de ND et Papandreou du PASOK connaissaient la situation désastreuse des finances publiques du pays avant les élections. En effet, le gouverneur de la Banque de Grèce avait informé Karamanlis et Papandreou en janvier 2009 et donc avant les élections que le déficit du pays serait approximativement de 12 % pour 2009 (Skai 2012a).



En octobre 2009, PASOK remporte les élections avec des promesses de politiques publiques expansionnistes basées sur l'augmentation de salaire de pensions de retraite ainsi que des réductions d'impôts.

Bien que la situation en Grèce se détériorait et que la crise se propageait, le nouveau gouvernement semble être resté inactif et impassible jusqu'en avril 2010 lorsque la Grèce a demandé de l'aide financière à l'Europe et au FMI étant donné qu'il était dans l'impossibilité de financer son déficit et sa dette sur les marchés financiers.

Une demande de soutien a été faite par la Grèce, ce qui leur a permis de signer un protocole d'entente appelé le «Memorandum of Understanding» (MOU). Dans ce programme de soutien, il y a eu deux programmes d'aide financière et d'ajustement économique qui ont été financés en Grèce et supervisés par la Troïka<sup>13</sup>. Le premier a été convenu en mai 2010 et le second en février 2012. En retour, les trois organisations composant la Troïka étaient chargées de superviser la mise en place des mesures d'austérités demandées au gouvernement grec suite aux prêts d'urgence accordés à la Grèce par le FMI et les autres gouvernements européens.<sup>14</sup>

Les principaux objectifs de la Troïka-Grèce et le MOU étaient :

- Éliminer les déséquilibres budgétaires par la réalisation d'excédents budgétaires
- Améliorer la compétitivité grecque
- Fournir des liquidités pour la Grèce jusqu'à ce qu'elle revienne sur les marchés financiers.

### 3 STATISTIQUES DE BASE DE LA GRÈCE

Dans le tableau suivant, voici une idée des statistiques autour de l'endettement public de la Grèce de 2010 à 2014. Nous y constatons que les dépenses de la Grèce ont été toujours plus élevées que ses recettes. À cet égard, son solde budgétaire présente

---

<sup>13</sup> **Troïka** : Système de rotation avec 3 têtes dirigeantes, ici : terme désignant l'Union européenne, la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international.

<sup>14</sup> <https://www.cafedelabourse.com/lexique/definition/troika#>

toujours un déficit budgétaire durant ces périodes. Sa dette publique est également passée de 145,9 % en 2010 à 180,5 % en 2014. Le ratio dette publique/PIB correspond à la dette publique brute totale d'un pays mesurée en pourcentage de son Produit intérieur brut. Il constitue donc en partie un indicateur de l'état de santé d'une économie et encore plus, un des éléments clés pour la viabilité des finances publiques avec la dynamique des taux d'intérêt et la croissance économique.

Tableau III. Statistiques de base de la Grèce

Grèce	2010	2012	2014
<b>PIB en billions d'euros</b>	230	193,6	178,7
<b>PIB par habitant (\$)</b>	26 973	22 172	21 593
<b>Dépenses courantes</b>	48,5	54,8*	49,4
<b>Recettes courantes</b>	37,1	44,8*	45,9
<b>Solde budgétaire</b>	-11,4	-10,0	-3,5
<b>Dette publique nette</b>	–	102,6*	141,3
<b>Dette publique brute (selon le critère de Maastricht)</b>	145,9	172,0	180,5

Sources : OCDE (2011) (2013) (2016), *Études économiques de l'OCDE : Grèce* 2011, 2013, 2016, Éditions OCDE, Paris. IMF (2016); OECD.Stat : Dette publique brute de la Grèce selon le critère de Maastricht (en pourcentage du PIB) ; IMF World Economic Outlook Database, October 2016

2013 for the OECD aggregate, better life index: [www.oecdbetterlifeindex.org](http://www.oecdbetterlifeindex.org)

\* : 2011 pour l'OCDE. Source : Calculs à partir des données extraites des bases de données des organisations suivantes : OCDE, Agence internationale de l'énergie, Banque mondiale, Fonds monétaire international et Union Interparlementaire.

\_ : Donnée indisponible

La dette publique grecque en 1995 était de 99,2 % du PIB, de 126,7 % en 2009 et de 177,0 % en 2016. De 1995 à 2009, la variation en point de pourcentage du PIB de la dette

publique était de 27,5 et de 2009 à 2016, elle était de 50,3. En résumé, la dette publique a évolué quasiment de moitié, elle a énormément augmenté.



Figure 3. Dette brute des administrations publiques de la Grèce en pourcentage du PIB de l'an 1980 à 2016

Source: IMF, World Economic Outlook Database

#### 4 LES FACTEURS PRÉCURSEURS DE LA CRISE GRECQUE

À l'opposé de plusieurs pays de l'OCDE, et également à cause de l'ampleur de sa dette publique, le gouvernement grec ne disposait quasiment pas de manœuvres budgétaires pour l'amortissement de la baisse d'activité afin de limiter l'impact de la crise. Sa dette publique brute tournait en 2009 autour de 126,7 % du PIB et son déficit à cette période était passé de 3,1 % à 5 % du PIB entre 2006 et 2008 malgré le dynamisme relatif de l'économie. Pendant cette période, la croissance était positive jusqu'à la fin de 2008, car, il y avait plusieurs exportations vers les Balkans et également de fortes augmentations de salaire qui soutenaient la consommation. La Grèce faisait également l'objet d'une procédure pour déficit excessif de la part de la Commission européenne et

disposait de six mois, c'est-à-dire, jusqu'en octobre 2009, pour engager des mesures nécessaires afin de corriger et ramener son déficit à 3 % du PIB en 2010<sup>15</sup>.

Bien que des mesures aient été prises pour améliorer sa situation, la Grèce n'aura pas échappé à la crise internationale. Cependant, suite à la dégradation substantielle de la confiance, du tourisme et des recettes des transports maritimes, elle n'a pas pu éviter une récession qui a entraîné inévitablement une détérioration budgétaire. Pendant cette période, l'état des finances publiques était assez médiocre, mais un assainissement structurel immédiat avait été engagé. Le système fiscal grec souffrait également d'un important problème de fraude.

Les banques grecques étaient aussi confrontées à la crise, suite à une longue période de croissance de crédits après la libéralisation du secteur depuis le début des années 2000. Dans un premier temps, même si, la crise n'a eu comme effet que de réduire les liquidités des banques, les établissements restaient toutefois vulnérables aux turbulences internationales à cause des créances des banques grecques dans les Balkans, et surtout dans les pays tels que, la Bulgarie, la Roumanie et la Turquie. Ces créances, autant transfrontalières ou même détenues par l'intermédiaire de filiales représentaient 17 % du PIB\* (OCDE, 2010), ce qui comparé à la majorité des autres pays européens représente un montant assez élevé.

Les marchés de ces pays ont connu une croissance rapide ce qui a entraîné les groupes bancaires à prendre des risques de crédits importants, voire même, exagérés. Ces risques de crédits étaient dans certains cas la surévaluation des prix immobiliers et dans d'autres, une exposition à des emprunteurs, ces derniers étant le plus souvent non couverts du fait que la moitié des créances locales étaient libellées en monnaies étrangères.

D'un point de vue intérieur, les banques étaient fortement exposées en raison d'un secteur immobilier en contraction où les investissements ont souligné une baisse de plus

---

<sup>15</sup> \* OCDE (2010), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2009*, Éditions OCDE, Paris. DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2009-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2009-fr)

de 3 % du PIB depuis 2006 (OCDE 2009). Nous pouvons constater dans la figure 3 qui suit que le PIB de la Grèce s'est empiré au fil du temps et en 2011 avait baissé de 9,2 %.

La Grèce ayant vécu plusieurs années d'expansion économique soutenues consécutives à l'adoption de l'euro a vu son activité commencer à ralentir en 2007, à la suite des hausses de prix des produits de base dès 2002, du durcissement de la politique monétaire de la zone euro et du début de la crise financière<sup>16</sup>.

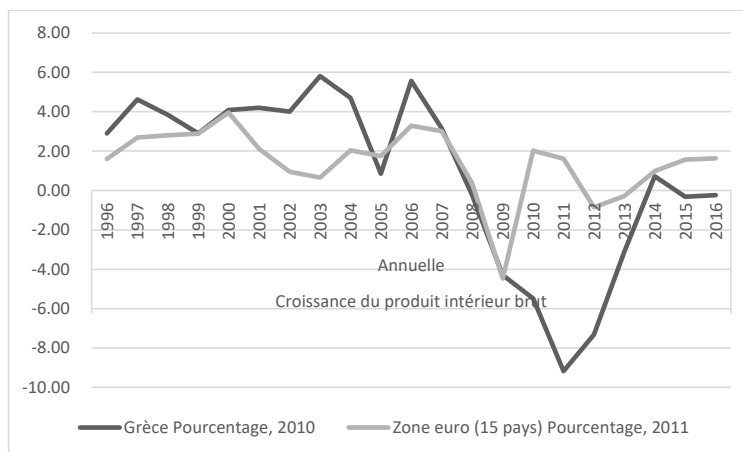


Figure 4. Croissance du Produit intérieur brut (PIB) de l'an 1996 à 2016

Source : [Ensemble de données : Perspectives Economiques No 99 — Juin 2016](#)  
Données extraites le 28 Jul 11 : 51 UTC (GMT), de OCDE.Stat

L'une des premières causes de la dégradation de la situation économique de la Grèce a été le ralentissement de la croissance des exportations due à l'écart d'inflation persistant avec la moyenne de la zone euro donc une détérioration des termes de l'échange. La part des exportations dans le PIB grec est passée de 23,36 % en 2008 à

<sup>16</sup> OCDE (2010), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2009*, Éditions OCDE, Paris. DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2009-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2009-fr)

18,98% du PIB<sup>17</sup> en 2009 et les principaux produits d'exportations étaient les produits agricoles, le pétrole, les produits manufacturés et les services commerciaux.

On remarque également qu'à partir de la mi-2007, la demande intérieure a également connu une forte baisse. Suite à la dégradation de la situation économique, la croissance de l'investissement des entreprises a diminué<sup>18</sup>. Suite à la forte augmentation que les achats de logements ont connue en 2006 avant l'instauration d'une taxe sur la valeur ajoutée (TVA) sur les ventes de biens immobiliers neufs, ces derniers ont subi une diminution assez drastique. La consommation des ménages a baissé malgré la légère hausse des salaires réels. Malgré qu'une grande partie des pays de l'OCDE avaient connu de fortes baisses, le taux de croissance économique en Grèce avait également diminué à l'automne 2008 ; toutefois, ce dernier était quand même resté positif, s'établissant à 1,2 % au dernier trimestre de la même année.

La crise avait eu des conséquences indirectes en Grèce liées aux déséquilibres structurels auxquels le pays faisait face. Depuis la fin 2008, l'écart des rendements des obligations d'État à long terme par rapport à l'Allemagne avait encore plus augmenté pour la Grèce que pour le reste de la zone euro, car les agences de notations avaient revu à la baisse leurs évaluations de la dette souveraine grecque et aussi des banques grecques.

Tout ceci avait causé le retrait de capitaux étrangers de la bourse d'Athènes, entraînant donc par la suite une baisse du cours des actions. Cette augmentation des écarts de taux d'intérêt provenait en partie de l'impact de la contraction générale de la liquidité sur les marchés mondiaux des capitaux, mais aussi d'une réévaluation des risques par les investisseurs, préoccupés par la persistance de déséquilibres structurels<sup>19</sup>.

Les déficits budgétaires de la Grèce étaient difficiles à stabiliser avec une dette publique élevée ainsi qu'un vieillissement démographique qui représentait un défi à la

---

<sup>17</sup> <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/GRC/fr/NE.EXP.GNFS.ZS.html>

<sup>18</sup> OCDE (2010), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2009*, Éditions OCDE, Paris. DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2009-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2009-fr)

<sup>19</sup> OCDE (2010), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2009*, Éditions OCDE, Paris. DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2009-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2009-fr)

viabilité des finances publiques. L'économie grecque souffrait également de deux autres facteurs. En premier lieu, elle faisait face à un large déficit de paiements courants qui s'était drastiquement accentué suite à l'adoption de la zone euro. Ensuite, la Grèce étant devenue un État membre de l'Union économique et monétaire (UEM), le déséquilibre du compte courant s'y était accentué, passant de 3 % du PIB en moyenne dans la période de 1990-1998 à 14 % du PIB en 2007-2008 ; ce qui n'avait pas amélioré l'état de l'endettement public de la Grèce. Enfin, la Grèce faisait également face à un endettement extérieur net en augmentation rapide.

Jusqu'à la fin de 2012, la situation d'incertitude politique en Grèce, les craintes d'une sortie de la zone euro ainsi que les recettes fiscales étaient restées obstinément inférieures aux attentes. Ceci étant dit, les réformes avaient été difficiles à mettre en œuvre ce qui a entraîné plusieurs dérapages dans des secteurs tels que la santé. Afin d'atteindre les objectifs, il a donc fallu diminuer la demande intérieure.

## 5 CONTEXTE GÉNÉRAL DE LA CRISE GRECQUE (2009-2010)

L'État grec, avant la toute première crise entre 2009 et 2010 émettait des bons du Trésor qui étaient aussi appelés « titres de dette » ou encore obligations souveraines comme la plupart des pays qui n'arrivaient pas à équilibrer leur budget. Ces bons du Trésor étaient achetés sur les marchés financiers par plusieurs entités tels que : des banques, des fonds d'investissement, des fonds de pension<sup>20</sup>, etc. En fait, ces investisseurs pouvaient ensuite conserver ces titres, toucher les taux d'intérêt qui provenaient de ces bons et enfin pouvaient les revendre à leur tour sur un marché secondaire.

Suite aux élections grecques d'octobre 2009, le nouveau gouvernement Papandréou avait révélé que les chiffres du déficit grec étaient de 12,7 % du PIB au lieu

---

<sup>20</sup> Public debt Management Agency, <http://www.pdma.gr/index.php/en/debt-instruments-greek-government-bonds/allocation-2005-2010>

de 6 % en 2009. Ce constat entraîna une baisse de confiance des agences de notation de crédit. On assiste donc à un déclin progressif de la notation de crédit de la Grèce ce qui confirme encore plus le risque de défaut grandissant de sa dette. Une grande panique toucha alors les marchés financiers. Il y avait beaucoup de spéculation concernant la dette de la Grèce, plus personne ne voulait acheter les titres de dette ce qui provoqua l'effondrement de leurs prix. Du coup, plus personne ne voulait prêter à la Grèce, à moins que ce soit à des taux d'intérêt très élevés.

Le 23 avril 2010, le gouvernement grec réalisa qu'il n'avait plus suffisamment de fonds pour subvenir à ses besoins et il demanda de l'aide à l'international. La dette grecque passa alors du secteur privé au public. Toutefois, il y a une peur générale de faillite bancaire dans la zone euro au cas où la Grèce ferait défaut. La crise se propageait et les marchés financiers étaient encore plus méfiants à prêter à l'Espagne, l'Italie et d'autres pays endettés ; naturellement, les taux d'intérêt augmentaient drastiquement de concert avec le risque perçu.

Deux plans principaux d'aide avaient été mis en place. Le FMI et les États de la zone euro avaient prêté 110 milliards d'euros à la Grèce et la BCE se mettait à racheter des titres de dette grecque pour empêcher que leur prix ne chute. L'objectif de ce plan était que la Grèce en fin de compte puisse se financer sur les marchés au premier trimestre 2012. Malheureusement, à partir de 2011, cela devenait quasiment impossible pour la Grèce, en résumé, elle se retrouvait de nouveau dans une situation où elle avait besoin encore de prêts.

Le second plan d'aide signé le 27 octobre 2011 prévoyait de nouveau une aide de 130 milliards d'euros, une annulation de 107 milliards d'euros de ce que devait la Grèce aux créanciers privés c'est-à-dire les banques, les fonds, etc.

En somme, la dette de la Grèce à la fin du premier trimestre de 2015 s'élevait à 312,65 milliards d'Euros (environ 177 % du PIB) avant l'annulation de 7 milliards d'euros.

Le 10 octobre 2015, Paul Thomsen, le directeur du département européen du FMI, a annoncé que la dette grecque montera au-dessus de 200 % du PIB et que cette



dernière est devenue complètement insoutenable<sup>21</sup>. Il ajoute que pour gérer sa dette, la Grèce doit bénéficier d'un allègement de la dette. Mais pour cela, la Grèce aura besoin de lancer de fortes réformes. L'Europe doit procéder à un allègement significatif de la dette grecque, et ce, sur plusieurs années. Toutefois, cela ne s'est pas produit. Actuellement, la dette grecque est toujours insoutenable, elle continue d'augmenter, mais n'a pas encore atteint le 200 % du PIB prédit.

## 6 UN APERÇU DE LA CRISE GRECQUE

Avant l'introduction de l'euro, le niveau des prix était élevé en Grèce due à une surévaluation du taux de change réel<sup>22</sup> (dont les estimations varient d'une étude à l'autre), mais aussi, et surtout, à cause de l'effet cumulé de l'inflation élevée depuis l'adoption de l'euro<sup>23</sup>. La part des marchés à l'exportation de biens et services de la Grèce avait baissé<sup>24</sup>. Tout cela étant dit, les exportations de la Grèce ont diminué d'autant que celles des biens se soient redressées en partie seulement sur les marchés autres que l'Union européenne.

En très peu de temps, la Grèce a su faire avancer considérablement la réforme de son économie. L'assainissement budgétaire très efficace de l'OCDE a permis de réduire le déficit et les réformes de retraites ainsi que des soins de santé ont permis de renforcer la viabilité budgétaire à long terme. La réforme structurelle a également permis de rendre le marché du travail plus souple et d'améliorer la compétitivité des coûts. Toutefois, en matière de relance économique, le programme d'ajustement, décidé en 2010 entre les autorités grecques, le Fonds monétaire international, la Commission européenne et la Banque centrale européenne n'a pas encore produit les résultats attendus. La Grèce ayant été touchée un peu plus durement que d'autres pays de la zone euro par la crise, son

---

<sup>21</sup> FMI: la dette grecque est "complètement insoutenable", <http://youtu.be/NIX-s251l70>

<sup>22</sup> Anastasatos, 2008

<sup>23</sup> OCDE, 2011 a

<sup>24</sup> Aiginger, 2013

problème d'endettement s'est drastiquement aggravé bien que la restructuration de la dette opérée en 2012 et le chômage a continué d'augmenter<sup>25</sup>.

En 2013, le PIB grec a une fois de plus chuté, par contre, moins que ce à quoi on s'attendait quelques mois avant.

