

## DES SIGNAUX CONTRASTÉS

Sur le plan économique, le pays a fait preuve de résistance, avec une reprise d'activité jusqu'au T1 2021 comparativement plus rapide que dans la plupart des autres pays de la zone euro. Le rebond, très significatif, des exportations (biens) en est le principal moteur. La propagation du variant Delta en Europe constitue un risque pour l'activité touristique, dont le redémarrage est crucial pour soutenir la croissance et l'emploi dans les mois à venir. En effet, la dynamique sur le marché du travail reste fragile. Le taux de chômage est remonté au T1 (16,3%), tandis que le nombre de travailleurs inactifs a bondi, en partie sous l'effet de la hausse du nombre de travailleurs au chômage partiel. Créer de l'emploi et réduire le taux de chômage reste le défi majeur du pays, qui devrait continuer néanmoins à bénéficier dans le court et moyen terme de conditions de financement favorables, grâce notamment à l'appui de la BCE.

Avec un écart de PIB réel à combler de 2,3% à la fin du premier trimestre 2021 par rapport au T4 2019, l'économie grecque s'est redressée comparativement plus rapidement que la plupart des autres pays de la zone euro. En effet, l'écart à combler au sein de l'union monétaire est deux fois supérieur (4,7%). Tandis que certaines composantes de la demande (consommation privée et investissement) sont restées fragiles, les exportations de biens ont bondi vigoureusement et n'ont, au final, que très faiblement souffert de la crise du coronavirus. Après une chute au T2 2020, somme toute modeste (-3,3% t/t) au vu du contexte économique mondial à cette période, les exportations de biens en volume ont progressé par la suite de près de 12%. Elles ont désormais très largement dépassé leur niveau précédant l'arrivée de la pandémie. Les importations ont chuté beaucoup plus fortement durant la pandémie et accusent toujours un retard important. Les exportations nettes ont, par conséquent, contribué de façon très positive à la croissance du PIB grec.

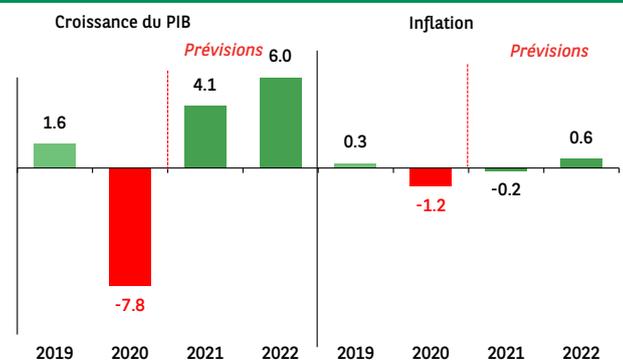
L'ampleur de la reprise dans le secteur touristique – qui représente près de 20% du PIB national – sera désormais le facteur essentiel de stimulation de la croissance et de l'emploi dans les mois à venir. En effet, le marché du travail s'est affaibli au T1. Le taux de chômage s'est accentué, atteignant 16,3%, et le nombre d'inactifs a enregistré un bond spectaculaire. Une bonne partie de cette hausse résulte de l'augmentation du nombre de travailleurs placés en chômage partiel au début de cette année en réponse à la résurgence de l'épidémie de Covid-19. Même si nombre de ces travailleurs devraient retrouver un emploi, l'ampleur de cette reprise reste incertaine et devra être suivie de près dans les mois à venir.

## LA FAIBLE INFLATION LIMITE LA REMONTÉE DES TAUX SOUVERAINS

Dans le contexte général de remontée des taux souverains observée au cours des derniers mois, la Grèce fait office d'exception. Les taux d'intérêt sur les obligations souveraines grecques, et le spread avec le Bund allemand notamment, ont continué de fléchir au premier semestre. Contrairement à la plupart des autres pays européens, l'inflation en Grèce est en effet restée très limitée, s'inscrivant à 0,13% en mai 2021, ce qui a permis de limiter les pressions à la hausse sur les taux souverains, notamment les taux à 10 ans qui ont touché un nouveau point bas en juin (0,97% le 11 juin 2021).

À moyen terme, l'appui de la Banque centrale européenne devrait permettre de maintenir bas les taux d'intérêt souverains et le coût du remboursement de la dette. Une clause dérogatoire contenue dans le programme d'urgence pour la pandémie – le *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP) – autorise notamment la BCE à acheter des

## CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

titres de dette publique grecs, une opération qui est exclue du programme de rachat d'actifs traditionnel (*Public Sector Purchasing Program*) en place depuis 2015. Les prêts non performants (ou NPL) ont, quant à eux, poursuivi leur déclin malgré la pandémie, pour s'établir à 27,0% de l'encours des prêts des banques grecques à la fin 2020 (source : FMI).

La Grèce, dont le plan de relance national a été approuvé à la mi-juin par la Commission européenne, a par ailleurs vu les subventions allouées par le fonds de relance européen (*Recovery and Resilience Facility*) réhaussées sensiblement pour 2021, passant de EUR 4 mds à 7,5 mds d'euros. Au total, le plan de relance national s'élèvera à EUR 31,2 mds (18,1% du PIB en 2019) et sera réparti entre subventions (EUR 18,4 mds) et prêts (EUR 12,7 mds).

Achevé de rédiger le 28 juin 2021

Guillaume Derrien

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)