

## Grèce : les modalités de l'"ajustement" économique

note [hussonet](#) n°87, 11 mars 2015

En 2014, la Grèce est à peu près à l'équilibre, avec un déficit commercial et un déficit public ramenés respectivement à 2,3 % et 1,6 % du PIB. On sait évidemment comment ce résultat a été obtenu : "grâce" à la récession qui a fait chuter les importations et "grâce" à la coupe des dépenses publiques. Certains s'en félicitent en proclamant : vous voyez que ça marche ! La palme revient sans doute à Patrick Artus pour qui « Il serait donc ridicule, par un changement brutal de politique économique, de renoncer aux effets positifs de la politique d'austérité, du moment que ses coûts ont déjà été supportés »<sup>1</sup>

Mais il n'est pas sans intérêt de voir comment « bouclait » l'économie grecque avant la crise. La question est ici de savoir comment étaient absorbés des « déficits jumeaux » structurels : déficit public et déficit commercial. Pour répondre à cette question, on utilise une égalité comptable fondamentale entre ces deux déficits et l'épargne nette du secteur privé (voir annexe 1) que l'on peut écrire sous la forme :

Besoin de financement public = entrées de capitaux + épargne privée

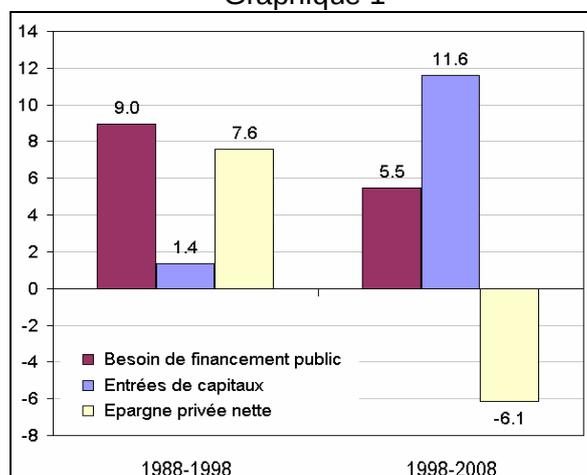
Autrement dit, le besoin de financement public (positif en cas de déficit public) est couvert par les entrées de capitaux (positives en cas de balance courant négative) et par l'épargne du secteur privé domestique (banques, entreprises, ménages).

### Avant la crise

Sur les deux dernières décennies précédant la crise, on peut distinguer nettement deux régimes (graphique 1) :

- Dans le premier régime (1988-1998), le besoin de financement public représentait en moyenne 9 % du PIB : il était couvert à hauteur de 7,6 % du PIB par l'épargne privée nette et pour 1,4 % du PIB par les entrées de capitaux venant couvrir le déficit courant.
- Le second régime (1998-2008) marque un véritable basculement : le besoin de financement public s'est un peu réduit et ne représente en moyenne que 5,5 % du PIB. Mais l'épargne privée nette est devenue négative, pour 6,1 % du PIB, ce qui conduit à une forte dégradation de la balance courante équivalant en moyenne à 11,6 % du PIB. L'économie grecque ne « boucle » au cours de cette période que par une entrée massive de capitaux.

Graphique 1



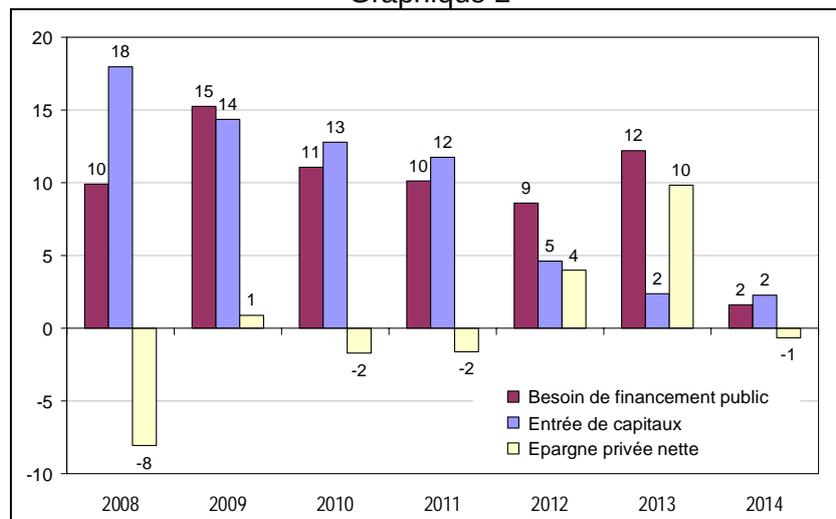
<sup>1</sup> Patrick Artus, « Quand l'austérité (...) commence à donner des résultats positifs, il est ridicule de changer de politique », [Flash Natixis n°157](#), 23 Février 2015.