Tableau IV. PIB réel de la Grèce : projections officielles et résultats<sup>1</sup>

	Projections officielles	Résultats
<b>2010</b>	-4,0	-4,9
<b>2011</b>	-3,0	-7,1
<b>2012</b>	-3,0	-6,4
<b>2013</b>	-4,2	-3,5 <sup>2</sup>

1. Pour 2010, les projections de mai et de juin publiées par le FMI dans son rapport trimestriel sur la Grèce ont été utilisées. Pour 2011, 2012 et 2013, ce sont les prévisions de décembre publiées dans ces rapports trimestriels qui ont été utilisées.

2. Projections de l'OCDE

Source : OCDE, *Base de données des Perspectives économiques de l'OCDE*, n° 94 ; consensus forecast ; FMI, rapport trimestriel sur la Grèce.

Les importantes mesures d'assainissement budgétaire ont eu pour effet de faire baisser la demande intérieure ainsi que le revenu disponible. La diminution du revenu disponible a fait hausser le nombre de prêts non productifs, c'est - à dire, les créances douteuses ou irrécouvrables alors que les pertes consécutives à la restructuration de la dette souveraine ont porté un coup substantiel aux bilans des banques. En réponse à la consolidation budgétaire suivie de la baisse du revenu disponible, l'inflation est devenue négative en mars 2013 et si on exclut les hausses d'impôts, elle est devenue plus faible en Grèce que dans le reste de la zone euro depuis la mi-2010.

---

<sup>25</sup> OCDE (2014), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2013*, Éditions OCDE, Paris.

Entre 2010 et 2015, le déficit des administrations publiques grecques est passé de -11,0 % à -1,4 % en proportion du PIB, donc a diminué de plus de 9 points de pourcentage du PIB<sup>26</sup>. En 2012, malgré une croissance plus faible que prévu, sans considérer les transferts ponctuels de capitaux équivalant à 2,8 % du PIB qui ont été affectés au sauvetage de banques, le déficit public a été inférieur de  $\frac{3}{4}$  pour cent du PIB à son objectif.

La politique budgétaire grecque est restée restrictive à cause de marges de manœuvre limitées du gouvernement. Jusqu'à la fin de 2012, les recettes fiscales sont restées obstinément inférieures aux attentes et les réformes se sont révélées difficiles à appliquer ce qui a entraîné plusieurs complications dans le domaine de la santé. Pour atteindre les objectifs, il a fallu comprimer davantage les dépenses ce qui a provoqué la baisse de la demande intérieure. D'un autre côté, les administrations publiques ont accumulé un montant très élevé d'arriérés de paiements et aussi de remboursements d'impôts qui ont représenté 4,6 % du PIB à la fin 2012. Cela a eu comme conséquences, une réduction des liquidités dans le secteur privé sur fond de conditions de crédit très restrictives. Cependant, depuis le début de 2013, des améliorations sensibles ont été réalisées.

Vers la fin 2009, les banques françaises détenaient 57 milliards de la dette grecque dans leur portefeuille, ce qui représentait le plus grand montant de dette. Ensuite, c'était les banques allemandes qui à eux, détenaient 34 milliards d'euros. La dette grecque était constituée à 80 % par des bons de trésor échangeables sur les marchés financiers. Toutefois, suite à la panique des marchés financiers après la crise et les plans d'aide pour la Grèce qui ne lui ont pas plus permis de retourner sur les marchés, la dette grecque a changé de structure. En 2015, les bons du Trésor représentaient 29 % de la dette soit 91,6 milliards d'euros et le reste était constitué de prêts. Finalement, ce sont des entités publiques (FMI, BCE, FESF, État de la zone euro) qui ont remplacé les investisseurs privés dans la mesure où maintenant ils détiennent 75 % de la dette grecque contre 0 avant la première crise.

---

<sup>26</sup> [http://www.oecd-ilibrary.org/economics/government-deficit\\_gov-dfct-table-en](http://www.oecd-ilibrary.org/economics/government-deficit_gov-dfct-table-en)

Depuis la restructuration de la dette opérée en 2012, la dette grecque a été principalement entre les mains de créanciers officiels telles que : le FMI, les États membres de la zone euro et la Banque centrale européenne dans le secteur public et dans le privé, les Bons de trésor et les obligations. Le tableau suivant expose cette composition de la dette publique grecque :

Tableau V. Composition de la dette publique grecque –Estimations à la mi-2013

	Milliards EUR	% du total	% du PIB
<b>Créanciers publics</b>	270	84	148
FMI	31	10	17
États membres de la zone euro	205	64	112
Banque centrale européenne	35	11	19
<b>Secteur privé</b>	50	16	27
Bons du Trésor	16	5	9
Obligations	34	11	19
<b>Fonds de pension grecs</b>	8	3	4
<b>Autres</b>	26	8	14
<b>Total</b>	320	100	175

Source : OCDE (2014), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2013*, Éditions OCDE, Paris.  
DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2013-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2013-fr)

(Estimations de l'OCDE à partir des données fournies par le FMI, Bloomberg, Citi research et le ministère grec des Finances)

Nous constatons que la dette grecque est détenue par divers créanciers. Nous remarquons aussi que la dette publique grecque est détenue majoritairement par les créanciers publics (84 %), les états membres de la zone euro (64 %) suivis du secteur privé (16 %).

La maturité moyenne de la dette grecque est de 16,4 ans et on note qu'elle est largement plus élevée que celle des autres pays européens.

## 7 CORRUPTION

Plusieurs réformes budgétaires sont nécessaires pour affermir la croissance à moyen terme, car certains problèmes principaux auxquels fait face la Grèce sont : la collecte d'impôts et la fraude fiscale.

En effet, la fraude fiscale est très élevée en Grèce et actuellement, aucun signe de diminution n'est perçu. La Grèce fait partie des pays les plus corrompus du monde selon le « Global Corruption Barometer ».

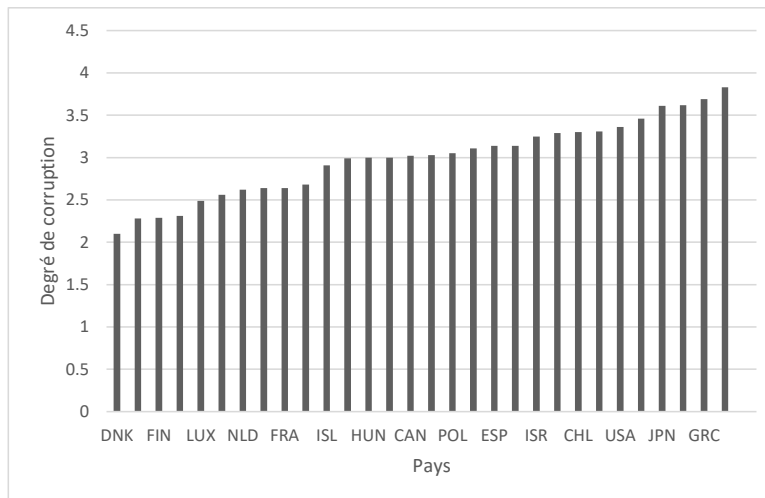


Figure 5. Perception de corruption dans le monde

1. Perception moyenne de la corruption dans les six institutions publiques. 1 = pas du tout corrompu, 5 = extrêmement corrompu.

Source : Transparency international, Global Corruption Barometer 2010/11 (<http://gcb.transparency.org/gcb201011>). StatLink : <http://dx.doi.org/10.1787/888933135015>  
 OCDE (2014), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2013*, Éditions OCDE, Paris.  
 DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2013-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2013-fr)

Depuis la fin de 2012, plusieurs efforts ont été faits ainsi que des mesures qui ont été également adoptées pour lutter contre la fraude fiscale.

Un secrétariat général placé sous l'autorité directe du premier ministre a été créé pour coordonner les travaux des ministres et superviser la mise en œuvre des réformes.

Selon un rapport de la banque de Grèce de 2013, le recul de l'activité économique a une influence à la fois directe et indirecte sur l'efficacité de la TVA, à cause du report de la consommation vers les biens de première nécessité auxquels un taux de TVA inférieur est généralement appliqué et de l'augmentation de la fraude fiscale.

La sous-déclaration de revenus de la part des travailleurs indépendants coûterait énormément chaque année à l'état grec étant donné l'ampleur de l'évasion fiscale.

Plusieurs réformes également ont été mises en place afin de réduire les gaspillages, stimuler l'efficacité et améliorer la répartition des ressources au sein du secteur public. Cela pourrait permettre en partie de réduire l'impact de l'assainissement en matière de croissance. Pour une croissance à long terme, avoir un secteur public plus efficace est très important, car des services publics de meilleure qualité encouragent la confiance envers les agents de l'administration, permettent de hausser la propension à s'acquitter de l'impôt, améliorent la compétitivité, créent de meilleures conditions pour le climat des affaires et permettent d'attirer davantage des investissements étrangers. Une fonction publique plus rentable est aussi primordiale pour la mise en œuvre des réformes structurelles qui sont indispensables au rétablissement de la croissance.

Plusieurs réformes ont été mises en place pour freiner et diminuer la hausse de la masse salariale dans le secteur public. Une part significative du dérapage (de la hausse exagérée de la masse salariale) qui a été enregistrée dans le domaine de l'administration publique grecque par rapport à la moyenne de la zone euro entre 2000 et 2009 a fait l'objet d'une correction.

Une grille salariale unique a été mise en place puis généralisée à l'ensemble de toute la fonction publique en novembre 2012. Cela a permis de réguler la structure

salariale et de baisser les niveaux moyens de salaires à environ 20 %. Pour finir, les salaires sont maintenant à moins de 20 % de ce qu'ils étaient.

## DEUXIÈME CHAPITRE – DÉFINITIONS ET CONCEPTS

### 1 QUELQUES DÉFINITIONS AUTOUR DE L'ENDETTEMENT

#### 1.1 La dette publique

La dette publique est définie de diverses façons selon la comptabilité gouvernementale telles que : la dette brute, la dette nette et la dette des déficits cumulés. Ces définitions de la dette varient d'un pays à l'autre compte tenu de chacun leur situation financière.

La dette brute est définie par l'ensemble de la dette directe consolidée à laquelle sont ajoutés les passifs nets au titre des régimes de retraite et des avantages sociaux futurs. Dans le présent document, toute référence à la dette brute, dans le cas de la Grèce, sera toujours celle que nous considérerons dans nos simulations et calculs.

La dette nette de son côté est égale à la dette brute moins les actifs financiers que possède le gouvernement.

La dette des déficits cumulés est composée de la dette nette, moins la valeur comptable des actifs non financiers comme le stock de capital physique.

En finances publiques, la dette publique est définie comme l'ensemble des engagements financiers des administrations publiques (qui ne se limite juste pas à l'État), c'est à dire des engagements pris sous forme d'emprunts par l'État, les collectivités publiques et les organismes qui en dépendent directement. Elle prend très souvent la forme d'emprunts d'État. Sa capacité de remboursement est évaluée par les agences de notation financière. Les pays qui sont moins fiables au regard des marchés financiers et des agences de notations comme dans le cas de la Grèce peuvent avoir recours aux banques commerciales ou à des institutions internationales comme la Banque mondiale ou le FMI.

La dette publique est composée de la dette publique intérieure qui est détenue par les agents économiques résidents de l'État émetteur et de la dette publique extérieure



détenue par des prêteurs étrangers. Il y a également les dettes de court (un an ou moins), moyen (jusqu'à 10 ans) et long terme (au-delà de dix ans). On parle de déficit public lorsque les produits<sup>27</sup> sont inférieurs aux charges<sup>28</sup> des administrations publiques. La dette publique augmente à chaque fois qu'un déficit public est financé par l'emprunt.

### 1.2 Le solde budgétaire, le déficit ou le surplus

Le solde budgétaire se décompose principalement en deux éléments qui sont : le solde primaire et le paiement des intérêts dus sur la dette publique passée et que l'État doit rembourser pendant l'année courante. Lorsque l'ensemble des dépenses du gouvernement sont supérieures à leurs revenus pour une année budgétaire donnée, le solde budgétaire représente un déficit budgétaire. Dans le cas inverse, il s'agit d'un surplus budgétaire.

En effet, le solde primaire se définit comme étant la différence entre les recettes de l'année et les dépenses de l'année, exempt, les paiements des intérêts de la dette. Lorsque le solde présente un bilan négatif, on parle de déficit primaire et lorsqu'il est excédent, il s'agit d'un excédent primaire.

Un état qui souffre de difficultés financières n'est pas nécessairement insolvable, mais il a la plupart du temps besoin de temps pour remettre en ordre ses finances publiques ou son système bancaire. Le problème, est que, c'est ce que les marchés financiers lui refusent en général et que la solidarité européenne doit lui donner étant donné qu'il est un État membre de l'Union européenne; c'est ce qui penche davantage notre attention sur la situation de la Grèce.

---

<sup>27</sup> Recettes fiscales

<sup>28</sup> Dépenses budgétaires

## 2 SURVOL DE LITTÉRATURE

Afin de dresser un portrait objectif des finances publiques, faire une analyse de la viabilité de la dette publique sur le cours normal d'un mandat d'un gouvernement est très déterminant et essentiel.

Le FMI (annexe A) a proposé récemment une méthode d'analyse de moyen terme de la dette publique. Ce type d'analyse a été proposé tout en se concentrant sur l'ajustement du solde budgétaire primaire pour ramener de façon discrétionnaire le ratio dette/PIB sur une trajectoire plus viable. L'objectif principal était de produire un cadre opérationnel qui puisse permettre une gestion efficace de la dette sur un horizon de moyen terme c'est-à-dire de 3 à 5 ans environ.

En général, plus l'horizon est lointain, plus on peut constater que l'incertitude par rapport aux prévisions augmente. Un horizon de 5 ans serait intéressant à utiliser pour avoir des résultats plus réalistes, étant donné que la plupart des décisions de politiques budgétaires s'y situent.

Puisque l'approche met en exergue l'analyse des risques inhérents, elle permet d'analyser la problématique de l'endettement en prenant en compte les différents risques qui mettent en péril la stabilité du ratio de la dette en proportion du PIB. Cela permet d'avoir une vue d'ensemble sur toutes les options des différents arbitrages économiques et politiques et donc de pouvoir gérer la dette publique de la façon la plus appropriée et idéale possible. (FMI, 2015, «Greece: An update of IMF's preliminary public debt sustainability analysis »).

Malgré l'accent porté à une analyse de moyen terme, une analyse de long terme garde tout autant sa pertinence et son importance, car nous ne pouvons nier qu'une dette soutenable à moyen terme ait davantage de chance de l'être également à long terme. Les instruments de gestion de la dette publique sont donc très complémentaires (Delorme (2016)).

Dans cet ordre d'idées, trois méthodes alternatives de mesure de viabilité de la dette ont été présentées dans D'Erasmus, Mendoza et Zhang (2015) basé sur des modèles économétriques structurels, de même qu'une approche d'équilibre général dynamique. Ces approches demeurent à ce jour expérimentales.

On parle d'absence de viabilité budgétaire lorsque le ratio dette/PIB pose un problème de risque de financement sur les marchés. Pour qu'il y ait viabilité budgétaire, il faut que la valeur actualisée des surplus budgétaires primaires soit suffisante pour empêcher la hausse du niveau d'endettement. Le gouvernement doit donc s'assurer que le fardeau fiscal reste constant dans le temps donc, pas affecté par des changements démographiques et de développement économique. Malheureusement, en Grèce, cela n'a pas été le cas.

Nous nous inspirerons donc de l'approche proposée par Blanchard qui était, de se servir d'indicateurs opérationnels et mesurables de la viabilité. Cela a été par la suite adapté pour tous les pays membres de l'OCDE par Blanchard et al. (1990 a).

Cette approche a concrètement permis d'identifier au niveau des finances publiques, le rôle des éléments clés qui permettent de faire varier la dette publique ; à savoir le rôle du taux d'intérêt réel ( $r$ ), du taux de croissance du PIB ( $g$ ) et du solde primaire. (Voir modèle de dynamique de dette plus bas et également l'annexe A pour la forme générale du modèle).

Selon le FMI (2015)<sup>29</sup>, le besoin de financement nécessaire d'ici la fin de l'année 2018 est actuellement estimé à 85 milliards d'euros et la dette grecque devrait culminer à près de 200 pour cent du PIB dans les deux prochaines années, à condition qu'il existe un accord sur un programme. La dette de la Grèce ne peut être soutenable que par des mesures d'allègement de la dette qui vont bien au-delà de ce que l'Europe a été prête à envisager jusqu'ici.

---

<sup>29</sup> IMF. (2015), «Greece, An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis». Country Report No. 15/186

À moyen terme, l'objectif de la Grèce dans les prochaines décennies pour l'excédent primaire devrait être de la maintenir de 3,5 % du PIB<sup>30</sup> considérant que peu de pays ont réussi à le faire. Le renversement des réformes clés du secteur public qui sont déjà en place, notamment la pension et les réformes des services civils, soulèvent des préoccupations quant à la capacité de la Grèce à atteindre cet objectif.

Ensuite, concernant la croissance : la Grèce est toujours censée aller de la plus basse à la plus élevée parmi les taux de participation de croissance de la productivité et de la main-d'œuvre dans la zone euro, ce qui nécessitera certainement des réformes très ambitieuses. Pour ce faire, la direction du gouvernement qui a mis en place les réformes structurelles clés aurait besoin d'être plus crédible lors des futures discussions avec les autres acteurs.

Enfin, le soutien des banques par l'injection supplémentaire proposé à grande échelle pour le système bancaire serait le troisième en tant que tel, financé par l'État lors des 5 dernières années. De nouvelles injections de capitaux pourraient être nécessaires dans un éventuel futur étant donné l'absence de solutions radicales aux questions de gouvernance qui sont à la racine des problèmes bancaires du système grec.

Afin de pouvoir stabiliser la dette, la rendre viable et avoir des effets immédiats efficaces, nous présenterons des pistes de solutions qui pourraient être envisagées afin de consolider la dynamique de dette publique de la Grèce.

### 3 LE CONCEPT DE LA THÉORIE MONÉTAIRE MODERNE PAR RAPPORT À LA CRISE DES DETTES SOUVERAINE ET UNE ÉVENTUELLE PISTE DE SOLUTION

Depuis la crise financière de 2008, les dettes publiques dans la plupart des pays de l'OCDE sont une source d'inquiétude quant à la soutenabilité des déficits budgétaires. Fortin (2014) dans son article sur la théorie monétaire moderne de la crise des dettes

---

<sup>30</sup> IMF. (2015), «Greece, An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis». Country Report No. 15/186

souveraines basé sur les écrits de R. Wray (2012) nous pousse à prendre en considération l'importance de disposer de la souveraineté monétaire afin de l'utiliser au moment opportun comme outil budgétaire à des fins de stabilisation macroéconomique.

