

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 avril 2010 – N° 185

Crise de liquidité ou crise de solvabilité dans les pays de la zone euro : une distinction très importante

Comme c'est le cas pour les interventions du FMI en faveur des pays en difficulté, la nature des interventions européennes en faveur des pays de la zone euro en difficulté doit crucialement dépendre de la nature des difficultés éprouvées : crise de liquidité ou crise de solvabilité ?

- une crise de liquidité est une situation où le pays ne peut plus momentanément se financer à des conditions raisonnables, alors que sa solvabilité intertemporelle et celle de ses finances publiques reste assurée. Nous pensons que c'est le cas aujourd'hui de la Grèce. Il est alors efficace et légitime de prêter à ce pays les sommes qu'il ne peut plus emprunter sur les marchés financiers et qu'il pourra rembourser plus tard.*
- une crise de solvabilité est une situation où un pays est dans une situation économique structurelle telle que sa solvabilité extérieure ou sa solvabilité budgétaire ne sont plus assurées ; si ceci vient d'une faiblesse durable de son économie, il est inutile de lui prêter, car il ne sera pas davantage solvable dans le futur. Il faut l'encourager à mener des politiques structurelles qui redressent sa situation économique. Nous pensons que c'est le cas de l'Espagne.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

Crise de liquidité

Si un pays subit une crise de liquidité, il est utile et efficace de lui prêter pour éviter un défaut ou une crise économique grave due à cette crise de liquidité.

Le pays restant en effet solvable, il pourra plus tard rembourser les prêts qu'il reçoit. **La crise de liquidité est une situation où le pays ne peut plus emprunter, temporairement, sur les marchés financiers**, où la hausse induite des taux d'intérêt menace sa stabilité économique, et où l'impossibilité de se refinancer peut conduire à un défaut. Les prêts qu'il reçoit permettent alors qu'il soit confronté à des taux d'intérêt normaux et qu'il obtienne les financements nécessaires.

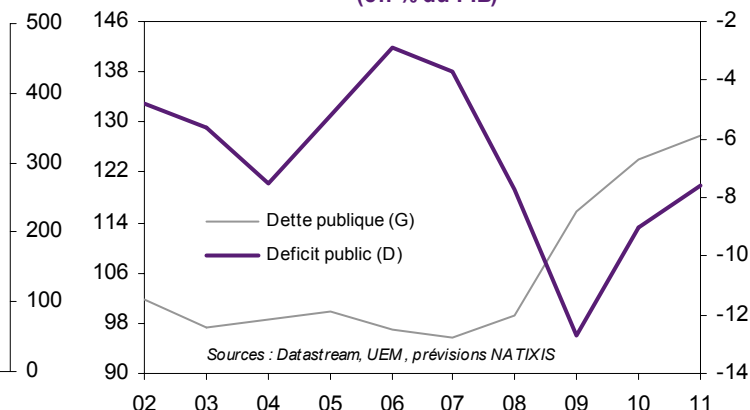
Nous pensons que ceci caractérise bien la situation présente de la Grèce

La crise de liquidité est révélée par la hausse brutale des taux d'intérêt sur la dette grecque (**graphique 1**), qui survient lorsqu'est annoncée la vraie taille du déficit public de la Grèce (**graphique 2**).

Graphique 1
Grèce : Taux d'intérêt à 10 ans et spread de taux à 10 ans par rapport à l'Allemagne



Graphique 2
Grèce : Dette publique et déficit public (en % du PIB)



La hausse des taux d'intérêt menace évidemment l'économie du pays, et le risque de ne pas pouvoir refinancer la dette publique (**tableau 1**) fait courir une menace de défaut, d'où des conséquences graves pour les détenteurs de la dette grecque (**tableau 2**).

Tableau 1
Grèce : remboursements de la dette publique (Mds d'€)

| | Grèce - Emissions de Tbilis | | |
|------------|-----------------------------|---------|------------------|
| | Emissions | Tombées | Emissions nettes |
| 01/01/2009 | 3,2 | 0,1 | 3,0 |
| 01/02/2009 | - | - | - |
| 01/03/2009 | - | 0,3 | -0,3 |
| 01/04/2009 | 3,7 | 1,4 | 2,3 |
| 01/05/2009 | - | - | - |
| 01/06/2009 | - | 0,1 | -0,1 |
| 01/07/2009 | 4,6 | 2,7 | 2,0 |
| 01/08/2009 | - | - | - |
| 01/09/2009 | - | 0,1 | -0,1 |
| 01/10/2009 | 5,0 | 3,5 | 1,5 |
| 01/11/2009 | - | - | - |
| 01/12/2009 | - | - | - |
| 01/01/2010 | 3,7 | 4,3 | -0,6 |
| 01/02/2010 | - | - | - |
| 01/03/2010 | - | - | - |
| 01/04/2010 | 3,1 | 3,9 | -0,7 |
| 01/05/2010 | - | - | - |
| 01/06/2010 | - | - | - |
| 01/07/2010 | - | 4,5 | - |
| 01/08/2010 | - | - | - |
| 01/09/2010 | - | - | - |
| 01/10/2010 | - | 2,1 | - |
| 01/11/2010 | - | - | - |
| 01/12/2010 | - | - | - |

