Sur les ruines de l'austérité*

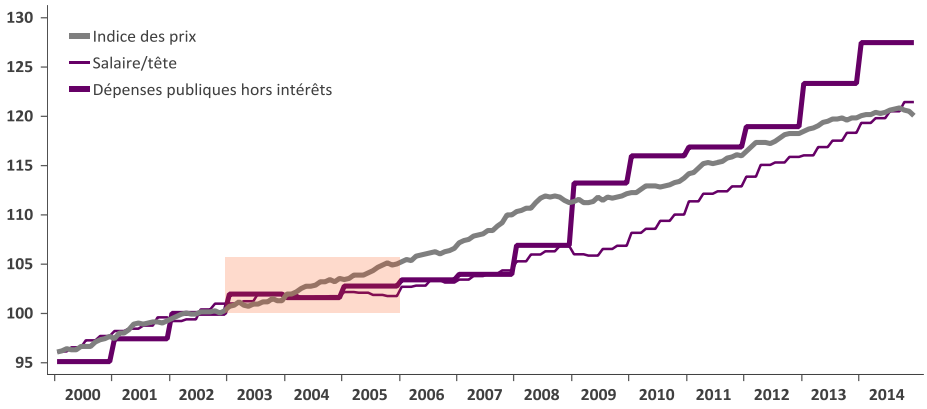
Que l'on se réjouisse qu'un accord de soutien à la Grèce ait pu être trouvé ou que l'on déplore les conditions dans lesquelles ces négociations se sont déroulées et leur aboutissement aura *in fine* peu d'importance si la croissance revient en Grèce. Si tel n'est pas le cas, en revanche, nul ne peut dire quelles seront les conséquences économiques, sociales et politiques des décisions des dirigeants européens de ce week-end sur l'avenir de la Grèce et plus généralement sur celui de la zone euro. Imaginer une issue favorable est-il réaliste ou du simple domaine de l'utopie ? Tout dépend de ce qui viendra, non de ce qui a été décidé au petit matin du 13 juillet qui, en l'état, est intenable.

La dette n'est pas soluble dans l'austérité

Cette formule que nous avions déjà faite nôtre lors du deuxième épisode de la crise souveraine de 2012, est plus que jamais d'actualité. L'austérité n'améliore pas la solvabilité mais l'amenuise, à l'inverse. Nul besoin d'être économiste pour comprendre, en effet, qu'un pays ait plus de mal à rembourser sa dette dès lors qu'il s'appauvrit, ce à quoi conduit inexorablement l'austérité quand elle ne s'accompagne pas d'un contre-choc puissant à même de recréer des sources de croissance. À ceux qui pensent voir dans les expériences de ces dernières années, ou éventuellement dans l'Allemagne des années Schröder-Hartz, la preuve de l'efficacité de ces politiques, rappelons un certain nombre de points.

1- **L'Allemagne moderne n'a jamais connu l'austérité** au sens où l'Europe la pratique depuis la crise de 2010. Les années de rigueur, essentiellement de 2003 à 2005, ont été celles d'une modération des dépenses publiques et des rémunérations par rapport à l'inflation. Sur ces trois années, ces deux agrégats n'ont, toutefois, jamais cessé de croître, ils ont seulement ralenti leur progression.