La crise européenne rappelle la grande implication entre le fait de disposer de la souveraineté monétaire et de la capacité d'utiliser la politique budgétaire pour lutter contre le ralentissement économique. Une dette souveraine n'implique pas de risque de crédit dans le cas où le gouvernement emprunte dans une monnaie qui est créée par sa propre banque centrale. Celui-ci, en dernière alternative, peut tout simplement solliciter l'aide de sa banque centrale afin de créer de la monnaie eu égard à cette dernière qui a le pouvoir légal de rembourser les dettes. Ce processus s'appelle la monétisation de la dette. Toutefois, la plupart du temps, on considère les épisodes de monétarisation de dette comme des épisodes de défaut de paiement. En fait, la logique est que la monétisation crée de l'inflation qui déprécie la valeur des titres de dette et donc implique une perte pour les créateurs. Autrement dit, après la monétarisation, le gouvernement rembourse la valeur nominale de sa dette, mais seulement après en avoir fait diminuer la valeur réelle. Cela revient exactement à la même chose que de ne pas rembourser toute la dette nominale lorsque la possibilité de monétarisation n'existe pas. La souveraineté monétaire ouvre également l'option de la dévaluation qui est un moyen rapide d'améliorer la compétitivité internationale du pays. Bien entendu, on n'élimine pas les risques de l'endettement souverain, mais on en change la nature. En bref, au risque de crédit, on substitue un risque de change et par le fait même, un risque d'inflation. Par contre, dans le cas de la zone euro, la création de monnaie est seulement décidée par la Banque centrale européenne (BCE), sans oublier que la BCE n'est pas garante des dettes des différents pays.

Selon certains courants de pensée, c'est par l'action de la politique monétaire sur les taux d'intérêt qu'on peut le mieux contrôler l'activité économique. Certes, la souveraineté monétaire peut être une source de privilège pour les pays qui la détiennent, mais dans le cas de la Grèce, la mise en place de la monnaie commune et l'adoption d'une cible d'inflation moyenne pour la zone euro par la BCE lui ont permis de

finalement maîtriser son inflation, car elle a été historiquement peu enclin à la discipline monétaire.

Bien entendu ce n'était pas tous les pays qui avaient la possibilité d'adapter la politique monétaire aux besoins de stabilisation macroéconomique. Étant donné que la BCE fixe un taux d'intérêt adapté aux besoins de régulation de l'ensemble de la zone euro, si la Grèce poursuivait seule un effort de redressement de ses finances publiques, elle ne pourrait pas compter sur une stimulation monétaire pour compenser les effets restrictifs qui en découleraient même si une marge de manœuvre demeure pour abaisser les taux d'intérêt (Fortin, 2014). Cela s'apparente au résultat du modèle Mundell-Fleming qui indique que la politique budgétaire est relativement impuissante lorsque le taux de change est flexible, mais a beaucoup d'effet sur l'activité économique lorsque le taux de change est fixe ou qu'un pays participe à une union monétaire. En résumé, dans le cas de la Grèce, la mise en place d'une politique budgétaire est fort pertinente bien qu'il aurait été intéressant d'avoir une souveraineté monétaire, mais cette dernière s'avère avoir des limites et ne peut fonctionner que selon la situation du pays qui la détient.

Selon la théorie monétaire moderne (MMT) qui est un courant post - keynésien hétérodoxe, la création monétaire et la politique budgétaire sont indissociables. Par contre, cette théorie n'est pas valide dans le cas de l'ordre monétaire européen, dès lors que la création monétaire est gérée par une autorité centralisée, la BCE, et au même moment, la politique budgétaire est conservée par les pays européens. Selon Fortin, en suivant le concept de la MMT, la seule solution plausible pour la crise des dettes souveraines de l'Europe serait un éclatement de la zone euro ou une émission de titres obligataires à l'échelle européenne par une entité politique supranationale ayant des pouvoirs de taxation et de redistribution.

Somme toute, la politique monétaire centralisée de la BCE ne concorde pas avec les efforts budgétaires qui sont engagés individuellement par les pays membres parce qu'elle concourt aux déséquilibres de taux d'intérêt entre les différents pays de la zone. Afin que l'euro puisse survivre, plusieurs changements structurels devront être mis en place. Comme recommandation, Fortin propose l'instauration d'une fiscalité à l'échelle

européenne, et possiblement une forme de répartition égalitaire des ressources et des charges afin d'avoir une meilleure harmonie entre les politiques monétaires et budgétaires.

### **Faire grâce à la Grèce de sa dette : un problème naissant**

Dès que les finances publiques de la Grèce, de l'Espagne, de l'Irlande, de l'Italie et du Portugal se sont dégradées et que les risques liés à cet endettement étaient devenus perceptibles, logiquement, les taux d'intérêts sur la dette publique de ces pays se sont mis à augmenter. On peut remarquer dans la figure 4 ci-dessous, illustrant pour ces pays la dette publique en pourcentage du PIB, que ces augmentations furent drastiques au Portugal, en Irlande, mais surtout en Grèce.

Certes, la Grèce est très endettée et la zone euro pourrait décider de lui faire grâce de sa dette, mais à voir l'état des autres pays en difficulté de la zone euro, ça ne serait pas une sage décision, car si un pays est épargné, automatiquement, les autres voudront également l'être. Une pareille décision ne causera que davantage de problèmes pour la zone euro dans le futur.

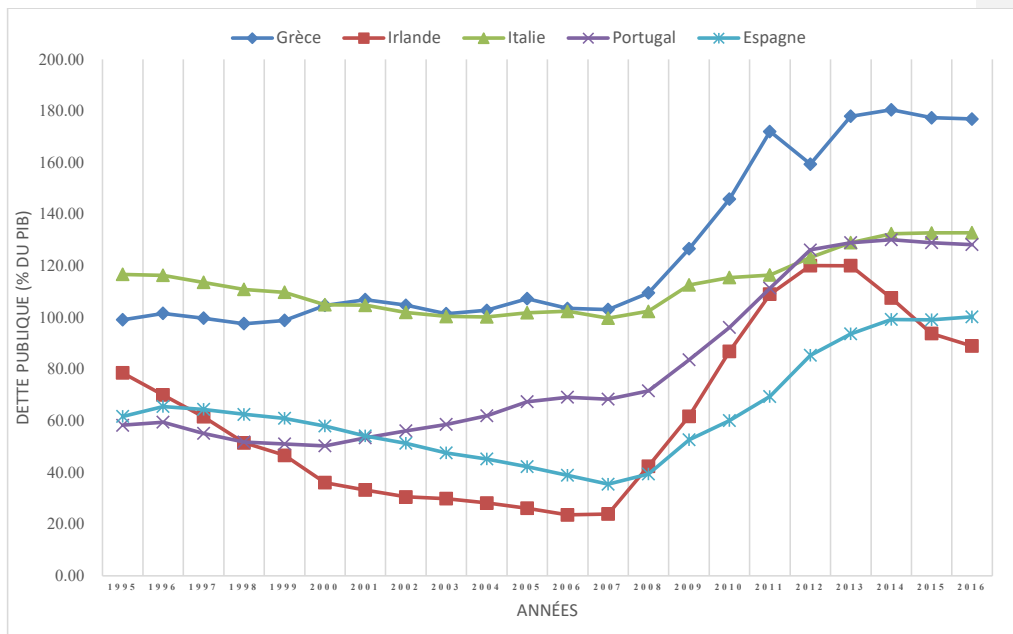


Figure 6. Dette publique en pourcentage du PIB de certains pays en difficulté de la zone euro

Source : [http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO99\\_INTERNET#](http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO99_INTERNET#)

Données extraites le 07 Feb 2017 17:05 UTC (GMT), de OECD.Stat



## TROISIÈME CHAPITRE – LE MODÈLE DE DYNAMIQUE DE DETTE

### 1 LE MODELE GENERAL DE DYNAMIQUE DE DETTE

L'analyse de viabilité de la dette présentée ici est basée sur un modèle standard de dynamique de dette. À titre informatif, nous présentons l'équation principale du modèle général de dynamique de dette dans sa forme la plus générale dans le cas où une partie de la dette publique est détenue dans une monnaie étrangère ce qui n'est pas le cas de la Grèce (Annexe A). Dans notre travail, nous n'utilisons que la version simplifiée, car dans la forme générale la contribution du taux de change intervient alors que dans le cas de la Grèce la dette est déjà libellée en euros.

### 2 DYNAMIQUE DE DETTE ET LE CONCEPT DE LA VIABILITÉ DE LA DETTE

La dynamique de la dette publique étant par le passé un sujet ésotérique d'intérêt essentiellement pour les macroéconomistes, est soudainement devenue en vogue de nos jours. Cette situation s'explique aisément, car elle touche en majeure partie l'économie de plusieurs pays, dont la Grèce et c'est pour cette même raison que nous nous penchons sur le sujet.

#### *Le concept de soutenabilité de la dette*

La dette d'un État est considérée soutenable lorsque ce dernier n'est pas contraint d'ajuster de façon drastique sa politique dans le futur. Lorsqu'il n'existe pas de seuils de référence d'endettement, l'analyse de la soutenabilité de la dette repose donc sur la contrainte budgétaire.

La soutenabilité de la dette se perçoit en trois temps : le court terme, le moyen terme et le long terme. Le long terme renvoie souvent à prendre en considération les dépenses liées au vieillissement démographique, tel que, les dépenses de santé et de retraite.

La dette publique de l'année courante est égale à la dette de l'année passée moins le solde budgétaire. D'une année à l'autre, le niveau de dette diminue lorsque le solde budgétaire est en excédent, car l'excédent permet de réduire la dette. Par contre, si le solde budgétaire est en déficit, le niveau de la dette augmente, car le déficit de l'année courante s'ajoute à la dette publique du passé.

Considérons :

$SB_t$  : le solde budgétaire à la période  $t$

$SP_t$  : le solde primaire de l'année  $t$

$r$  : le taux d'intérêt réel

$D_{t-1}$  et  $D_t$  : les dettes respectivement de l'année  $t-1$  et de l'année  $t$

On peut donc écrire que :

$$SB_t = SP_t - (rD_{t-1}) \quad (1)$$

Aussi, la dette actuelle est donc égale à la dette antérieure moins le solde budgétaire.

Formellement, la dette actuelle s'écrit :

$$D_t = D_{t-1} - SB_t \quad (2)$$

À l'aide de l'équation (1) nous pouvons réécrire l'équation (2) de la manière suivante :

$$D_t = D_{t-1}(1 + r) - SP_t \quad (3)$$

À partir de cette équation, on peut constater que la dette dépend de plusieurs facteurs tels que :

- 1- L'importance de la dette passée
- 2- Le taux d'intérêt
- 3- Le solde primaire

Empiriquement, cela signifie que : plus les taux d'intérêt sont élevés, plus la dette passée augmentera et donc, afin de diminuer la dette publique, l'État devra dégager un important excédent de son solde primaire. Autrement dit, pour stabiliser sa dette il ne suffit pas uniquement à l'État d'avoir un solde primaire en équilibre. Ce dernier doit aussi payer les intérêts sur sa dette passée sachant très bien que ces intérêts seront plus élevés que la dette elle-même qui demeure élevée.

Pour qu'il y ait une stabilité de la dette, il faut que le solde primaire couvre du moins, le remboursement du service de la dette.

En effet, si la dette antérieure est très grande, ou si les taux d'intérêt sont très élevés, l'État qui doit payer d'importants intérêts pourrait ne pas y parvenir. Dans ce cas, la dette va s'accroître d'année en année créant l'effet d'une « boule de neige ». En bref, la partie de la dette antérieure que l'État ne pourra pas rembourser par manque de ressources le sera en souscrivant à un nouvel emprunt, augmentant d'autant la dette passée et par le fait même le taux d'intérêt moyen. Toutefois, cette dernière pourrait ne pas nécessairement être remboursée dans le cas où le taux d'intérêt courant diminuerait.

La soutenabilité de la dette publique va de pair avec sa viabilité : raison pour laquelle il nous est nécessaire et pertinent de nous pencher également sur ce thème.

Par définition, une dette viable est une dette qui demeure à un niveau stable en proportion du PIB et ne suit pas toujours forcément une trajectoire ascendante. Dans cet ordre d'idées, une politique budgétaire viable est un ensemble de paramètres budgétaires qui n'impliquent pas un endettement excessif. Selon l'OCDE, la viabilité budgétaire, c'est également un concept pluridimensionnel qui inclut la solvabilité ainsi que la stabilité de plusieurs facteurs comme, celle de la croissance économique, de la fiscalité et de l'équité intergénérationnelle. Somme toute, elle intervient non seulement dans le

secteur financier, mais également dans les secteurs sociaux et politiques qui sont liées à la fois aux générations présentes et futures<sup>31</sup>.

Depuis déjà plusieurs décennies, des auteurs en science économique comme Diamond (1965) s'intéressent plus particulièrement à ce concept qu'est la viabilité de la dette publique dans le cadre théorique néoclassique des modèles de croissance. Les toutes premières analyses de la viabilité de l'endettement public dans un contexte d'équilibre partiel ont été proposées par Domar (1944). Toutefois, les conditions qui permettaient d'avoir indubitablement un niveau de dette soutenable n'incluaient pas le taux de croissance de l'économie et le taux d'intérêt qui sont pourtant les deux principaux déterminants qui permettent de mesurer la viabilité.

L'approche de Domar étant très pertinente, mais en partie incomplète, certains auteurs tels que Buiter (1985) et surtout Blanchard (1990a) ont généralisé cette approche en y insérant une contrainte budgétaire intertemporelle. Ces deux auteurs ont concrètement proposé deux conditions pour la viabilité d'une dette publique qui sont :

- 1- que le ratio dette/PIB converge vers sa valeur initiale à long terme<sup>32</sup>
- 2- que la valeur actualisée des excédents budgétaires primaires annuels (soldes de fonctionnement) par rapport au PIB soit égale à la valeur négative de l'encours actuel de la dette publique<sup>33</sup>.

Dans une analyse de sensibilité simple, Galbraith (2010) explique qu'une trajectoire insoutenable n'est pas nécessairement une mauvaise chose car en temps de crise, il est possible de prendre des mesures temporaires tels que des programmes de relance ou la réduction d'impôt. À l'inverse, une politique durable n'est pas forcément souhaitable.

---

<sup>31</sup> OCDE (2009) « Les avantages des prévisions budgétaires à long terme », L'Observateur de l'OCDE, novembre.

\* Dette = capital + intérêts

<sup>32</sup> Blanchard (1990a) présente par la suite une mesure qui consiste au changement dans le taux d'imposition qui serait nécessaire afin d'assurer que le ratio dette/PIB reste stable

<sup>33</sup> O. Blanchard, J.C.Chouraqui, R.P. Hagemann, et N Sartor (1990) « La soutenabilité de la politique budgétaire : nouvelles réponse à une question ancienne. » Revue économique de l'OCDE, 15, automne.

Une approche d'indicateurs opérationnels et de mesure de viabilité a été proposée par Blanchard (1990a) et par la suite, ce concept a été adapté pour tous les pays membres de l'OCDE par Blanchard et coll. (1990b). Dans un contexte de finances publiques, cette approche a permis de bien identifier et cibler le rôle des éléments clés qui contribuent à faire varier la dette publique tel que : le rôle des taux d'intérêt ( $r$ ), du taux de croissance du PIB ( $g$ ) et du solde budgétaire primaire.

Cela étant dit, il y a deux éléments principaux qui déterminent la dynamique de la dette :

- la différence entre le taux d'intérêt réel ( $r$ ) et le taux de croissance de l'économie ( $g$ )<sup>34</sup>
- le solde budgétaire primaire en pourcentage

L'un des éléments des plus importants de la dynamique du taux d'endettement est l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. Un des indicateurs de soutenabilité de la dette publique est le taux d'endettement, plus explicitement, le rapport entre la dette publique et le PIB. L'évolution de ce rapport dépendra en partie du taux de croissance de l'économie.

À partir de la dynamique de la dette :

On a :

$$D_t = (1+r) \times D_{t-1} - SP_t$$

Afin d'obtenir ces grandeurs en proportion du PIB, il suffit de les diviser par le PIB ( $Y_t$ )

On a donc :

---

<sup>34</sup> Dans le modèle, ( $r$ ) est une variable exogène, indépendante de la taille du ratio de la dette au PIB

$$\frac{Dt}{Y_t} = \frac{[(1+r) \times Dt-1]}{Y_t} - \frac{SPt}{Y_t} \quad (4)$$

Or,  $Y_t = (1+g) Y_{t-1}$

$$\Rightarrow \frac{Dt}{Y_t} = \left[ \frac{(1+r)}{(1+g)} \times \frac{(Dt-1)}{(Y_{t-1})} \right] - \frac{SPt}{Y_t}$$

$$\Rightarrow dt = \left[ \frac{(1+r)}{(1+g)} \times d_{t-1} \right] - sp_t$$

$$\Rightarrow sp_t = \left[ \frac{(1+r)}{(1+g)} \times d_{t-1} \right] - d_t$$

Pour que la dette soit stable, il faut que  $d_t = d_{t-1}$

$$\Rightarrow sp_t = \left[ \frac{(1+r)}{(1+g)} \times d_{t-1} \right] - d_{t-1}$$

$$\Rightarrow sp_t = \frac{(r-g)}{(1+g)} \times d_{t-1} \quad (5)$$

$$\Rightarrow sp_t = d_{t-1} \times \frac{(r-g)}{(1+g)}$$

Cette formule a été écrite par l'économiste Willem Buiter dans un document pour le Citigroup en 2010. Ici,  $d_{t-1}$  est le ratio de départ de la dette par rapport au PIB,  $sp_t$  le surplus primaire ou l'excédent budgétaire du gouvernement après déduction des paiements d'intérêt réel et  $g$  est le taux de croissance réel du PIB. Selon Galbraith, cette formule permet de discuter de la soutenabilité de la dette sur une base claire. D'après lui, on peut dire qu'une trajectoire qui conduit à des augmentations incontrôlées et explosives du ratio de la dette au PIB est « insoutenable » et la trajectoire doit être changée pour éviter que l'explosion ne se produise. Cela pourrait varier d'une hyperinflation à un défaut de dette selon le contexte institutionnel. Ceci étant dit, tout ce qui peut être reproduit d'une année à l'autre doit être considéré comme durable. Toute trajectoire qui se stabilise finalement est durable même si le ratio de la dette par rapport au PIB semble très élevé. Dans cette situation, Galbraith se concentre juste sur le fait que la trajectoire se stabilise ou pas sans donc tenir compte des conditions économiques. L'application de la

Formatted: French (Canada)

Formatted: French (Canada)

formule de Buitier à la Grèce en 2009 donne un exemple simple de dynamique insoutenable. En effet, la Grèce avait un ratio dette / PIB de 0,86 en 2009. Elle a connu un taux d'intérêt réel sur la dette publique de 4 % et un taux de croissance de -2 %. La formule de Buitier stipulait donc que la Grèce aurait dû transférer un déficit primaire de 5,27 % du PIB afin de maintenir le ratio dette / PIB stable. Cela était évidemment impossible, d'autant plus que les tentatives d'assainissement budgétaire auraient provoqué une nouvelle baisse du PIB réel. En 2010, la dette publique grecque avait augmenté de 15 % du PIB. Cependant, même sans les effets du resserrement fiscal de la croissance, la Grèce était et est toujours sur une trajectoire explosive. D'après les hypothèses et projections de Buitier concernant la prolongation sur un siècle de la croissance du ratio de dette / PIB, on observait que malgré un taux de croissance réel négatif soutenu, la Grèce avant même la fin du siècle disparaîtrait en tant que pays. Toutefois, selon Galbraith, cette situation n'aura pas le temps d'arriver, car d'ici là, la Grèce fera soit défaut ou sera restructurée.