## Depuis la crise

La période ouverte par la crise se traduit par trois mouvements qui convergent vers une résorption des trois soldes (graphique 2) :

- l'épargne privée encore négative en 2008 devient à peu près positive. En 2012 et 2013, les banques (qui font partie du secteur privé) récupèrent sous forme de transferts de la part de l'Etat une partie de la réduction de la dette publique liée au 'bailout' (Annexe 2).
- les entrées de capitaux se résorbent progressivement, en même temps que se réduit le déficit extérieur courant, grâce à la récession.
- le besoin de financement public se réduit lui aussi en raison de l'ajustement budgétaire.

Graphique 2



## Annexe 1

### Note technique sur les "trois soldes" d'une économie nationale

Dans l'étude d'une économie nationale, on est souvent amené à étudier le solde public et le solde de la balance courante vis-à-vis du reste du monde. Quand les deux sont négatifs, on parle de déficits jumeaux (*twin deficits*). Mais il existe un troisième solde qui correspond à l'épargne nette du secteur privé (entreprises et ménages).

Ces trois soldes sont reliés par une égalité comptable qui permet d'analyser la configuration propre à un pays ou à une période. Cette méthode a notamment été utilisée par Wynne Godley pour montrer le caractère non soutenable du modèle US<sup>2</sup>. On montre ci-dessous comment est établie cette égalité comptable qui s'écrit :

$$\text{Solde commercial} = \text{Epargne privée nette} + \text{Solde budgétaire}$$

Cette relation montre comment s'équilibrent les besoins et capacités de financement de trois agents économiques : le secteur privé, le secteur public et le reste du monde.

Son interprétation n'est pas forcément intuitive, dans la mesure où chacun de ces soldes peut être positif (excédent) ou négatif (déficit) et où un solde commercial négatif implique des entrées de capitaux qui servent à financer les deux autres soldes.

Prenons l'exemple de la Grèce en 2004. Son déficit courant est - en chiffres arrondis - de 20 milliards d'euros et le déficit public de 14 milliards d'euros. La relation permet d'en déduire l'épargne privée nette, selon :

$$-20 = \text{Epargne privée nette} - 14$$

Ce qui donne une épargne privée nette égale à -6 milliards d'euros. Cela signifie que les 20 milliards d'entrées de capitaux correspondant au solde commercial ont couvert un déficit public de 14 milliards et un besoin de financement du secteur privé de 6 milliards.

Chacun des trois soldes obéissent à des déterminations propres que l'on peut analyser selon des grilles théoriques différentes, mais en fin de compte l'égalité comptable tient, même si elle ne dit rien par elle-même des processus d'ajustement sous-jacents.

Reprenons l'exemple de la Grèce, cette fois pour l'année 2013. Les entrées de capitaux se sont raréfiées dans la mesure où le solde commercial n'est plus que de 4 milliards d'euros. Mais le solde budgétaire est resté à peu près le même, avec un déficit de 22 milliards d'euros. L'équilibre comptable a été obtenu par une épargne nette privée positive de 18 milliards d'euros.

#### Etablissement de la relation comptable

Le point de départ est une comptabilité nationale simplifiée. Elle comporte quatre « agents » ou « secteurs institutionnels » : les ménages, les entreprises, l'Etat et l'extérieur (le reste du monde). La première ligne du tableau d'ensemble ci-dessous décrit les diverses contributions des agents au PIB. Les trois lignes suivantes enregistrent les opérations qui relient ces agents : les salaires, les impôts, le financement. A gauche figurent les emplois, à droite les ressources. Chaque ligne est équilibrée : le total des emplois est égal au total des ressources. Cette comptabilité nationale est évidemment simplifiée, mais elle permet de décrire l'essentiel.

	Ménages	Entreprises	Etat	Extérieur
PIB	C	I	G	X
Salaires	SAL	SAL		M
Impôts	T		T	
Financement	S	END	D	B

<sup>2</sup> Wynne Godley « [Seven Unsustainable Processes](#). Medium-Term Prospects and Policies for the United States and the World », Levy Economics Institute, 2000.