| Grèce - Emissions de GGB | | | |
|--------------------------|-----------|---------|----------------|
| | Emissions | Coupons | Remboursements |
| 01/01/2009 | 10,5 | 0,7 | 6,8 |
| 01/02/2009 | 7,0 | - | - |
| 01/03/2009 | 14,5 | 0,8 | - |
| 01/04/2009 | 7,5 | 0,6 | 9,3 |
| 01/05/2009 | - | 2,2 | - |
| 01/06/2009 | 8,0 | 0,3 | 8,1 |
| 01/07/2009 | - | 2,7 | - |
| 01/08/2009 | - | 0,8 | - |
| 01/09/2009 | - | 0,8 | - |
| 01/10/2009 | - | 1,0 | - |
| 01/11/2009 | 7,0 | - | - |
| 01/12/2009 | - | - | - |
| 01/01/2010 | 8,0 | 0,3 | - |
| 01/02/2010 | - | - | - |
| 01/03/2010 | 10,4 | 1,4 | - |
| 01/04/2010 | - | 0,3 | 8,2 |
| 01/05/2010 | - | 2,2 | 8,4 |
| 01/06/2010 | - | - | - |
| 01/07/2010 | - | 2,4 | - |
| 01/08/2010 | - | 1,5 | - |
| 01/09/2010 | - | 0,8 | 0,2 |
| 01/10/2010 | - | 1,0 | - |
| 01/11/2010 | - | - | - |
| 01/12/2010 | - | - | - |

Source : NATIXIS

Tableau 2 :
Détention de la dette Grecque

| Pays/Région | en % |
|------------------------------|------|
| Etats-Unis | 3 |
| Asie | 2 |
| Espagne/Portugal | 1 |
| Grèce | 29 |
| Royaume-Uni/Irlande | 23 |
| France | 11 |
| Allemagne/Suisse et Autriche | 9 |
| Italie | 6 |
| Benelux | 6 |
| Autres | 6 |
| Scandinavie | 3 |

| Détenteur | en % |
|----------------------------------|------|
| Banque Centrale/Etats | 5 |
| Hedge Funds | 5 |
| Asset Management Gérants d'actif | 10 |
| Assurance/ Fonds de Pension | 14 |
| Fund Managers Gérants de Fonds | 19 |
| Banques | 45 |
| Autres | 4 |

Source: Public Debt Management Agency

La Grèce a aussi un déficit extérieur très important (**graphique 3**), mais il était présent depuis longtemps.

Nous ne pensons cependant pas que la Grèce est confrontée à un problème de solvabilité de moyen terme.

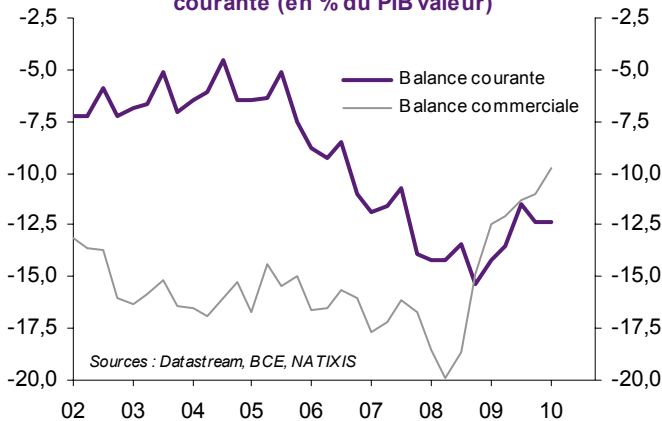
La croissance potentielle en valeur de la Grèce est forte (graphiques 4 a/4 b), de l'ordre de 7% par an.

Le déficit public maximum pour que la solvabilité budgétaire intertemporelle soit assurée est donc de 8 % du PIB, ce qui est un niveau assez facile à retrouver.

Même avec le déficit extérieur important, la dette extérieure de la Grèce (graphique 5) peut augmenter de 7 % par an sans compromettre la solvabilité extérieure, ce qui correspond à un déficit extérieur énorme, de 10 % du PIB.