Au final Galbraith conclut que lorsque le taux d'intérêt est censé être supérieur au taux de croissance réelle, il y a de fortes chances que la dynamique de la dette soit instable. L'excédent primaire compensateur requis pour la stabilité finalement devient plutôt un lourd fardeau pour les pays et la plupart du temps, l'atteindre devient impossible, car les compressions nécessaires compromettraient la croissance du PIB et les recettes fiscales. C'est pour cette raison que les grands pays tels que les États-Unis avec de grandes dettes publiques peuvent avoir de gros déficits et quand même s'en sortir. Dans le cas des États-Unis, il y a également le rôle mondial détenu par le dollar qui l'avantage également et même avec un taux d'intérêt modeste négatif sur la dette publique, du moment où le taux d'inflation est faible il est plus facile de maintenir un déficit primaire important pourvu qu'un marché liquide sécurisé soit fourni pour les actifs monétaires mondiaux. C'est certes un immense privilège, mais les États-Unis et la Grèce sont des pays avec de différentes réalités.

Au cas où  $g < 1$ , on peut simplifier (5) et avoir comme équation :

$$sp_t = d_{t-1} (r - g)$$

Avec :

$sp_t$  : solde primaire par rapport au PIB =  $SP_t / PIB$

$d_{t-1}$  : taux d'endettement de l'année t-1 =  $D_{t-1} / PIB$

$r$  : taux d'intérêt nominal

$g$  : taux de croissance nominal (c'est-à-dire que l'inflation est incluse dans le calcul, car elle a sur le poids de la dette publique le même effet que la croissance réelle).

Selon l'hypothèse précédente, nous pouvons écrire d'une façon plus simpliste que :

$$d_t = d_{t-1} = d \quad \text{et} \quad sp_t = sp$$

Alors nous avons :  $sp = d(r - g)$

Cette relation signifie que le solde primaire qui stabilise l'endettement dépend de la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance. La différence  $(r - g)$  est très capitale.

On peut ainsi distinguer 3 situations différentes :

1. Si  $r = g$ , alors, on obtient  $sp_t = 0$  c'est-à-dire, un solde primaire en équilibre qui maintient la dette publique stable.
2. Si  $r > g$ , on obtient  $sp_t > 0$  c'est-à-dire, que le solde primaire doit être en excédent pour maintenir la dette stable ou la réduire, toute chose étant égales par ailleurs. Dans le cas où le solde primaire est simplement en équilibre, la dette s'accroît. On appelle cette situation, l'effet « boule de neige » de l'endettement. Ce qui signifie que d'année en année l'endettement va augmenter de plus en plus. Lorsque les taux d'intérêt sont supérieurs à la somme des taux de croissance réelle et d'inflation, un État qui désire stabiliser son taux d'endettement est donc contraint



d'avoir un excédent de son solde primaire d'autant plus important que l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance nominale est fort. Pour simplifier, en supposant que le solde primaire ne change pas alors la dette augmente si  $r > g$

3. Si  $r < g$ , on obtient  $sp_t < 0$  c'est-à-dire que le solde primaire peut donc être en déficit sans que la dette ne croisse. Un déficit primaire peut impliquer une augmentation de la dette publique lorsqu'il sous-entend des emprunts additionnels. Si le solde primaire est tout simplement en équilibre, le taux d'endettement diminue également d'année en année.

En effet, toutes les variables macroéconomiques citées plus haut sont inter-reliées. Dans le concret, lorsque le taux d'inflation augmente, les propriétaires d'obligation exigent un rendement plus élevé ( $r$ ) sur la nouvelle dette émise. Lorsqu'il y a des ajustements importants au solde primaire, cela peut aussi impacter positivement la croissance économique. C'est ce qui apporte plusieurs débats et mécontentements par rapport aux réformes proposées et imposées par les institutions en Grèce.

Lorsqu'un gouvernement accumule de gros déficits consécutifs au cours des années, cela entraîne des pressions à la hausse du taux d'intérêt réel ( $r$ ). Dans ce cas, il devient donc plus difficile de réduire ( $r - g$ ) à un niveau soutenable ou viable.

Somme toute, on retient deux relations importantes dans la dynamique de l'endettement :

- On peut maintenir l'endettement stable avec des déficits budgétaires d'autant plus élevés que la croissance du PIB est forte.
- On peut maintenir l'endettement stable même si les administrations publiques maintiennent en permanence des déficits primaires, tant que le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt réel. Par conséquent, les variations de l'endettement dépendent très fortement de l'écart entre les taux d'intérêt et le taux de croissance. Les taux d'intérêt élevés ont subséquemment un impact négatif sur

l'endettement : s'ils sont supérieurs à la croissance nominale, ils accroissent mécaniquement la dette publique, même avec un solde primaire en équilibre. Si l'écart entre les deux est très grand, cela peut aller jusqu'à l'effet « boule de neige », où l'endettement n'est plus maîtrisable, sauf pour dégager de très importants excédents budgétaires. Au contraire, la croissance économique réelle et l'inflation ont un impact positif sur le taux d'endettement : si leur somme est supérieure au taux d'intérêt, cela permet de diminuer le taux d'endettement, même avec un solde primaire en déficit.

### 3 EXEMPLE DE RÉSULTATS ET EFFETS ATTENDUS DE DIFFÉRENTES VARIABLES

Afin de mettre en application le concept de la dynamique de dette et ainsi avoir une vision plus concrète, nous allons effectuer des simulations d'un scénario arbitraire de dynamique de dette. Le but consiste à simuler des conditions économiques optimistes et pessimistes, mais aussi réalistes, afin d'en étudier les répercussions sur la dette publique. Par la suite nous déterminerons des pistes de solutions pour réduire la dette dans le cas pessimiste (le cas actuel de la Grèce). En réalité, toutes les variables suivantes utilisées sont inter-reliées.

Aussi, le taux d'intérêt réel est donné par la différence entre le taux d'intérêt nominal et l'inflation c'est-à-dire :  $r = i - \Pi$ . Dans la simulation suivante, nous utiliserons le taux d'intérêt nominal moyen.

Considérons donc le scénario arbitraire suivant :

<b>Variabes</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Taux de croissance du PIB, <b>g</b>	2,5	4,2	4,3	4,6
Taux d'intérêt nominal moyen, <b>r</b>	3,4	3,9	4,4	4,7
Solde budgétaire primaire, <b>d</b>	-6,3	-4,0	-2,4	-0,3
Dette des administrations publiques (en % du PIB)	106,1%	109,8%	112,3%	112,1%

#### **Taux de croissance du PIB : g**

Lorsqu'on augmente de 1%, le taux de croissance de 2011 à 2014, la dette des administrations publiques diminue. Celle de 2011 passe à 105.1% et à 107.9% en 2014. On constate également que lorsqu'il y a une augmentation du taux de croissance sur une année, la dette des administrations publiques diminue, mais l'effet est moindre par rapport à une augmentation continue du taux de croissance sur plusieurs années consécutives. À cet égard, si on augmente le taux de croissance de 1% de 2011 à 2014, l'impact par rapport à la baisse de la dette publique est encore plus grand.

Toutefois, si on diminue le taux de croissance de 1%, la dette publique augmente. Elle passe à 107.1% en 2011 et à 116.4% en 2014. C'est le même principe que précédemment lorsqu'on l'augmente sur une période d'un an ou au cours d'années consécutives.

#### **Taux d'intérêt nominal moyen : r**

Lorsqu'on augmente le taux d'intérêt de 1% de 2011 à 2014, la dette publique augmente au cours des années. Cependant lorsqu'on la diminue de 1% la dette publique diminue au cours de ces années.

**Solde budgétaire primaire : d**

Lorsqu'on augmente de 1%, le solde budgétaire, la dette diminue et lorsqu'on la diminue de 1% la dette augmente.

Des ajustements importants du solde primaire peuvent également avoir des répercussions importantes sur la croissance économique.

**Effet combiné**

Lorsqu'on augmente le taux de croissance, le solde budgétaire primaire et qu'on diminue le taux d'intérêt, on observe une plus forte diminution de la dette publique.

En Grèce, les taux d'intérêt sont élevés, la croissance faible avec un déficit budgétaire primaire.

À partir du tableau précédent et en considérant qu'on illustre la partie théorique précédente, on peut remarquer que lorsque  $r = g$ , le solde primaire donne zéro, si le taux d'intérêt est plus élevé que le taux de croissance alors le solde primaire est en excédent pour soit maintenir la dette stable ou pour la réduire. Cependant, lorsque le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance alors le solde primaire est donc en déficit.

La Banque Centrale européenne qui s'occupe de la politique monétaire dans les pays de l'Union européenne tels que la Grèce pourrait agir sur l'offre de monnaie dans le but de stabiliser les taux d'intérêt ( $r$ ), maîtriser l'inflation afin de retrouver une économie plus productive et ainsi avoir une hausse de la croissance du PIB. Cela pourrait être très pertinent également de combiner des politiques budgétaire et monétaire afin d'avoir de meilleurs résultats par rapport à une baisse éventuelle de la dette publique tout en ne négligeant pas d'établir en parallèle des politiques fiscales.

En ce qui concerne la Grèce, il est également important de noter qu'il n'y a pas d'effet de change, car la dette grecque est libellée en Euros.

## QUATRIÈME CHAPITRE – ANALYSE DE LA SOUTENABILITÉ DE LA DETTE GRECQUE (DSA)

### 1 FINANCES PUBLIQUES DE LA GRÈCE : DÉVELOPPEMENTS RÉCENTS

Malgré les progrès effectués par rapport au déséquilibre macroéconomique, l'économie grecque n'est toujours pas remise de sa crise. L'élan de l'application des réformes a diminué en partie à cause de la fatigue associée aux coûts sociaux des ajustements. La Grèce a expérimenté sa plus récente crise en 2015 et a en partie évité le Grexit<sup>35</sup> avec l'appui du « Mécanisme européen de stabilité » (MES<sup>36</sup>).

La Grèce fait face à plusieurs défis. Les politiques budgétaires sont insoutenables et les régimes de pensions sont financés par des taux d'imposition trop élevés. La structure actuelle des finances publiques est inefficace, injuste et socialement insoutenable. L'administration fiscale est elle aussi inefficace et la culture de paiement est faible. L'accumulation des arriérés était un facteur important du déclin économique. Toutefois, les taxes élevées et les pénalités s'ajoutent à la dette. Le problème a été accentué par les interventions fréquentes et les interférences politiques. Il y a également une faiblesse concernant les bilans bancaires et la gouvernance. Les rigidités structurelles omniprésentes empêchent une croissance inclusive. Comparé au reste de la zone euro, le niveau de pauvreté en Grèce a extrêmement augmenté.

La dette extérieure avait augmenté avant la crise, mais par la suite s'était stabilisée en termes nominaux. Le stock de la dette extérieure de la Grèce a presque doublé, passant de 97% du PIB en 2004 à 185% du PIB en 2010. En 2015, environ 60% de la dette totale était détenue par les administrations publiques et 26% par les autorités monétaires.

---

<sup>35</sup> **Grexit** : une sortie de la Grèce de la zone euro

<sup>36</sup> **MES** : est un dispositif européen de gestion des crises financières de la zone euro qui remplace depuis 2012, au sein du Pacte budgétaire européen, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF) qui avaient été mis en place en réponse à la crise de la dette publique dans la zone euro.

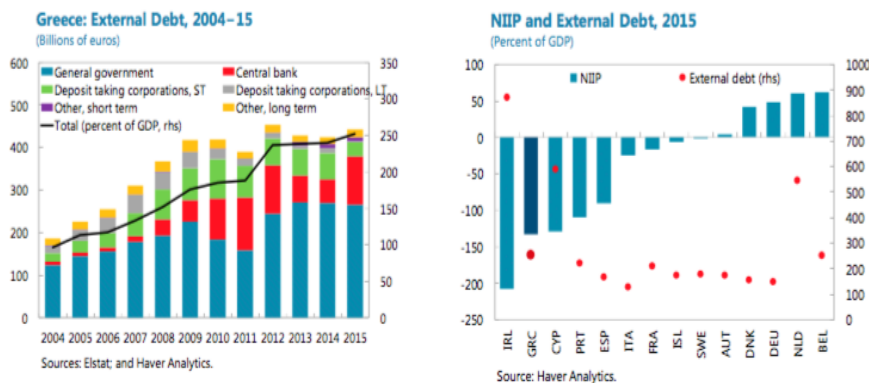


Figure 7. Évolution de la dette externe grecque et sa position d'investissement international (NIIP)

À 250% du PIB, la dette extérieure reste relativement importante, tandis que la position d'investissement international (NIIP<sup>37</sup>) est la deuxième plus faible en Europe. On remarque que la dette extérieure de la Grèce est plus élevée que dans la plupart des économies européennes, à l'exception de la Belgique, de Chypre, de l'Irlande et des Pays-Bas. À -135% du PIB, la position nette d'investissement international de la Grèce est la deuxième plus faible en Europe après l'Irlande. La faible position de l'investissement international continuera de représenter un frein à la reprise, car la disponibilité des économies extérieures reste limitée et les économies nationales doivent être mobilisées pour faire place à l'investissement.

La dette extérieure devrait également diminuer progressivement à environ 211% du PIB en 2022. Cette amélioration arriverait principalement en raison de la reprise prévue de la croissance et de l'inflation et serait soutenue par un compte courant sans

<sup>37</sup> **NIIP : Net international investment position** : la position d'investissement internationale nette d'un pays : c'est la différence entre les actifs et passifs financiers extérieurs d'un pays. La dette extérieure d'un pays comprend à la fois sa dette publique et sa dette privée. Ses actifs extérieurs publics et privés sont également pris en compte dans le calcul de son NIIP. Une valeur de NIIP positive indique qu'un pays est créancier, alors qu'une valeur négative comme dans le cas ici de la Grèce indique qu'il est débiteur.

intérêt considérant que le compte courant global devrait rester proche de l'équilibre à moyen terme.

Suite à notre survol de la situation des finances publiques de la Grèce (Annexes 2), nous allons maintenant aborder les questions conceptuelles.

## 2 LES RÉSULTATS EMPIRIQUES : SCÉNARIO DE BASE

### 2.2 Scénario de base

Le scénario de base incorpore les principales hypothèses économiques de la mise à jour économique de février 2017 sur les résultats du DSA du FMI.

Malgré la mise en œuvre intégrale des politiques et réformes, la dette de la Grèce selon le FMI est très insoutenable. Selon les prédictions du FMI, la dette grecque atteindra 170% du PIB d'ici 2020 et 164 % d'ici 2022. Toutefois, elle augmentera par la suite, atteignant environ 275% du PIB d'ici 2060, compte tenu du coût de la dette qui augmente au fur et à mesure au cours du temps. La DSA du FMI est basée sur le cadre des besoins de financement brut (GFN), couvrant une période allant jusqu'en 2060.

### Greece: GG Debt and GFN-- Baseline, 2014-2060 (Percent of GDP)

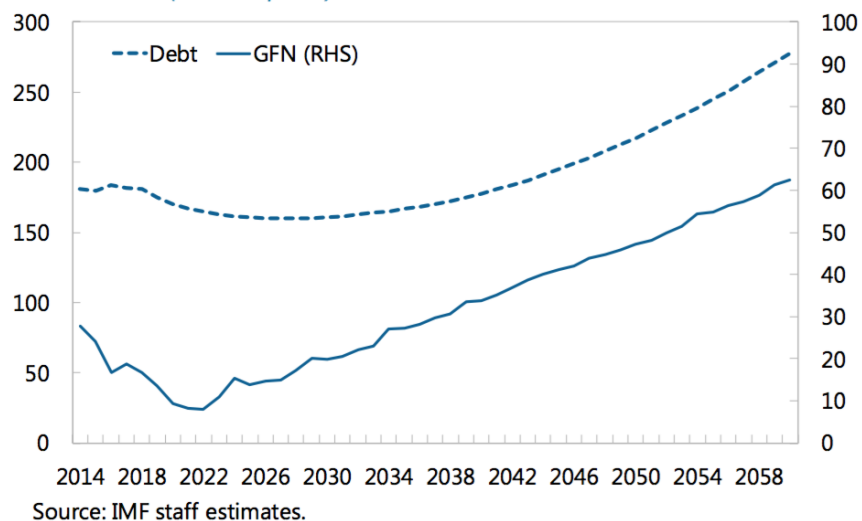


Figure 8. Scénario de base, 2014-2060

Ce cadre reflète mieux le véritable niveau d'endettement de la Grèce par rapport à un cadre de stock de dettes étant donné que la majeure partie de la dette grecque est constituée des prêts officiels qui sont prévus à des conditions très favorables et avec de longs échéanciers. Dans le scénario de base du FMI qui suppose une mise en œuvre intégrale des réformes dans le cadre du programme d'ajustement de la Grèce, la dette et la GFN devraient atteindre environ 160 et 20 pour cent du PIB d'ici 2030 respectivement, mais deviendront explosives par la suite. En effet, pour assurer la viabilité de la dette grecque, il faudra un important allègement de la dette de ses partenaires européens.