**Les ménages** ne tirent leur revenu que des seuls salaires (SAL). Ils les utilisent pour consommer (C), pour payer des impôts (T) et il leur reste une épargne (S). Les emplois sont égaux aux ressources, et l'on a :  $SAL = C+T+S$

**Les entreprises** réalisent une valeur ajoutée (PIB) et complètent cette ressource par l'endettement (END). Du côté des emplois, ils versent des salaires aux ménages (SAL) et investissent (I). Donc :  $PIB+END = I+SAL$

**L'Etat** perçoit des impôts (T) et réalise des dépenses publiques (G). La différence entre les deux est le solde budgétaire (D) qui est positif ou négatif selon que T est supérieur ou inférieur à G. Donc :  $D = T-G$

Enfin, le compte de **l'extérieur** décrit les relations commerciales du pays, à savoir ses exportations (X) et ses importations (M), la différence représentant la balance commerciale (B), qui est positive en cas d'excédent commercial. Donc :  $B = X-M$

Comme ce cadre comptable est complètement équilibré, il en va de même pour la ligne baptisée « financement ». On obtient donc cette égalité comptable fondamentale :

$$(S-END)+D-B = 0$$

S-END représente l'épargne nette du secteur privé qui regroupe les ménages et les entreprises. On réduit donc le nombre d'agents à trois : le privé, l'Etat et le reste du monde. La relation peut donc se formuler ainsi :

$$\text{Epargne privée} + \text{Solde budgétaire} = \text{Solde commercial}$$

Rappelons que cette relation est comptable, ce qui veut dire qu'elle est toujours vérifiée. Autrement dit, la variation de l'un de ses termes est forcément compensée par une variation des deux autres. Cela ne dit rien des mécanismes d'ajustement qui garantissent sa réalisation. A priori, on ne peut pas dire par exemple que c'est le solde budgétaire qui s'adapte au solde commercial et à l'épargne privée.

## Annexe 2 Le mystère des « autres dépenses d'investissement » en 2012 et 2013

La Commission européenne définit le poste « autres dépenses d'investissement » comme la somme des transferts nets en capital et des acquisitions nettes d'actifs non financiers non produits<sup>3</sup>. Pour simplifier, il regroupe à titre principal les impôts sur le capital, les subventions d'investissement, les terrains, les brevets et les réserves naturelles.

Dans le compte des sociétés, ce poste est fortement négatif en 2012 et 2013 (respectivement -9,8 et -21,5 milliards d'euros, soit 31,3 milliards d'euros de dépenses en moins pour les sociétés. Si l'on examine le même poste du budget public, on trouve pour les mêmes années une dépense positive pour l'Etat (respectivement 9,3 et 24,1 milliards d'euros).

Le graphique 3 permet de constater qu'il s'agit d'opérations exceptionnelles. Il y a donc eu sur ces deux années un transfert d'environ 30 milliards d'euros de l'Etat vers les sociétés, en l'occurrence vers

<sup>3</sup> Other capital expenditure, net, is defined as:

Capital transfers (D.9), payable - Capital transfers (D.9), receivable + Acquisitions less disposals of non-financial non-produced assets (K.2).

Capital transfers cover capital taxes (D.91), investment grants (D.92), and other capital transfers (D.99).

Non-financial non-produced assets (K.2) consist of land and other tangible non-produced assets that may be used in the production of goods and services, and intangible non-produced assets.

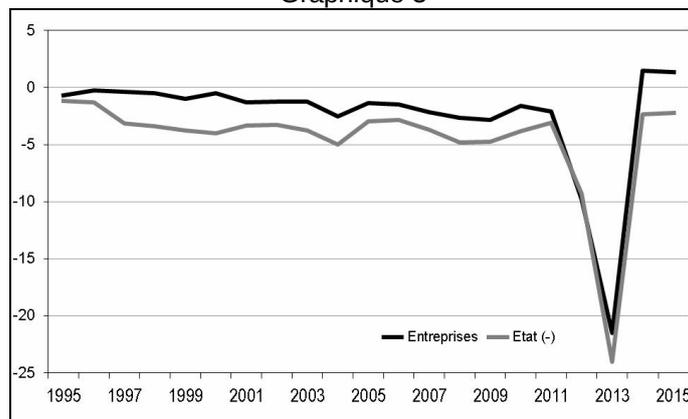
Acquisitions and disposals of other tangible nonproduced

assets cover subsoil assets (coal, oil and natural gas reserves, metallic as well as non-metallic mineral reserves), non-cultivated biological resources and water resources.

Examples for intangible non-financial non-produced assets are patents, leases, other transferable contracts, and purchased goodwill.

les banques. Evidemment ce transfert implique un manque à gagner équivalent pour les finances publiques du déficit public qui a été de 39 milliards sur ces deux années.

Graphique 3



En milliards d'euros. Source : Ameco.

C'est considérable : près de 10 % de la dette publique à la fin de 2014 correspond à ce transfert. Il correspond évidemment au '*bailout*' de la dette grecque que l'on peut évaluer en net à un peu plus de 50 milliards d'euros. Sans ce transfert aux banques, la dette publique aurait baissé de 80 milliards d'euros. Autrement dit, plus d'un tiers du '*bailout*' a été transféré aux sociétés.