Dépenses publiques, salaires et inflation en Allemagne, 2002=100

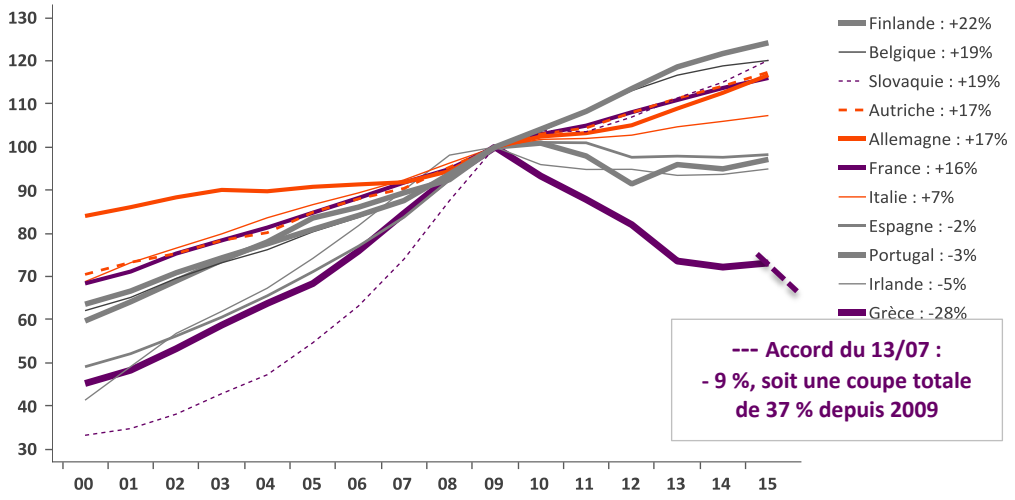


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ce rapport fait suite à plusieurs publications récentes dans lesquels trouver un complément d'analyse sur le sujet de la Grèce, en particulier « *La Grèce en 2025* » et « *L'Espagne, un modèle pour la Grèce ?* »

Il y a là une différence majeure avec ce que sont les politiques d'austérité en présence qui s'articulent autour d'une baisse absolue des dépenses publiques et des niveaux de rémunération dont l'effet immédiat est la destruction de revenus.

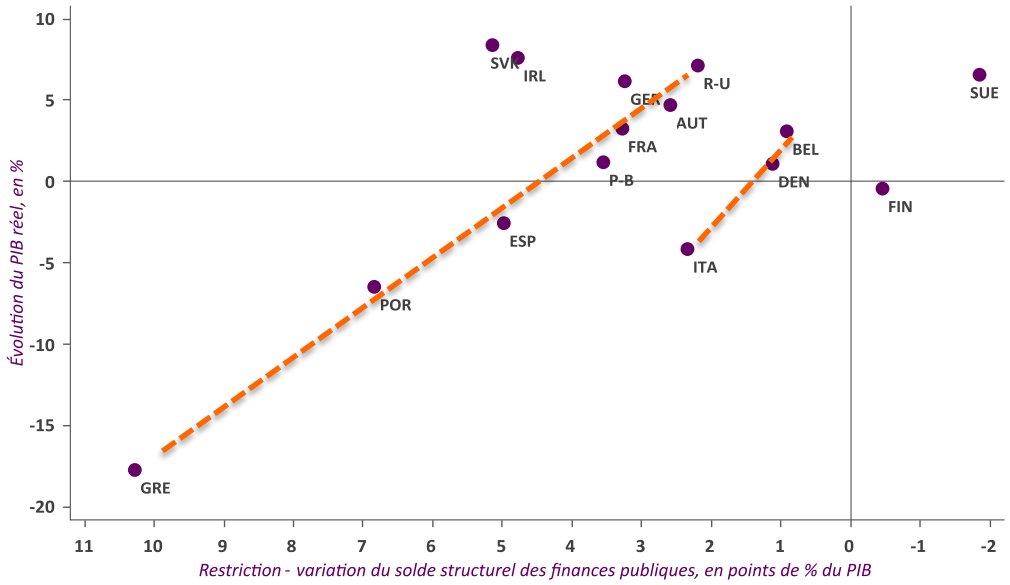
Dépenses publiques hors intérêts de la dette, 2009=100 et variations 2009 à 2015 en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2- **L'austérité détruit de la valeur**, en témoigne la relation particulièrement stable, presque linéaire, entre le degré de restriction budgétaire pratiqué par les différents pays européens depuis la crise souveraine en 2010 et l'appauvrissement économique qui en est résulté illustré par le graphique ci-dessous.

Degré de restriction budgétaire et variation du PIB réel de 2010 à 2014



Sources : RichesFlores Research, AMECO, Macrobond

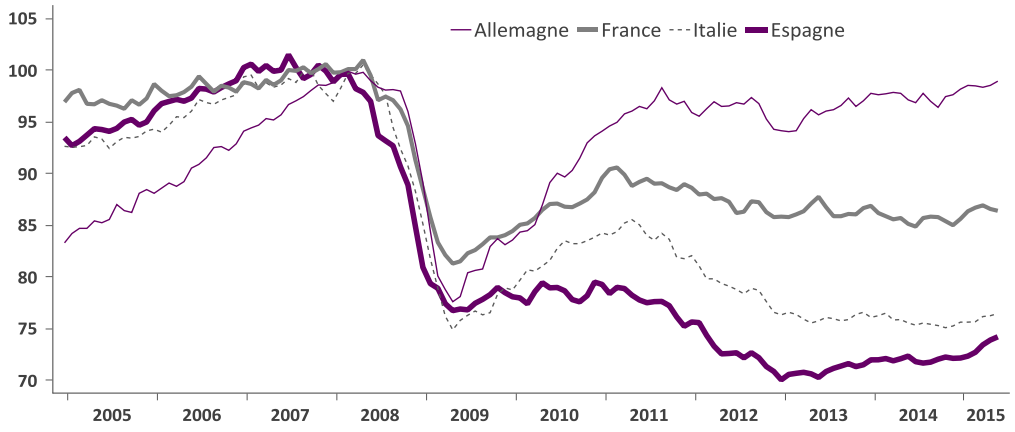
3- **Les politiques d'austérité sont d'autant plus destructrices qu'elles sont pratiquées par un grand nombre de pays très imbriqués économiquement** dans un contexte, qui plus est, de faible croissance généralisée. Dans ce cas, en effet, les efforts consentis sur le plan domestique n'ont aucune chance d'être compensés par une quelconque dynamique extérieure, comme cela fut généralement le cas dans les