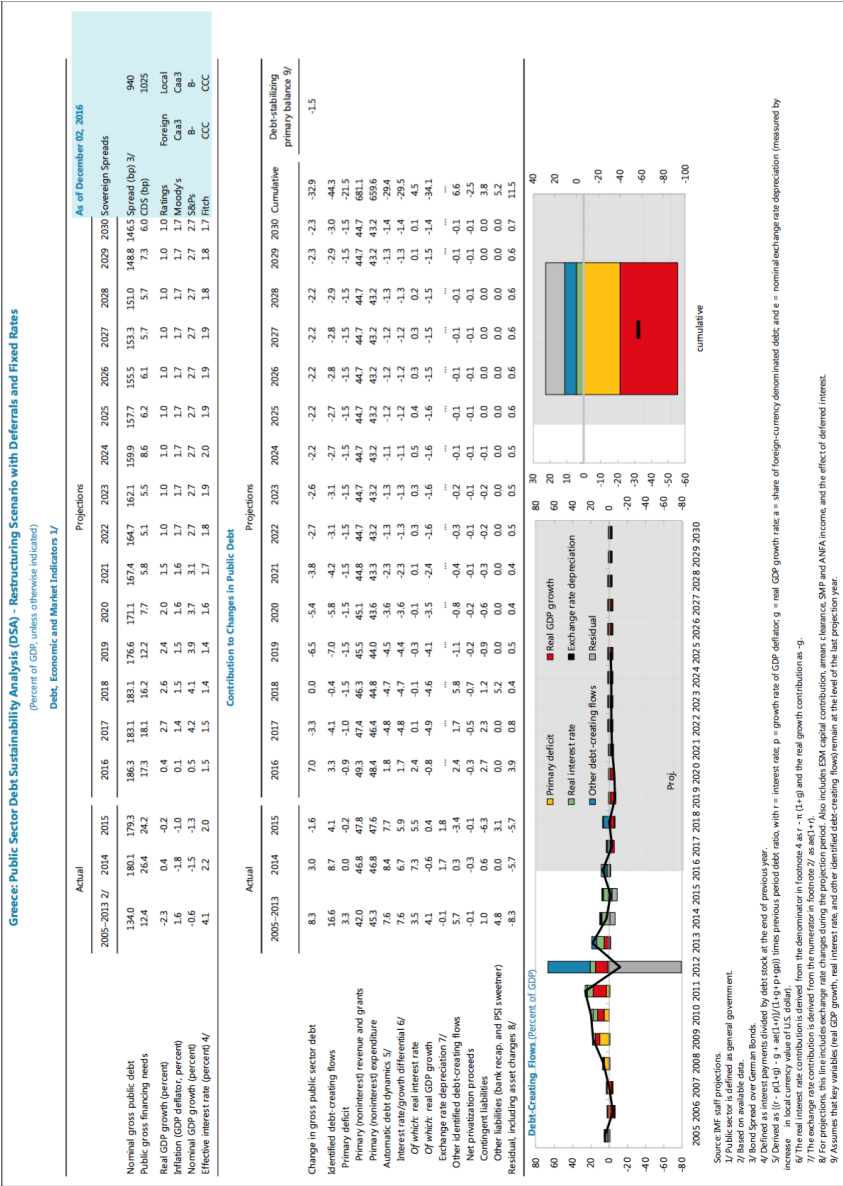
#### 2.3 Composante de la viabilité de la dette publique

Dans les lignes suivantes, les tableaux et graphiques suivants exposent une représentation visuelle de la synthèse de la dynamique de la dette publique brute telle



qu'insérée dans le scénario de base. La représentation graphique plus basse rassemble les différentes données qui sont présentées dans le tableau plus haut. Il est simple d'identifier dans le graphique les flux qui concourent à l'augmentation de la dette de ceux qui la font diminuer. En effet, une variable qui prend part à la hausse de la dette sera au-dessus de zéro pendant que celle contribuant à la baisse de l'endettement public sera en bas de zéro.

Historiquement, la Grèce n'a pas pu supporter les excédents primaires pendant des périodes prolongées. Pendant les années 90, elle a pu maintenir un excédent de  $1\frac{3}{4}$  pour 8 années. On constate donc que le solde primaire a représenté un élément stabilisateur dans la dynamique de dette grecque. Toutefois, sur une période plus longue avant la crise, le déficit primaire était en moyenne de 1% et s'est étalé à 2% du PIB après l'adoption de l'euro. Lors des programmes européens soutenus par le FMI, le déficit primaire était en moyenne de  $1\frac{1}{2}$  % du PIB.



### 3 ANALYSE DE RISQUE ET DE SENSIBILITÉ - ÉVALUATION DU RÉALISME DES HYPOTHÈSES DU SCÉNARIO DE BASE

Il est important d'avoir un scénario de base réaliste pour pouvoir faire une analyse fiable de la viabilité de la dette. La dynamique de la dette dépend de certaines variables macroéconomiques distinctes comme la croissance du PIB réel, le solde primaire et l'inflation. Certains outils apparents au modèle sont présentés afin de comparer la performance historique de la projection des variables historiques par rapport à la performance de la moyenne des pays industrialisés; ainsi que le réalisme de l'ajustement fiscal nécessaire en se basant sur l'expérience d'autres pays industrialisés.

Les figures 6, 7 et 8 ont servi de cadre d'analyse afin d'évaluer la vraisemblance de la prévision économique en ce qui concerne les 3 variables clés, c'est-à-dire, la croissance réelle, le solde primaire et l'inflation. En fait, le but est d'obtenir une comparaison de l'historique des écarts de prévisions annuelles<sup>38</sup> pour la Grèce à la distribution des erreurs de prévision de la moyenne des pays industrialisés.

En effet, ces figures ont pour but d'aider à calibrer des projections réalistes du scénario de base. Elles donnent également deux indicateurs qui sont : l'erreur de prévision médiane basée sur les projections historiques ainsi que le rang percentile de cet écart de prévision médian au sein de la distribution des écarts de prévisions médians des pays industrialisés.

Un rang percentile faible représente un écart de prévision moyen qui est relativement important par rapport aux pays industrialisés et peut être le symptôme d'un biais optimiste persistant dans les projections passées. Par exemple un rang percentile de 10% veut dire que 90% des pays industrialisés ont des écarts de prévision plus faibles pour les années passées.

---

<sup>38</sup> **Prévisions annuelles** : valeurs actuelles moins valeurs prédites.

Dans le cas de la Grèce, la performance de prévision est relativement inférieure à la moyenne variant de 21% dans le cas de l'inflation, 3% pour la croissance du PIB réel et 16% dans le cas du surplus primaire. Ces chiffres nous donnent des erreurs de prévision assez faibles, ce qui représente toutefois un résultat positif.

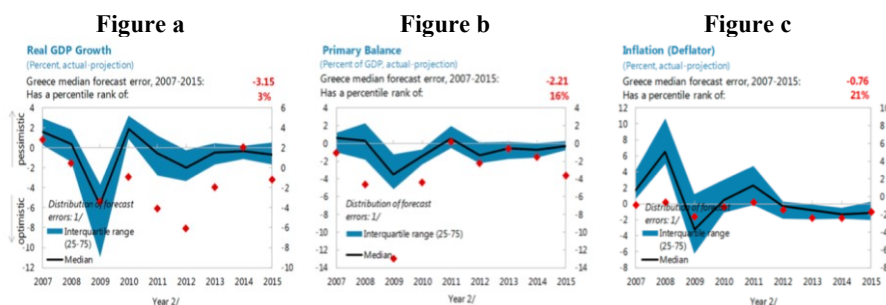


Figure 9. Performance de la prévision versus pays industrialisés

Source : FMI

1/ La distribution illustrée comprend les pays de programme, le classement des percentiles se réfère à tous les pays.

2/ Projections réalisées à partir des perspectives économiques mondiales au printemps de l'année précédente

3/ Les données couvrent les observations annuelles de 1990 à 2011 pour les économies avancées et émergentes avec une dette supérieure à 60% du PIB. Le pourcentage de l'échantillon est sur l'axe vertical.

On note également que les figures 9 et 10 exposent une évaluation du réalisme de l'ajustement fiscal par rapport à l'expérience historique d'autres juridictions. En ce qui concerne la capacité de soutien des surplus budgétaires, l'ajustement fiscal nécessaire demeure excessif lorsqu'on la compare à celle des pays industrialisés. Avec un rang percentile de 62%, la Grèce se situe en dessous de ce qui est attendu dans les pays industrialisés.

Quant au surplus primaire ajusté pour la conjoncture, il est de 51% de rang percentile, ce qui se situe près du groupe des pays industrialisés.

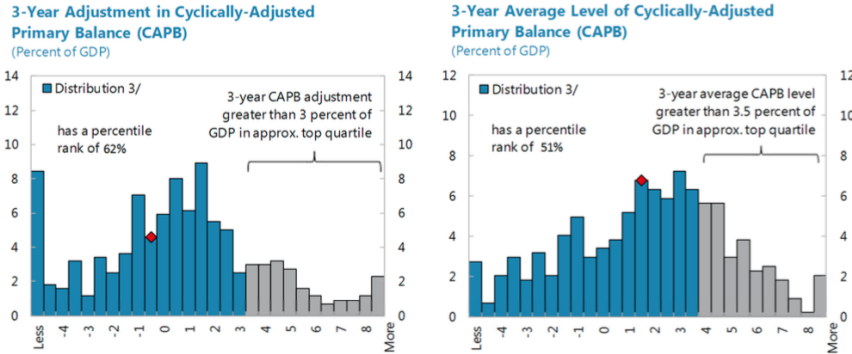


Figure 10. Analyse du réalisme de l'ajustement fiscal prévu

Source : FMI

- 1/ La distribution illustrée comprend les pays de programme, le classement des percentiles se réfère à tous les pays.
- 2/ Projections réalisées à partir des perspectives économiques mondiales au printemps de l'année précédente
- 3/ Les données couvrent les observations annuelles de 1990 à 2011 pour les économies avancées et émergentes avec une dette supérieure à 60% du PIB. Le pourcentage de l'échantillon est sur l'axe vertical.

#### 4 SENSIBILITE DU FARDEAU DE LA DETTE AUX CHOCS DE NATURE MACROECONOMIQUE ET FISCALE

Dans le monde financier, un test de stress est une simulation ou une analyse désignée pour déterminer l'habileté d'un instrument financier donné ou d'une institution financière à traiter avec une crise économique. C'est donc un exercice qui consiste à simuler des conditions économiques pessimistes, mais réalistes afin d'en étudier les conséquences et ensuite de mesurer leur capacité de résistance à de telles situations. Le FMI utilise cette façon de faire et la transpose au cadre budgétaire du gouvernement grec de moyen terme tel que généré par le scénario de base. Chacun des tests de stress pourra donc permettre d'évaluer la robustesse des prévisions face aux aléas de la conjoncture (Annexe C).

##### Survol des tests de stress de base

Il est important d'évaluer la robustesse de la trajectoire de la dette face aux

principaux chocs négatifs sur les plans macroéconomique et fiscal, car les chocs macroéconomiques et/ou fiscaux peuvent entraîner une dégradation de la dynamique de la dette. Dans l'analyse qui suit, trois chocs sont analysés : les chocs de taux d'intérêt, de croissance, et de surplus budgétaire primaire.

Les tableaux et graphiques suivants résument la modélisation des différents tests de stress appliqués sur ces trois variables. Les différents chocs permettent une interaction entre les variables.

### **Choc de taux d'intérêt**

Les effets de la hausse des propagations souveraines grecs sont atténués par la dépendance presque exclusive de la Grèce au financement officiel. Néanmoins, les variations du taux sans risque toucheront la Grèce par le biais du coût du financement officiel. Un choc de taux d'intérêt de 100 points de base aggraverait le compte de résultat et se traduirait par un ratio d'endettement de 2021 de 11 points de pourcentage au-dessus de la ligne de base.

### **Choc de croissance**

Une baisse de la croissance moyenne de 2,3 points de pourcentage entraînerait une diminution de la dette, mais le résultat de ratio en 2021 serait en hausse d'environ 27%.

### **Augmentation des déficits courants**

La lenteur des améliorations de la compétitivité résultant de réformes structurelles retardées ou d'un choc des termes de l'échange pourrait affecter négativement les exportations et aggraver les projections de base du compte courant. Le ratio de la dette resterait à la baisse, mais serait de 15 points de pourcentage supérieur à celui de la ligne de base d'ici 2021.

### **Stress macro-fiscal conjugué**

La dynamique de la dette serait également aggravée par un choc conjoint impliquant

des taux d'intérêt plus élevés, une croissance plus faible et un compte courant plus faible. Le ratio d'endettement atteindra 241% du PIB en 2021, soit 27% du PIB supérieur à la ligne de base.

## 5 ANALYSE DE RISQUE COMPLÉMENTAIRE: GRAPHIQUES DE TYPE «ÉVENTAIL»

Les graphiques de type « éventail » permettent d'avoir une vue approximative de l'incertitude autour du scénario de base. Contrairement aux tests de stress qui nous informe sur la sensibilité de la dynamique de la dette, les graphiques de type « éventail » quant à eux présentent le spectre des différents résultats sur la base des propriétés stochastiques des données se rapportant à la Grèce. Ce graphique spécifiquement, associe la rétroaction entre les diverses variables macroéconomiques telles que la croissance économique réelle, le niveau des taux d'intérêt, le solde primaire et le taux de change qui ensemble influencent la dynamique de la dette. Ce graphique se base sur les données historiques afin de calibrer la persistance des chocs. Tous les risques qu'ils soient négatifs ou positifs sont également pondérés.

Après une observation du graphique ci-dessous, nous pouvons conclure qu'au cours du temps la dette publique va diminuer, mais pas fortement.

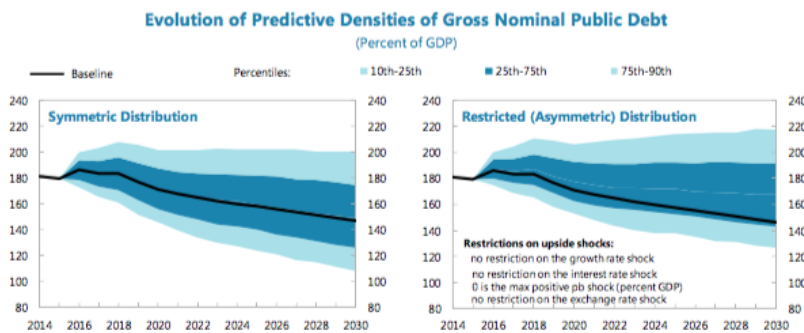


Figure 11. Graphique de type « éventail » - Évolution du ratio dette/PIB

Source : Personnel du FMI

## 6 SYNTHÈSE DE L'ANALYSE DE RISQUE APPLIQUÉ À LA DETTE PUBLIQUE DE LA GRÈCE

Le tableau suivant présente sous forme graphique une « cartographie » des zones à risque en ce qui concerne l'endettement public de la Grèce sur un horizon de 5 ans. Comme on peut le remarquer, toutes les cases à l'exception d'une seule sont de couleur rouge, ce qui signifie la présence d'une très grande vulnérabilité au niveau du profil projeté du ratio dette/PIB. Ceci est une très mauvaise nouvelle!

Dans le tableau suivant, il est inquiétant d'observer que la dette publique détenue par les non-résidents est largement supérieure à 45%, les besoins financiers externes sont extrêmement supérieurs à 25% et l'écart obligataire qui est également plus de 600 points.

Tableau VI. Cartographie de zones à risque

Niveau d'endettement <sup>1/</sup>	Choc croissance PIB réel	Choc solde primaire	Choc taux d'intérêt réel	Choc taux de change	Choc passifs éventuels
Besoins financiers brut <sup>2/</sup>	Choc croissance PIB réel	Choc solde primaire	Choc taux d'intérêt réel	Choc taux de change	Choc passif éventuel
Profil de la dette <sup>3/</sup>	Perception des marchés	Besoins de financement externe	Changement-part de la dette de court-terme	Dettes publiques détenues par les non-résidents	Dettes libellées en devises étrangères

Source : FMI

1/ Cette cellule est

- de couleur verte si le seuil du fardeau n'excède pas 85% dans le scénario de base ou dans les différents chocs;

- de couleur jaune si le seuil est dépassé dans le choc spécifié, mais pas dans le scénario de base;

- de couleur rouge si le seuil est dépassé dans le scénario de base

La cellule est de couleur blanche si le test de stress ne s'applique pas.

2/ Cette cellule est :

- si le seuil des besoins financiers bruts n'excède pas 20% dans le scénario de base ou dans les différents chocs;



- de couleur jaune si le seuil est dépassé dans le choc spécifié, mais pas dans le scénario de base
  - de couleur rouge si le seuil est dépassé dans le scénario de base
- La cellule est de couleur blanche si le test de stress ne s'applique pas.

3/ Cette cellule est :

- de couleur verte si la valeur est moindre que la valeur seuil associée à un scénario où les risques sont faibles;
- de couleur rouge si la valeur excédée est moindre que la valeur du seuil associée à un scénario où les risques sont élevés;
- de couleur jaune si la valeur se situe entre les seuils ci-haut mentionnés.

La cellule est de couleur blanche si les données ne sont pas disponibles.

Les seuils sont les suivants : 400 et 600 points de base pour les écarts obligataires, 17 et 25 pour cent pour la variation dans la part de la dette à court terme, 30 et 45 pour cent de la dette publique détenue par les non-résidents.

L'évaluation des couleurs de zones à risques nous amène donc à conclure que la dette publique de la Grèce est actuellement sur une trajectoire non viable et est donc très fortement insoutenable. Il y a sérieusement de quoi s'inquiéter.

À cet effet, les conclusions auxquelles nous sommes arrivées et celles du FMI vont dans la même direction et sont assez pessimistes par rapport à celles des institutions européennes. Les analyses du FMI valident ce constat de vulnérabilité très apparente et comme nous l'avons vu précédemment, la viabilité de la dette publique grecque n'est pas robuste à plusieurs tests de stress.

Le tableau de bord ci-dessous résume l'importance des risques éventuels qui menacent le profil de la dette publique de la Grèce à moyen terme. On peut remarquer que dans les cinq prochaines années, l'écart obligataire, les besoins financiers externes et la dette publique détenue par les non-résidents dépassent les bornes supérieures et surtout les besoins financiers externes.

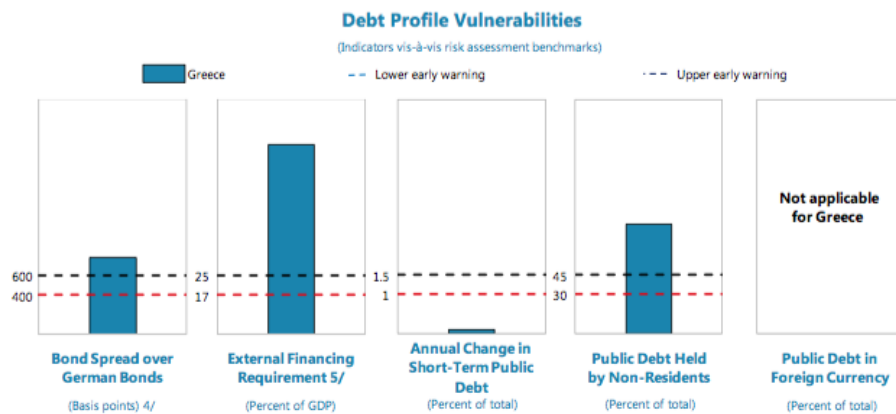


Figure 12. Vulnérabilité du profil de la dette publique

Source : IMF Staff

4/ En moyenne au cours des 3 derniers mois, du 03-sept-16 au 02-dec-16

5/ Inklus les passifs à l'Euro système relié aux prévisions.

## CONCLUSION ET RECOMMANDATIONS

### 1 CONCLUSION

#### 1.1 Principales conclusions

##### **Du nouveau en Grèce**

Le jeudi 4 février 2016, l'État grec faisait face à une manifestation pour protester contre la réforme du régime de retraite exigée par les créanciers du pays<sup>39</sup>.

En effet, la nouvelle réforme projetait une diminution non négligeable du montant maximal que pourraient recevoir les retraités de 2700 à 2300 euros ce qui était l'équivalent de 4132 à 3519\$. Cela représente une baisse de près de 15%. Toutefois, l'état prévoit créer en compensation une pension de base garantie de 384 euros, qui représente environ 588\$ par mois.

Concernant la sécurité sociale des travailleurs et des entreprises, les contributions vont quasiment tripler dans les années futures. Des augmentations d'impôts sont également de la partie c'est-à-dire, une augmentation des impôts de 350 millions d'euros donc 535 MS sont prévues.

L'Union européenne, le Fonds monétaire international, la banque centrale européenne, créanciers de la Grèce ont imposé cette réforme afin de réduire le poids des pensions de retraite dans le pays.

---

<sup>39</sup> La colère prend du nouveau dans la rue en Grèce, Radio Canada avec Agence France-Presse et Reuters, <http://ici.radio-canada.ca/nouvelles/International/2016/02/04/004-grece-manifestation-creanciers-reforme-retraites-tsipras.shtml>

D'après le ministère grec de l'Emploi, 17,5% du produit intérieur brut grec (PIB) est consacré à la retraite en comparaison avec les autres pays d'Europe dont la moyenne est de 11,5%.

Afin d'obtenir l'aide de 86 milliards d'euros (131G\$) qui lui avait été consentie en juillet 2015, la réforme des retraites était l'une des conditions que le gouvernement Tsipras s'était engagé à respecter. Cela dit, le projet de loi devait être voté dans les prochains jours au Parlement où le premier ministre Alexis Tsipras ne disposait que de 153 sièges sur 300 ce qui représentait une majorité très faible.

### **Les conditions financières grecques**

Les banques grecques ont été durement touchées par la crise, car les marchés les ont également assimilées à la situation des finances publiques grecque. Le programme de participation du secteur privé (PSI) leur a fait subir de lourdes pertes estimées à 37,7 milliards d'euros qui représentent 20% du PIB. La forte récession a aussi énormément dégradé leur bilan et a entraîné une détérioration accentuée de leur capital<sup>40</sup>.

Les produits financiers nets ont fortement baissé à la suite de la hausse des prêts non productifs et de l'augmentation des coûts de financement. Cependant, c'était également une période où plusieurs retraits de dépôt étaient effectués. La fermeture du marché interbancaire les a donc obligés à avoir recours à un mécanisme coûteux qui est la facilité d'urgence communément appelée « Emergency Liquidity Assistance » de la BCE pour combler leur besoin de financement.

L'ampleur de la récession a entraîné une contraction sévère du crédit. Les banques limitaient les nouveaux prêts pour économiser des liquidités et du capital peu abondants. Ces contraintes ont eu des conséquences négatives au niveau du secteur productif qui est principalement constitué des PME. Suite aux retraits massifs qui ont eu lieu entre 2010 et

---

<sup>40</sup> OCDE (2014), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2013*, Éditions OCDE, Paris.  
DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2013-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2013-fr)

la mi-2012, malgré les taux d'intérêt tout de même élevés, les dépôts bancaires n'ont pu être qu'en partie reconstitués.

Cependant, les autorités grecques ont pu préserver la stabilité du secteur bancaire en protégeant entièrement les déposants. Elles ont aussi mis en place, pour un montant approximatif de 2 milliards d'Euros, des dispositions ciblées qui visent à améliorer l'accès des PME au crédit. Ces dispositions ont pu être prises également grâce à l'établissement de nouveaux mécanismes de financement avec l'appui de la Banque européenne d'investissement et du Fonds européen d'investissement. Suite à la mise en place du PSI (Programme de participation du secteur privé) en mars 2012, le plan de recapitalisation et de résolution des faillites visait à restaurer en partie les fonds propres des quatre grandes banques. Celles-ci étaient considérées comme systémiques et l'autre partie du plan consistait à organiser le sauvetage des banques non systémiques qui se trouvaient dans l'impossibilité de se recapitaliser elles-mêmes. Ces dernières, avaient donc fait appel au marché des capitaux privés notamment grâce à une grande partie des 50 milliards d'euros de titres d'emprunt qui avaient été affectés à cette fin dans le programme d'ajustement économique. Le processus a été supervisé par le Fonds hellénique de stabilité financière (HFSF), qui est une institution temporaire dotée d'une structure de gouvernance conçue pour veiller à ce que les banques soient gérées sur une base commerciale, dans des conditions de pleine concurrence, même après leur reprise dans le cadre de la recapitalisation. Cette structure était nécessaire pour assurer la bonne santé du secteur bancaire, car elle visait à renforcer la gouvernance et surtout, son indépendance des influences politiques.

Les changements positifs qui ont eu lieu dans le milieu politique ainsi que le programme de recapitalisation ont eu des répercussions positives sur la confiance des déposants et le sentiment des marchés. Même si la récession s'est aggravée, les dépôts bancaires avaient augmenté de 13.5 milliards d'euros entre juin 2012 et mars 2013 avant de se stabiliser de façon générale jusqu'en août 2013. Cela a permis de compenser partiellement la diminution de 87 milliards d'Euros qui avait été enregistrée entre la fin de 2009 et la mi-2012. Le nombre de succursales également en Grèce a beaucoup diminué ce qui permet d'avoir plus de contrôle sur le secteur bancaire.

### **Court récapitulatif**

En dépit des faiblesses signalées ci-haut, la Grèce a mieux résisté à la crise économique mondiale qu'on pourrait le penser. Par contre, depuis la fin 2008, au fur à mesure que l'aversion au risque a augmenté, en plus des marges de manœuvre limitées par le poids de la dette publique, des dérapages budgétaires continuels et l'ampleur des déséquilibres externes et internes, il a été observé une forte hausse des taux d'intérêt souverains.<sup>41</sup> Outre le ralentissement de l'activité économique en Grèce et l'état médiocre des finances publiques, la détérioration budgétaire a été également inévitable.

Avant la crise grecque, le monde a connu une crise internationale. Au début la Grèce s'en était plutôt bien sortie, mais par la suite, cela a fortement ébranlé la confiance des ménages et des entreprises qui ont réduit leurs dépenses. En plus, les déséquilibres structurels persistants causés par l'état médiocre des finances publiques et aussi l'ampleur du déficit de la balance courante ont fortement exposé la Grèce et augmenté sa vulnérabilité à la crise.

Le système de santé est très fragmenté ce qui complique sa gestion, donc alourdit les coûts administratifs et réduit la qualité des soins. Les dépenses pharmaceutiques sont également mal gérées. En effet, depuis 1990, ces dépenses augmentent plus rapidement que dans la plupart des autres pays de l'OCDE.

En éducation, il n'y a pas d'incitatifs à la performance pour les enseignants et les établissements ont une autonomie très limitée. L'enseignement public ayant une très mauvaise réputation, d'importantes sommes sont dépensées pour des cours privés préparatoires à l'Université.

Dans le secteur du marché du travail, il y a un déficit accru de productivité et également un très faible taux d'activité des jeunes et des femmes.

---

<sup>41</sup> « Résumé. », *Etudes économiques de l'OCDE* 15/2009 (n° 15), p. 8-9  
URL : [www.cairn.info/revue-etudes-economiques-de-l-ocde-2009-15-page-8.htm](http://www.cairn.info/revue-etudes-economiques-de-l-ocde-2009-15-page-8.htm).

Les minima salariaux en pourcentage du salaire médian en Grèce ne sont pas si différents de ceux des autres pays européens. Toutefois, étant donné qu'il n'y a pas de salaire spécial minoré, les minima salariaux sont parmi les plus élevés dans le cas des jeunes, car ils sont établis en fonction de l'expérience et de la situation familiale tout en sachant que ce n'est pas dans l'avantage des groupes les plus vulnérables. Cela cause un effet négatif sur le niveau d'emploi qui est accentué par le niveau assez élevé des cotisations patronales de sécurité sociale. Le tout ne fait qu'alourdir davantage le coût minimum du travail.

Sur les marchés de produits, plusieurs réglementations restrictives mises en place par l'État entravaient la concurrence sur les marchés. Cela limitait les gains de productivité et décourageait les investissements directs étrangers. Plusieurs mesures ont été mises en place telles que les privatisations de certaines entreprises intégralement ou partiellement, mais il reste encore beaucoup de travail à faire.

Le système fiscal grec souffrant d'un important problème de fraude fiscale, plusieurs mesures ont été mises en place pour lutter contre ces maux. Pour qu'on puisse parler de viabilité, il fallait que ces mesures soient non seulement prises en compte, mais surtout appliquées.

Selon les recommandations de l'OCDE en 2009 par rapport aux réformes structurelles, un contrôle plus concentré et suivi des dépenses a été mis en place c'est-à-dire par le biais d'une réduction des coûts administratifs, une rationalisation et une limitation de la masse salariale en plus des nouvelles réformes mises en place dans les entreprises publiques déficitaires. De bonnes nouvelles sont les dernières réformes des retraites qui ont été évoquées pour leur mise en place en 2016 afin de réviser les paramètres de calcul des pensions et de permettre de réduire les incitations à la retraite anticipée. Plusieurs mesures d'assainissement budgétaires et réformes ont donc été mises en place afin de réduire l'avancée de la crise et éventuellement la stabiliser.

Les principales observations et les résultats du FMI obtenus dans le cadre de ce mémoire comportent deux objectifs principaux. Tout d'abord, c'était de premièrement proposer une méthodologie rigoureuse et pragmatique permettant d'analyser la viabilité

et la vulnérabilité de la dette publique de la Grèce sur un horizon de temps donné (moyen terme). En effet, l'approche élaborée par le FMI a été d'une grande utilité pour sa mise en œuvre; cette dernière ayant été développée dans le monde financier durant la crise financière de 2008. Le réalisme des hypothèses clés ainsi que les tests de stress étaient également non- négligeables.

Toutefois, bien que ce cadre soit cohérent et complémentaire à une analyse de long terme, il ne peut pas le remplacer étant donné qu'il ne tient pas compte des variables stratégiquement pertinentes à long terme par exemple, le changement dans la structure démographique due au vieillissement de la population.

Le deuxième objectif de notre analyse était de déterminer si la trajectoire de la dette publique de la Grèce était viable à moyen terme sur la base de l'analyse du FMI.

Malheureusement, la dette grecque n'est pas soutenable ou viable à moins que des ajustements supplémentaires soient mis en place en ce qui concerne les réformes déjà appliquées. Afin de ramener les finances publiques grecques sur une trajectoire soutenable, la réduction de l'importante fraude fiscale sera cruciale.

Toutefois, aux nouvelles du 2 mai 2017, la Grèce grâce à de nouveaux efforts budgétaires devrait pouvoir obtenir de la part de ses créanciers (Commission européenne, Union européenne et FMI) les moyens de rembourser en juillet 2017 l'échéancier pour sa dette d'un montant de 7 milliards d'euros. En effet, avec un excédent historique de ses comptes publics de 0,7% du PIB en 2016 contre un déficit qui étaient de 5,9% en 2015, les efforts budgétaires de la Grèce commencent à payer grâce à la hausse des impôts et des réductions des dépenses publiques. Il y a de fortes chances qu'une porte s'ouvre concernant la réduction de sa dette dans les prochains jours.



## 1.2 Recommandations

Malgré tous les progrès significatifs de la Grèce, son économie n'est pas encore remise de la crise.

Afin d'atteindre une croissance soutenable et plus équitable et de s'assurer que la Grèce puisse devenir compétitive au sein de l'Union européenne, tout en protégeant les groupes vulnérables, les autorités grecques devraient accélérer et s'assurer de la mise en place et de l'application des réformes. Même si plusieurs politiques ambitieuses sont mises en place, la Grèce ne pourra pas sortir de son problème de dette criant. Il faudra que ses partenaires européens lui fassent grâce d'une majeure partie de la dette afin que cette dernière puisse restaurer sa dette. Plus qu'un transfert d'argent, la Grèce aurait principalement besoin de transfert d'organisation pour améliorer le fonctionnement de l'État avec des priorités par exemple, la stabilisation des conditions d'imposition, la simplification administrative ainsi que la justice. Des discussions entre la Grèce et ses créanciers concernant la dette ont repris le 29 avril passé. Plusieurs points de vue sont sur la table. Tout d'abord, Christine Lagarde, la patronne du FMI s'est dite favorable à un allègement important de la dette grecque qui représente actuellement 179% de son PIB afin de pousser l'économie grecque à redémarrer. Toutefois, le FMI a également demandé à la Grèce de continuer à travailler afin de réduire les pensions de retraite en 2019 et de diminuer les allègements fiscaux à partir de 2020. Selon ce dernier, ces mesures serviront à économiser 3,6 milliards d'euros qui pourront permettre de mettre en place des mesures pour lutter contre la pauvreté présente en Grèce. D'un autre côté, pour les Européens, principalement l'Allemagne, la condition serait de rester stricte et faire respecter les remboursements de la dette pendant les échéanciers fixés étant donné qu'à l'approche des élections législatives en septembre 2017, le gouvernement d'Angela Merkel ne veut en aucun cas se mettre à dos une partie de son électorat en acceptant une remise de dette.

Considérant la situation actuelle de la Grèce, le ministre grec des Finances, Euclide Tsakalotos pense que l'accord définitif sera signé le 22 mai prochain lors d'une réunion des ministres des Finances de la zone euro. Cependant, le pays n'est pas réceptif

à ces nouvelles coupes budgétaires. Cela se manifeste par plusieurs grèves en cours et d'autres à venir.

Selon certains économistes, face à l'ampleur de la dette, et l'importance des taux d'intérêt, la seule issue de secours pour la Grèce serait de sortir de la zone euro (l'austérité) et de dévaluer, car cela pourrait redonner un nouveau départ à la Grèce et permettrait de repartir son économie sur de bonnes bases. Cela permettra également à la Grèce de retrouver sa compétitivité. En effet, si la Grèce reste dans la zone euro, les taux d'intérêt élevés continueront à augmenter et cela ne fera que détériorer davantage son économie.

À la vue des informations que nous avons concernant la situation grecque ainsi que des analyses et résultats trouvés par le FMI et diverses institutions, voici ce que nous recommanderions afin d'éventuellement stabiliser la dette grecque en plus des recommandations qui ont été précédemment suggérées.

- L'administration publique soit décentralisée et diversifiée dans son organisation et sa structure; c'est-à-dire, certains services et secteurs qui étaient contrôlés par l'état soient laissés au privé. Par exemple, le domaine de la santé et de l'éducation.
- Il serait très pertinent pour la Grèce d'avoir à long terme une agence de revenu autonome. Par exemple, au Togo, il y a l'office togolais des recettes qui est un établissement public à caractère administratif doté de personnalité morale d'autonomie administrative financière<sup>42</sup>. C'est une réforme intégrée des régions douanes (fiscalité de portes) et impôts (fiscalité intérieure). Le but de l'office est de créer une synergie entre les deux régions pour plus de partages d'informations afin de mener ensemble les contrôles pour moins fatiguer les opérateurs économiques. L'une de ses missions principales est également de combattre la fraude, l'évasion fiscale et la corruption. Cela permettrait à la Grèce de pouvoir lutter contre la corruption grâce à des outils stricts et rigoureux.
- Mettre en place des politiques fiscales plus crédibles et viables.

---

<sup>42</sup> <https://www.otr.tg/index.php/fr/accueil/l-otr/missions.html>

- Les gouvernances des banques devraient être davantage consolidées.
- Le système de régime de pension de retraite devrait être revu à la baisse et redéfini tout en considérant les coûts sociaux.

Il est évident qu'il reste beaucoup de travail à accomplir par la Grèce et qu'il faudra davantage de bonne volonté de la part de son gouvernement et des institutions créancières, mais nous espérons que les pistes de solutions que nous avons suggérées pourront servir de tremplin pour la soutenabilité de la dette grecque.

*« Rien ne se fait sans un peu d'enthousiasme. »*

*-Voltaire*

## BIBLIOGRAPHIE

- Antzoulatos, A. A.** (2011). Greece in 2010: A tragedy without(?) catharsis. *International Advances in Economic Research*, 17(3), 241-257.
- Aiginger, K.** (2013), « A New Strategy for the European Periphery », *WIFO Working Paper*, No. 443, February, [www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person\\_dokument/person\\_dokument.jart?publikationsid=46279&mime\\_type=application/pdf](http://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=46279&mime_type=application/pdf).
- Anastasatos, T.** (2008), « High Current Account Deficit: The Most Important Problem Facing the Greek Economy in the Medium Term », *Greece Macro Monitor*, Eurobank EFG Research.
- Artavanis, N.T., A. Morse and M. Tsoutsoura** (2012), « Tax Evasion across Industries: Soft Credit Evidence from Greece », *Chicago Booth Research Paper*, No. 12-25. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2109500> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2109500>.
- Blanchard, O. et Fisher, S.** (1989), « Lectures in Macroeconomics », MIT Press.
- O. Blanchard, J.C.Chouraqui, R.P. Hagemann, et N Sartor** (1990) « La soutenabilité de la politique budgétaire : nouvelles réponse à une question ancienne. » *Revue économique de l'OCDE*, 15, automne.
- Blanchard, O.** (1990a), « Suggestions for a new set of fiscal indicators », OECD, Department of Economics and Statistics Working Papers, No. 79, April.
- Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hageman, R. P., et N. Sortor** (1990b), « The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question », *OECD Economic Studies* No. 15, Autumn 1990.
- Buiter, W.** (2010), « Sovereign Debt Problems in Advanced Industrial Countries. » *Global Economics View*. New York: Citigroup Global Markets.
- Cohen Daniel**, « La crise grecque. Leçons pour l'Europe », *Revue économique* 3/2011 (Vol. 62), p. 383-394  
URL : [www.cairn.info/revue-economique-2011-3-page-383.htm](http://www.cairn.info/revue-economique-2011-3-page-383.htm)  
DOI : [10.3917/reco.623.0383](https://doi.org/10.3917/reco.623.0383).