épisodes passés, le plus souvent ponctuels et isolés, y compris durant les années Schröder en Allemagne. Il s'agit d'une différence majeure, malheureusement ignorée des économistes auxquels l'OCDE avait commandité en 2010 une analyse sur l'efficacité des politiques d'ajustement budgétaire et dont les conclusions ont largement étayé les recommandations des institutions internationales à l'époque.

On l'aura compris, les politiques d'austérité, éventuellement nécessaires pour purger des déséquilibres, ne peuvent en aucun cas semer les germes de la croissance future, comme cela a été dit certaines fois, notamment en référence au cas espagnol. Lorsque l'Espagne a renoué avec la croissance, c'est uniquement à partir du moment où la politique budgétaire, assouplie depuis l'an dernier, a cessé de brider la consommation. De fait, et au contraire du schéma imaginé par les dirigeants européens d'une reprise tirée par les exportations, le rebond des dépenses des ménages est de loin, en Espagne comme ailleurs, la principale contribution à la croissance aujourd'hui. On ne pourra juger de l'efficacité de l'austérité que si l'investissement se reprend suffisamment pour combler la destruction du potentiel de croissance enregistrée depuis la crise. Nous en sommes encore loin au vu des pertes considérables subies par l'économie espagnole depuis sept ans que résument la chute de 25 % de la production, celles de 15 % de l'emploi salarié et du PIB par habitant, et quand, par ailleurs, les facteurs susceptibles de créer la dynamique de l'investissement requise ne sont clairement pas au rendez-vous.

Production industrielle hors construction

Indices, 2007=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

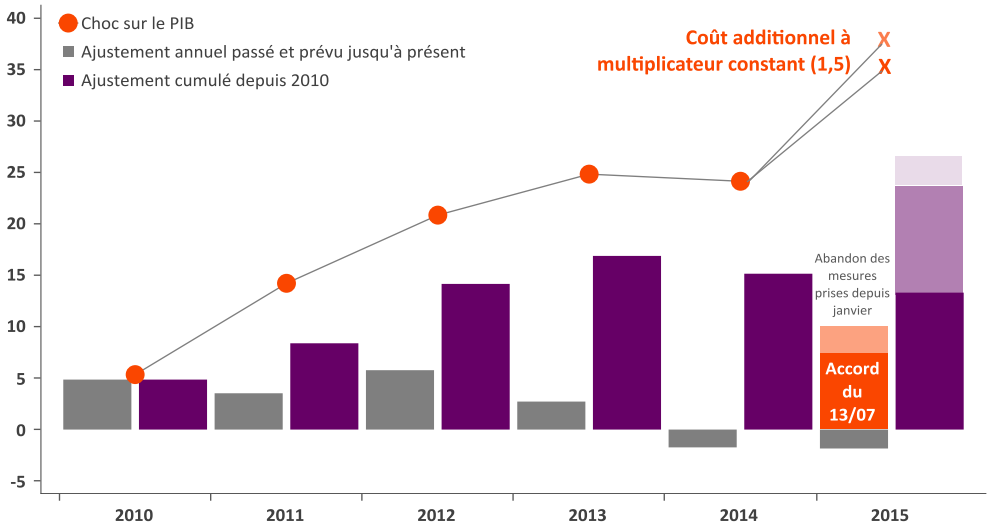
L'accord conclu le 13 juillet entre la Grèce et ses créanciers n'est guère tenable en l'état tant son coût économique est élevé

Le paquet de réformes signé par la Grèce comprend 13 milliards d'économies et l'annulation des mesures annoncées par le gouvernement après son arrivée au pouvoir en janvier, soit respectivement 7,2 % et environ 1,8 % du PIB actuel.