Field Code Changed

- Delorme, F.** (2016), « Viabilité et vulnérabilité des finances publiques du Québec à moyen terme : une proposition d'un cadre d'analyse et une évaluation », Chaire de recherche en fiscalité et finances publiques, Document de travail 2016/01.
- Diamond, P. A.** (1965), National debt in a neoclassical model », *The American Economic Review*, Vol. 55, No. 5, Part 1. (Dec., 1965), pp. 1126-1150.
- Domar, E. D.** (1944). The "Burden of the Debt" and the National Income *American Economic Review*, volume 34, No. 4 pp. 798-827.
- Fortin, M.** (2014). La crise des dettes souveraines : une mise en perspective de la théorie monétaire modern. *In* G. Dufour et D. Pavot (dir.), *La crise des dettes souveraines et le droit : approches croisées Canada – Europe* (p. 27-47). LexisNexis Canada
- FMI** : la dette grecque est 'complètement insoutenable', <http://youtu.be/NIX-s25II70>
- IMF** (2011), « GREECE Fifth Review Under the Stand-By Arrangement, Rephrasing and Request for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria ». European Department in Consultation. Country Report No. 11/ 351.pp 1-162
- IMF** (2012), « First and second reviews under the extended arrangement under the extended fund facility, request for waiver of applicability, modification of performance criteria, and rephrasing of access », Country report No. 13/20.
- IMF** (2013), « Staff Guidance note for Public Deb Sustainability Analysis in Market-Access Countries », Strategy, Policy, and Review Department, pp 1-54
- IMF** (2014), « GREECE Fifth review under the extend arrangement under the extended fund facility, and request for waiver of nonobservance of performance criterion and rephrasing of access », Country Report No. 14/151. pp1- 226.
- IMF** (2015), « Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis », Fiscal Affairs Department and the Strategy, pp 1-58
- IMF** (2015), « Greece, An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis ». Country Report No. 15/186
- IMF** (2017), « Greece 2016 article IV Consultation-Press release; staff report; and statement by the executive director for Greece », IMF Country Report No.17/40. pp 1- 92.
- Galbraith, James K.** (2011) « Is the federal debt unsustainable? », Policy Note, Levy Economics Institute of Bard College.

**Godbout, L., St-Cerny, S., Arseneau, M., Dao, N. et Fortin, P.** (2014), 'La soutenabilité budgétaire des finances publiques du gouvernement du Québec', Chaire de recherche en fiscalité et en finances publiques, Document de travail 2014/01.

**Gabriel Colletis**, 'La dette oppressive, la Grèce opprimée', *Vacarme* 2015/3 (N° 72), p. 58-71. DOI 10.3917/vaca.072.0058

**Guillard Michel, Kempf Hubert**, 'L'insoutenable dynamique de la dette. Une analyse macroéconomique du défaut souverain.', *Revue d'économie politique* 6/2012 (Vol. 122), p. 921-941, URL : [www.cairn.info/revue-d-economie-politique-2012-6-page-921.htm](http://www.cairn.info/revue-d-economie-politique-2012-6-page-921.htm).  
DOI : [10.3917/redp.226.0921](https://doi.org/10.3917/redp.226.0921).

Field Code Changed

**Ioakimides, Panagiotis. C.** 2001. "The Europeanization of Greece: an overall assessment", in *Europeanization and the Southern Periphery*, edited by Kevin Featherstone and George Kazamias. London : Frank Cass.

**Kathimerini.** 2008a. "The tranquil Mr. Alogoskoufis", [http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_economy\\_2\\_13/07/2008\\_277537](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economy_2_13/07/2008_277537).

Field Code Changed

**Kathimerini.** 2008c. "Conspiracy theories from the Ministry of Finance about the Spread rise."  
[http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_economy\\_2\\_04/12/2008\\_294591](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economy_2_04/12/2008_294591).

Field Code Changed

**Kathimerini.** 2008b. "The Greek banking system is stable and reliable."  
[http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w\\_articles\\_economy\\_2\\_24/09/2008\\_285830](http://news.kathimerini.gr/4dcgi/w_articles_economy_2_24/09/2008_285830).

Field Code Changed

**Katrougalos, George., and Lazaridis, Gabriella.** 2003. *Southern European Welfare States: Problems, Challenges and Prospects*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

**Kouretas, GP; Vlamis, P.** (2010), «The Greek Crisis: Causes and Implications», *Panoeconomicus*, v.57, iss. 4, pp. 391-404.

**Koutsogeorgopoulou, V., & Turner, D.** (2007). «The Costs of Delaying fiscal Consolidation: a Case Study for Greece». OECD Economic Department Working Papers. ISSN: 1815-1973.

**Lambros Couloubaritsis**, 'La crise grecque : enjeux et responsabilités', *Les Temps Modernes* 2013/2 (n° 673), p. 152-194. DOI 10.3917/ltm.673.0152

**Lyrantzis, Christos.** 1984. "Political Parties in post-junta Greece: A case of Bureaucratic Clientelism?" *West European Politics*, 7(2): 99-118.

**Meghir, Costas, Vayanos, Dimitri., and Vettas, Nikos.** 2010. "The economic crisis in Greece: a time of reform and opportunity." <http://greekeconomistsforreform.com/wpcontent/uploads/Reform.pdf>.

Field Code Changed

**Mitsopoulos, M., & Pelagidis, T.** (2011). « The Real Cause of Greek Debt: Taxation and Labour Market Distortions in Greece». *Intereconomics/Review Of European Economic Policy*, 46(2), 112-120. doi:<http://dx.doi.org/10.1007/s10272-011-0372-9>

Formatted: French (France)

**MAJOR, I.** (2014), « A Political Economy Application of the 'Tragedy of the Anticommons': The Greek Government Debt Crisis». *International Advances in Economic Research*. 20, 4, 425-437

**OCDE.** (2001), 'Étude économique de la Grèce'. <http://www.oecd.org/fr/grece/etudeeconomiquedelagrece2001.htm>

**OCDE** (2010), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2009*, Éditions OCDE, Paris. DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2009-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2009-fr)

**OECD** (2011a), *OECD Economic Surveys: Greece*, OECD Publishing, Paris.

**OCDE** (2014), *Études économiques de l'OCDE : Grèce 2013*, Éditions OCDE, Paris. DOI : [http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco\\_surveys-grc-2013-fr](http://dx.doi.org.ezproxy.usherbrooke.ca/10.1787/eco_surveys-grc-2013-fr)

**OCDE** (2015), 'Grèce', dans *Perspectives économiques de l'OCDE*, Volume 2015 Issue 1, Éditions OCDE, Paris. DOI : [http://dx.doi.org/10.1787/eco\\_outlook-v2015-1-18-fr](http://dx.doi.org/10.1787/eco_outlook-v2015-1-18-fr)

Field Code Changed

**OECD** (2016), *OECD Economic Surveys: Greece 2016*, OECD Publishing, Paris. [http://dx.doi.org/10.1787/eco\\_surveys-grc-2016-en](http://dx.doi.org/10.1787/eco_surveys-grc-2016-en)

Field Code Changed

**OCDE** (2016), Dette des administrations publiques (indicateur). [doi : 10.1787/ac7b4839-fr](https://doi.org/10.1787/ac7b4839-fr) (Consulté le 16 octobre 2016)

**OCDE** (2016), Produit intérieur brut (PIB) (indicateur). [doi : 10.1787/dddb17ae-fr](https://doi.org/10.1787/dddb17ae-fr) (Consulté le 16 octobre 2016)

**Pagoulatos, George.** 2003. *Greece's New Political Economy: State, Finance and Growth from Post-war to EMU*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

**Pagoulatos, George.** 2005. "The Politics of Privatisation: Redrawing the Public-Private Boundary", *West European Politics*, 28(2): 358-380.

**Pagoulatos, George.** 2012. "Reinventing Europe: A Euro-crisis view from Greece." *European Council on Foreign Relations*, [http://ecfr.eu/page/-/ECFR\\_Greece\\_paper\\_20122.pdf](http://ecfr.eu/page/-/ECFR_Greece_paper_20122.pdf).

Field Code Changed



- Philippe Marini**, 'Quelles règles pour sortir de la crise des dettes souveraines ?', Revue d'économie financière 2011/3 (N° 103), p. 99-116. DOI 10.3917/ecofi.103.0099
- Skai**. 2012a. "G. Provopoulos: They knew since January 2009 about the deficit." <http://www.skai.gr/news/politics/article/197696/g-provopoulos-ixeran-apo-ton-ianouario-2009-gia-to-elleimma>.
- Stella Spilioti, George Vamvoukas**. (2015), «The impact of government debt on economic growth: An empirical investigation of the Greek market». The Journal of Economic Asymmetries. Vol 12, Issue1, pp 34-40.
- Tsakalotos, Euclid**. 1998. "The political economy of social democratic economic policies: the PASOK experiment in Greece", Oxford Review of Economic Policy, 14(1):114-38.
- Tantos, S**. 2012, "Public Debt Sustainability: The Case of Greece", Journal of Reviews on Global Economics, vol. 1, pp. 27-40.
- Vlavis, Prodromos** (2014), «Greek fiscal crisis and repercussions for the property market», Journal of Property Investment & Finance 32.1, pp 21-34.
- Venieris, Dimitris**. 2006. "The Virtual Reality of Welfare Reform" in Social Policy Developments in Greece, edited by Maria Petmesidou and Elias. Mossialos. Aldershot: Ashgate.
- Wray, L. Randall** (2012), Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems, Palgrave Macmillan.
- Yoshino, N; Vollmer, U**. «The Sovereign Debt Crisis: Why Greece, but Not Japan?». Asia Europe Journal. 12, 3, 325-344, Sept. 2014. <https://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=9&sid=8169fb39-9195-48e2-a55a-c443222e4245%40sessionmgr4002&hid=4107>
- ZETTELMEYER, J ; TREBESCH, C ; GULATI, M**. (July 2013) «The Greek Debt Restructuring: An Autopsy». Economic Policy. 75, 513.
- Zartaloudis, S**. (2013) 'Greece and the recent financial crisis: meltdown or reconfiguration?', in F. Panizza and G. Phillip (eds) *The politics of financial crisis since 1980*, Routledge: London

Field Code Changed

## ANNEXE A

## Le modèle général de dynamique de dette

$$d_{t+1} - d_t = \frac{1}{\rho_{t+1}} * (d_t * (i_{t+1} - \pi_{t+1}^d * (1 + g_{t+1})) + \varepsilon_{t+1} * (1 + i_{t+1}^f) * d_t^f - d_t * g_{t+1}) - sp_{t+1} + o_{t+1}$$

The diagram illustrates the decomposition of the debt dynamics equation into four contributions:

- Contribution du taux d'intérêt effectif**: Points to the term  $\frac{1}{\rho_{t+1}} * (d_t * (i_{t+1} - \pi_{t+1}^d * (1 + g_{t+1})))$ .
- Contribution du solde primaire et des autres facteurs exogènes**: Points to the term  $- sp_{t+1} + o_{t+1}$ .
- Contribution du taux de change**: Points to the term  $\varepsilon_{t+1} * (1 + i_{t+1}^f) * d_t^f$ .
- Contribution de la croissance réelle du PIB**: Points to the term  $- d_t * g_{t+1}$ .

Où :

$d_t^f$  : Stock de dettes libellé en devises étrangères à la fin de la période t

$d_t$  : Stock de dettes libellé en Euros à la fin de la période t

$i_{t+1}^f$  : Taux d'intérêt nominal effectif sur la dette libellée en devises étrangères en t + 1

$i_{t+1}$  : Taux d'intérêt nominal effectif sur la dette libellée en Euros en t+1

d : Dette

sp: Surplus primaire

g : Taux de croissance du PIB ou taux de croissance réelle de l'économie

$\pi$  : Taux domestique d'inflation (mesuré par le déflateur du PIB)

$i_{t+1}$  : Taux d'intérêt effectif

$O_{t+1}$  : Facteurs exogènes ponctuels (privatisations, autres facteurs extraordinaires) en t+1

$$\rho_{t+1} = (1+g_{t+1}) * (1 + \prod_{t+1}^d)$$

## ANNEXE B

### **Encadré 1 : La contribution méthodologique du FMI à l'analyse de la viabilité**

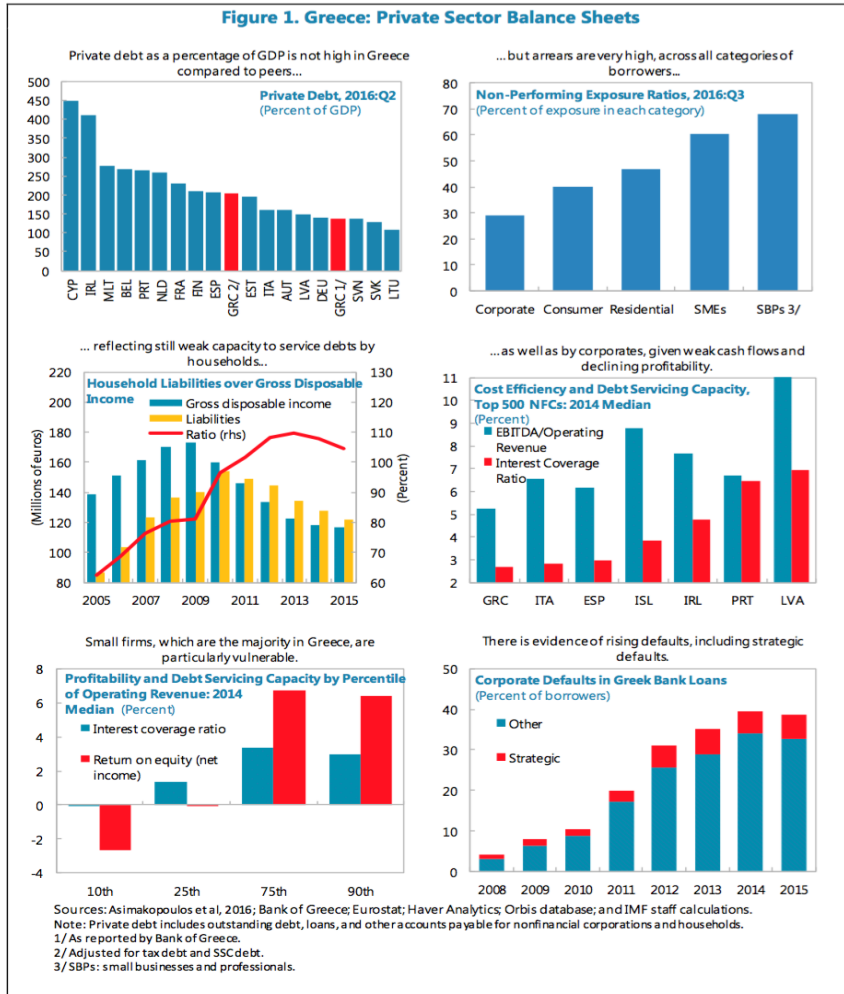
*Il y a quelques années, le FMI a développé le squelette d'un modèle visant à analyser la viabilité de la dette publique dans ses pays membres<sup>17</sup>. L'objectif de cette approche était d'identifier les vulnérabilités potentielles en ce qui a trait à l'état des finances publiques à moyen terme en identifiant, ex ante, les possibles risques de dérapage.*

*Comme nous l'avons mentionné plus haut, le concept le plus simple de viabilité de la dette s'avère lorsque le solde budgétaire primaire nécessaire pour au moins stabiliser le ratio dette/PIB sous différents scénarios est économiquement et politiquement faisable, tout en permettant de tolérer des écarts raisonnables et tout en préservant une croissance économique satisfaisante. Dans le cas où un ajustement réaliste du solde primaire ne pourrait ramener la dette sous un niveau acceptable, que ce soit sur une base économique ou politique, l'endettement public serait alors considéré comme non viable. Cette approche très pragmatique est adoptée dans le présent cahier de recherche.*

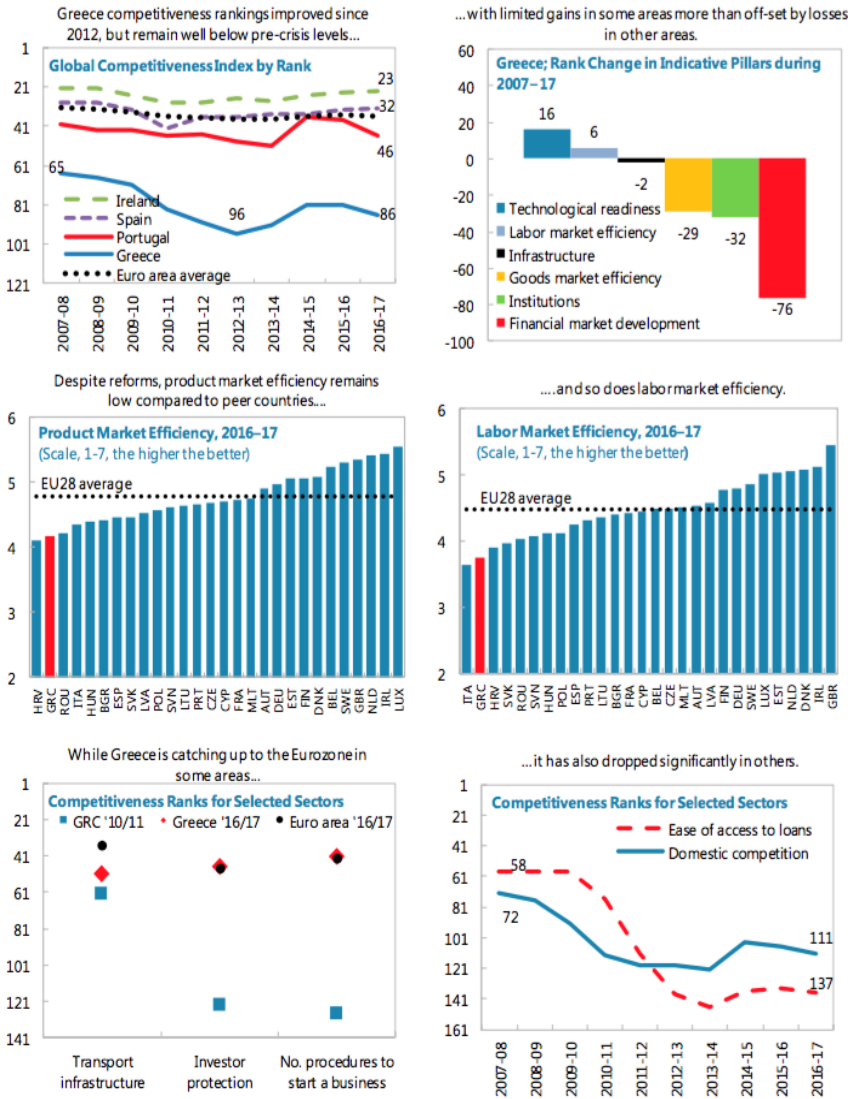
*Évidemment, plus le niveau d'endettement est élevé, plus la probabilité sera élevée afin que la politique budgétaire et la dette publique soient insoutenables. La raison en est que plus le niveau d'endettement public est élevé, plus le solde primaire nécessaire pour stabiliser cette dette devra être important. De plus, en général, une dette publique élevée et endémique est souvent associée avec une performance économique moins vigoureuse, ce qui ajoute une pression additionnelle sur le solde primaire.*