À supposer que le multiplicateur budgétaire observé en moyenne depuis 2010 se stabilise à 1,5, ce qui est une hypothèse hautement optimiste compte-tenu du degré de dégradation du pays, l'impact économique de cet accord serait de plus de 13 % du PIB, à ajouter aux 24 % perdus depuis 2010, soit un appauvrissement total de 37 %.

Degré de restriction budgétaire - Grèce

Variation du solde structurel en % du PIB potentiel et du PIB réel



Sources : RichesFlores Research, AMECO, Macrobond

Un effet boule de neige inévitable sur le taux d'endettement

Dans un tel cas de figure, et sous réserve que la dette parvienne à être stabilisée à son niveau de 317 milliards du premier trimestre 2015, le cheminement du ratio dette/PIB serait, toutes choses égales par ailleurs, le suivant :

- une remontée mécanique de 178 % du PIB à 202 % dès la première année,

- une augmentation aux environs de 212 % du PIB la deuxième année, au cours de laquelle l'excédent primaire imposé au pays devrait être de 2 % du PIB,

- une hausse additionnelle à 222 % du PIB la troisième année, au cours de laquelle l'excédent primaire est censé atteindre 3 % du PIB.

Si tout se passe comme promis, toutes choses égales par ailleurs, le taux d'endettement public de la Grèce devrait être en 2018 supérieur de 50 points de PIB à ce qu'il est aujourd'hui. La réponse par l'austérité au surendettement est donc à l'évidence un mauvais choix, si ce n'est le pire, compte-tenu de ce qu'elle peut signifier en termes sociaux et, au-delà, en termes politiques.

Le plan d'investissement, une réponse très largement insuffisante

Face au choc que représente l'accord passé, le plan d'investissement de 35 milliards promis par Juncker d'ici 2020 constitue, à ce stade, une compensation des plus aléatoires. À 7 milliards par an pendant cinq ans, soit 4 % du PIB actuel, la proposition de Juncker est, certes, loin d'être négligeable, du même ordre de grandeur que le montant des fonds structurels généralement accordés aux pays les moins développés ou en transition. L'Espagne a bénéficié par exemple de montants comparables jusqu'à l'élargissement de l'UE de 2004, tout comme la Grèce ces dernières années. Un tel programme d'investissement, s'il venait effectivement à se concrétiser, serait en mesure d'absorber une partie du choc issu des mesures de restriction aujourd'hui demandées, toute la question étant de savoir comment il sera mis en œuvre.

Car conformément au plan Juncker, tel que défini en début d'année pour l'ensemble de l'UE, les sommes réellement investies en Grèce par l'Union européenne ne seront pas de 35 milliards mais de quinze fois moins… soit à peine plus de 2 milliards dans le meilleur des cas. Il s'agit là d'une des critiques essentielles du plan Juncker dont le chiffrage global de 315 milliards sur la période 2015-2017 résulte de l'estimation des effets de levier à hauteur de 15 fois les sommes engagées escomptés de la création d'un fonds de garantie de… seulement 21 milliards (16 milliards en provenance de l'UE et 5 milliards de la BEI). Ce dispositif, à l'image du fonctionnement de BPI-France, a été mis en place pour faciliter le financement de l'investissement, non pour se substituer à ce dernier. Ses chances de fonctionnement dépendent donc dans une très large mesure 1- de l'existence de projets d'investissement, largement fonction des perspectives économiques et du contexte général 2- de la solvabilité des emprunteurs qui reposera donc exclusivement sur l'initiative privée dont on n'a pas de doute à imaginer qu'elle puisse être sérieusement bridée par la crise.

Il y a fort à parier dans de telles conditions que la Grèce aura beaucoup de difficultés à profiter d'un tel dispositif.

L'Europe a évité le pire, il lui faut maintenant bâtir, et vite, les conditions de la viabilité de ses choix

Le chemin restant à parcourir pour faire de l'accord du 13 juillet un compromis viable, tout en maintenant la Grèce dans la zone euro, reste donc considérable. C'est bien ce à quoi conclut le FMI dans son dernier rapport sur le nécessaire allègement de la dette. Il n'est pas besoin d'être grand clerc pour comprendre qu'en l'absence de mesures effectives pour soutenir la croissance et parer à l'urgence humanitaire et sociale du pays, il faudra probablement peu de temps pour que la situation tourne à la catastrophe.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com