*Un mot maintenant sur l'horizon. Contrairement à plusieurs analyses portant sur la viabilité de la dette, l'approche du FMI se concentre sur le moyen terme. C'est évidemment un choix arbitraire, mais celui-ci est motivé en vue de mettre l'accent sur les éléments déterminant l'endettement public sur lesquels les gouvernements possèdent des prévisions économiques fiables.*

ANNEXE C

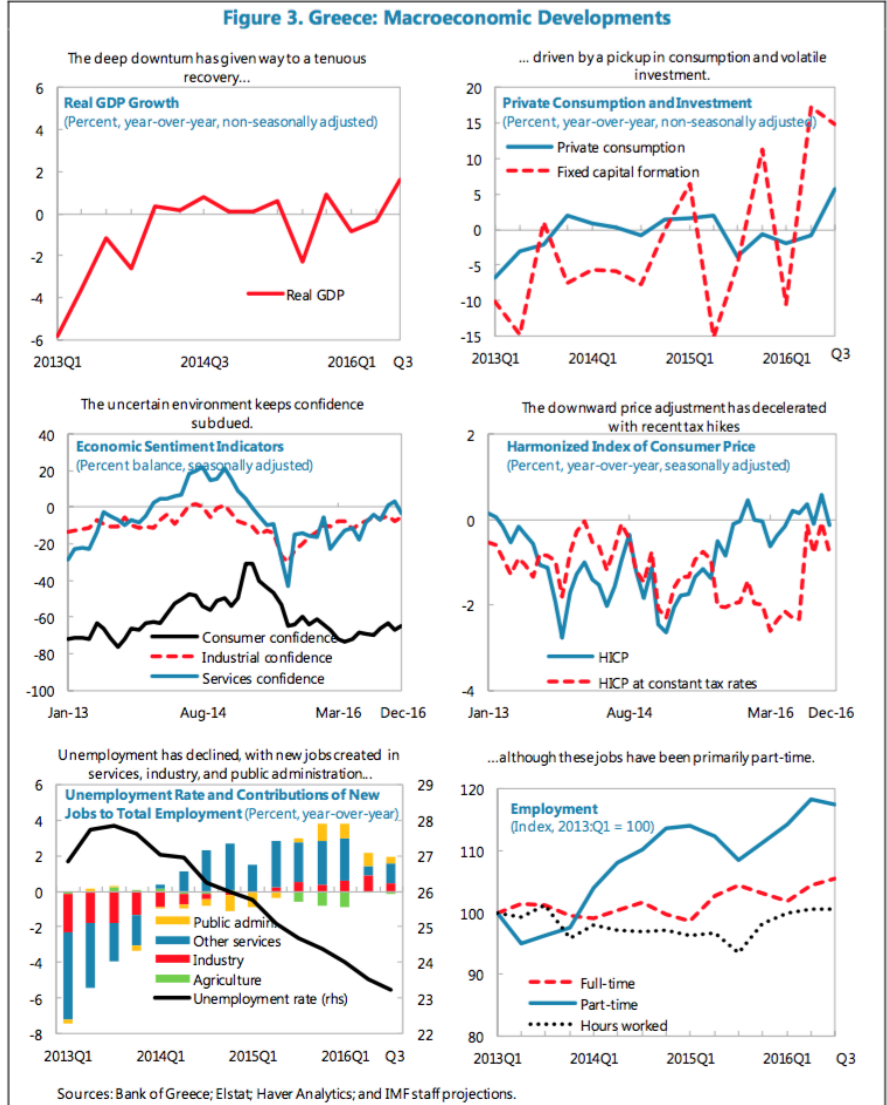


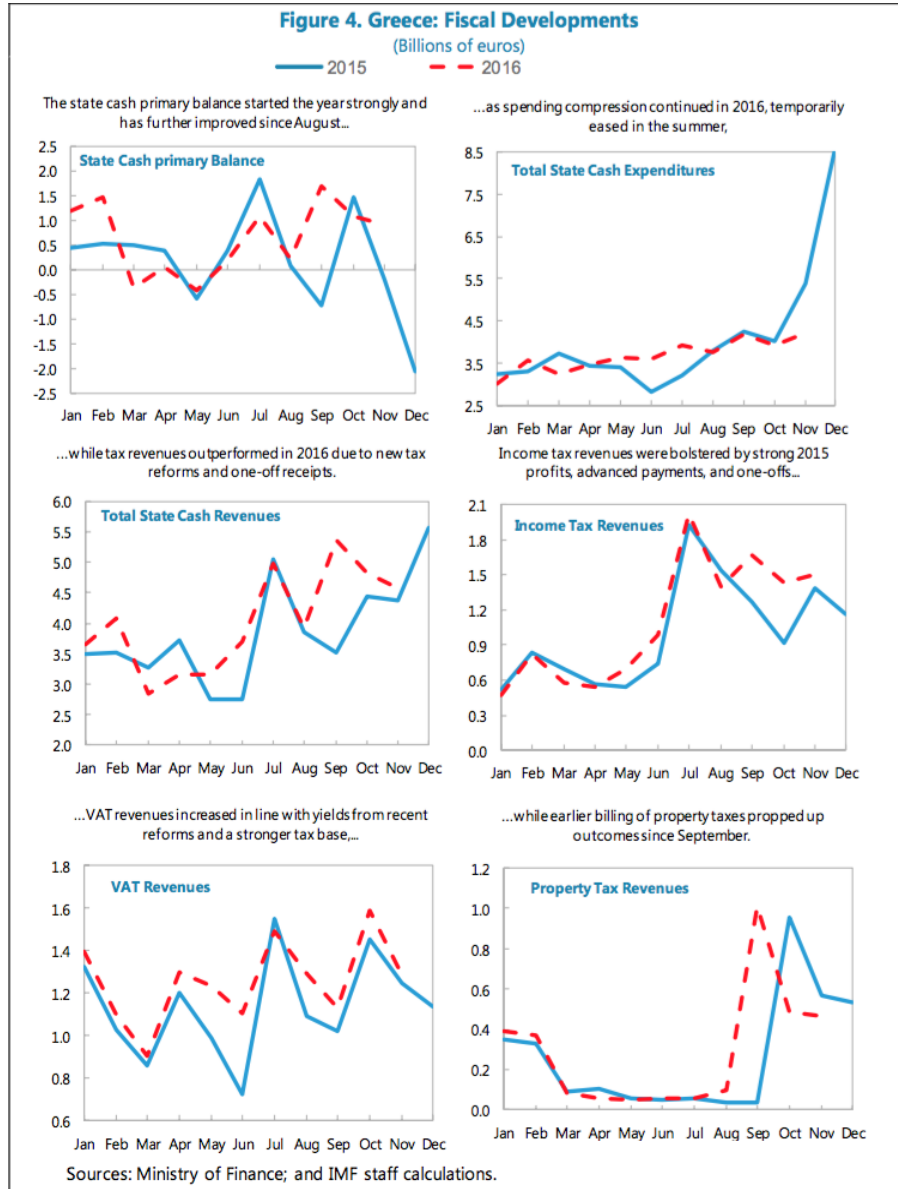
**Figure 2. Greece: Competitiveness Indicators**



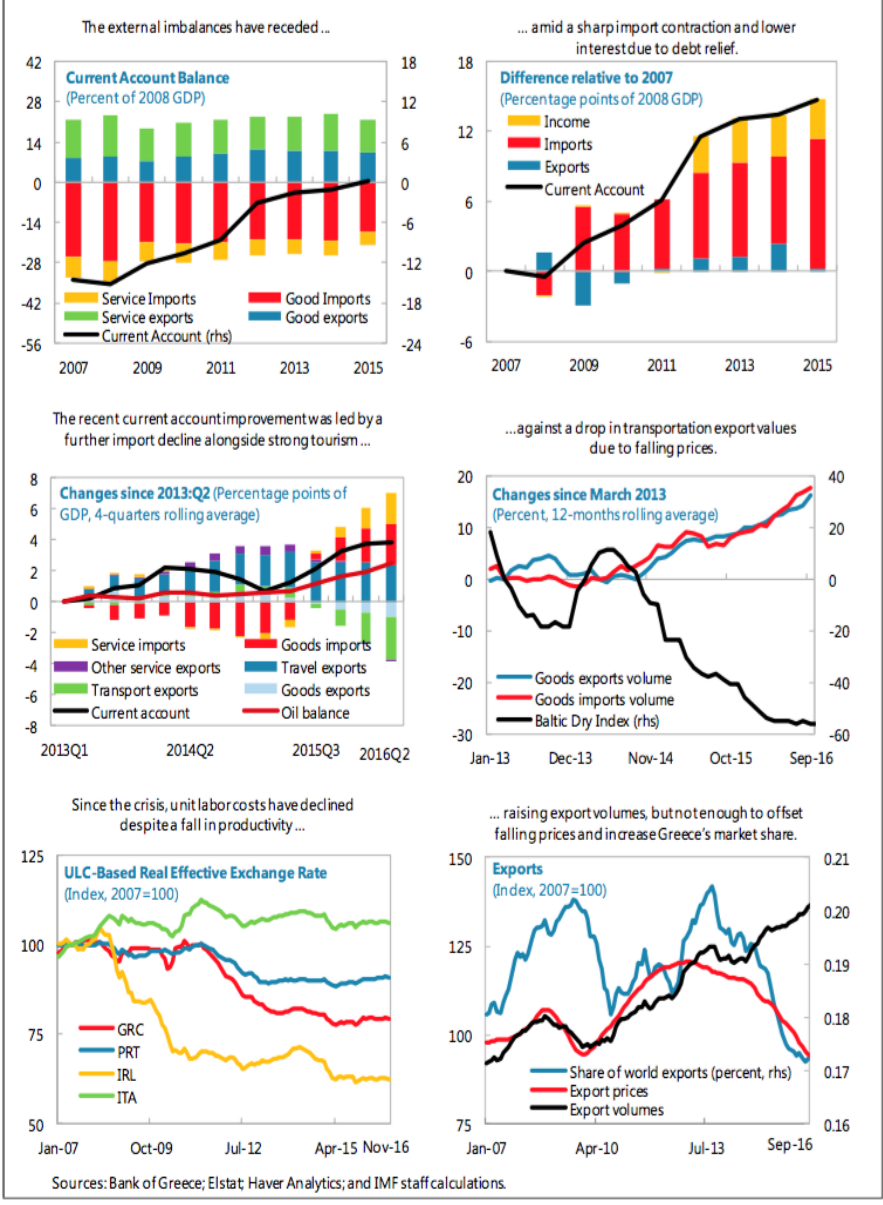
Source: World Economic Forum, The Global Competitiveness Report.

**Figure 3. Greece: Macroeconomic Developments**





**Figure 5. Greece: External Developments**

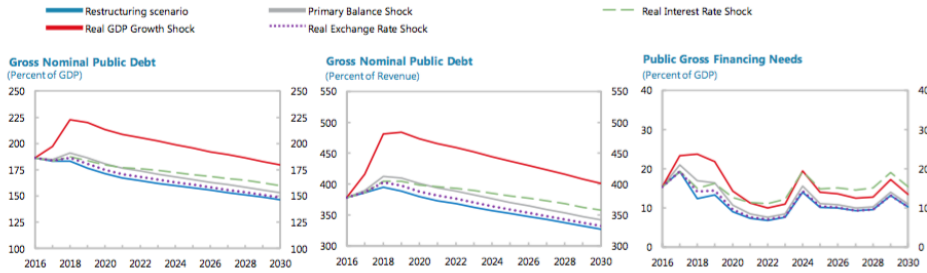




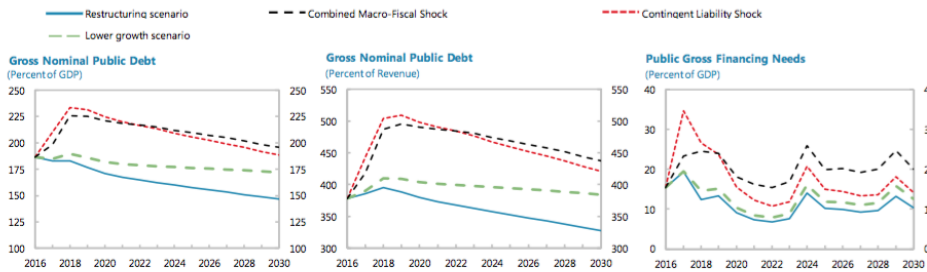
ANNEXE D

Greece Public DSA - Stress Tests (Restructuring Scenario with Deferrals and Fixed Rates)

Macro-Fiscal Stress Tests



Additional Stress Tests

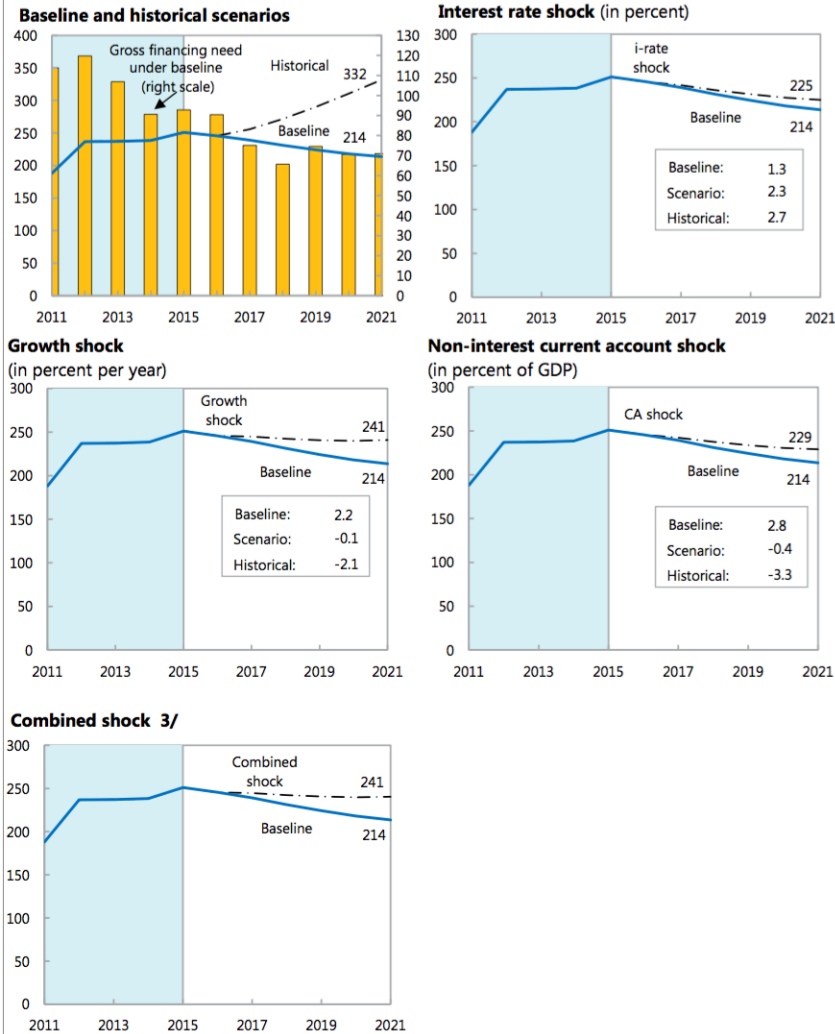


Underlying Assumptions (Percent)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2025	2030		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2025	2030	
<b>Primary Balance Shock</b>										<b>Real GDP Growth Shock</b>										
Real GDP growth	0.4	2.7	2.6	2.4	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	Real GDP growth	0.4	-1.9	-2.1	2.4	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	
Inflation	0.1	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	Inflation	0.1	0.3	0.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	
Primary balance	0.9	-0.6	-0.1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	Primary balance	0.9	-1.8	-4.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Effective interest rate	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.8	1.9	2.0	1.8	Effective interest rate	1.5	1.5	1.5	1.7	1.7	1.9	2.0	2.0	1.8	
<b>Real Interest Rate Shock</b>										<b>Real Exchange Rate Shock</b>										
Real GDP growth	0.4	2.7	2.6	2.4	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	Real GDP growth	0.4	2.7	2.6	2.4	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	
Inflation	0.1	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	Inflation	0.1	1.8	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	
Primary balance	0.9	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	Primary balance	0.9	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	
Effective interest rate	1.5	1.5	1.9	2.1	2.7	3.0	3.2	3.4	3.3	Effective interest rate	1.5	1.5	1.4	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	1.7	
<b>Combined Shock</b>										<b>Contingent Liability Shock</b>										
Real GDP growth	0.4	-1.9	-2.1	2.4	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	Real GDP growth	0.4	-1.9	-2.1	2.4	2.0	1.5	1.0	1.0	1.0	
Inflation	0.1	0.3	0.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	Inflation	0.1	0.3	0.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	
Primary balance	0.9	-1.8	-4.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	Primary balance	0.9	-13.1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	
Effective interest rate	1.5	1.5	1.9	2.4	3.0	3.2	3.4	3.6	3.5	Effective interest rate	1.5	1.5	2.0	1.6	1.8	2.0	2.1	2.1	1.9	
<b>Lower Growth Scenario</b>																				
Real GDP growth	0.4	1.7	1.6	1.4	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0											
Inflation	0.1	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7											
Primary balance	0.9	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5											
Effective interest rate	1.5	1.5	1.4	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0	1.8											

Source: IMF staff.

**Greece: External Debt Sustainability: Bound Tests 1/ 2/**  
(External debt in percent of GDP)



Sources: International Monetary Fund, Country desk data, and staff estimates.  
 1/ Shaded areas represent actual data. Individual shocks are permanent one-half standard deviation shocks. Figures in the boxes represent average projections for the respective variables in the baseline and scenario being presented. Ten-year historical average for the variable is also shown.  
 2/ For historical scenarios, the historical averages are calculated over the ten-year period, and the information is used to project debt dynamics five years ahead.  
 3/ Permanent 1/4 standard deviation shocks applied to real interest rate, growth rate, and current account balance.