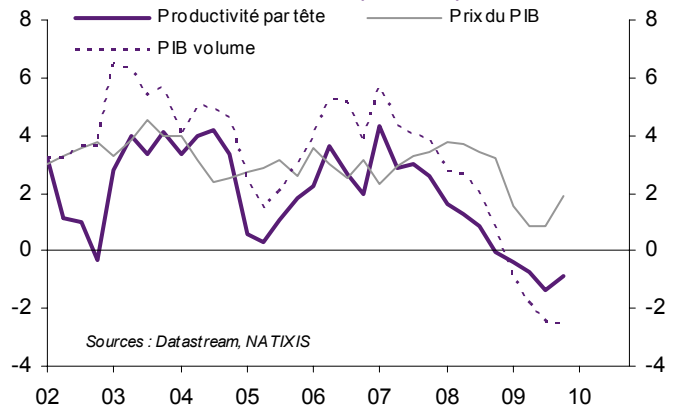
Graphique 3

Grèce : Balance commerciale et balance courante (en % du PIB valeur)



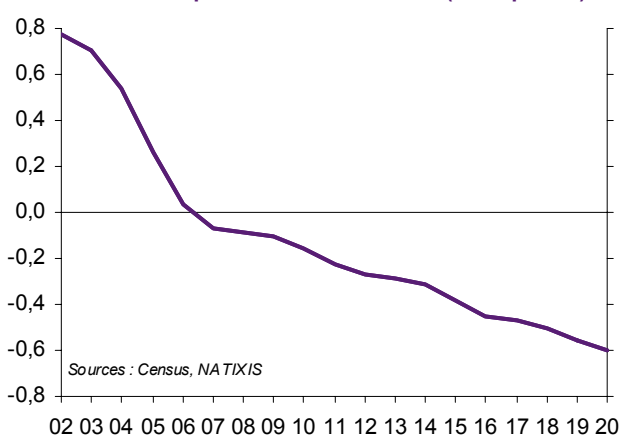
Graphique 4 a

Grèce : Productivité par tête, prix du PIB et PIB volume (GA en %)



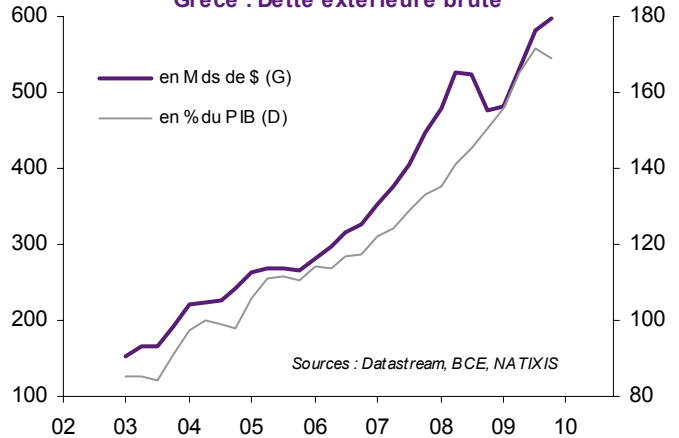
Graphique 4 b

Grèce : Population de 20 à 60 ans (en % par an)



Graphique 5

Grèce : Dette extérieure brute



Nous pensons donc que la Grèce souffre d'une crise de liquidité et non durablement de solvabilité (budgétaire ou extérieure) et que les propositions européennes (prêts bilatéraux) ou sinon l'aide du FMI ont donc du sens.

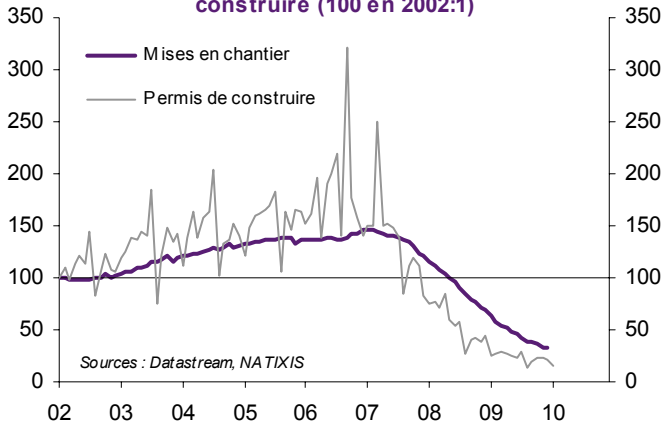
Crise de solvabilité

Une crise de solvabilité est une situation où une détérioration structurelle durable de l'économie d'un pays le rend incapable d'assurer le service de sa dette publique ou de sa dette extérieure.

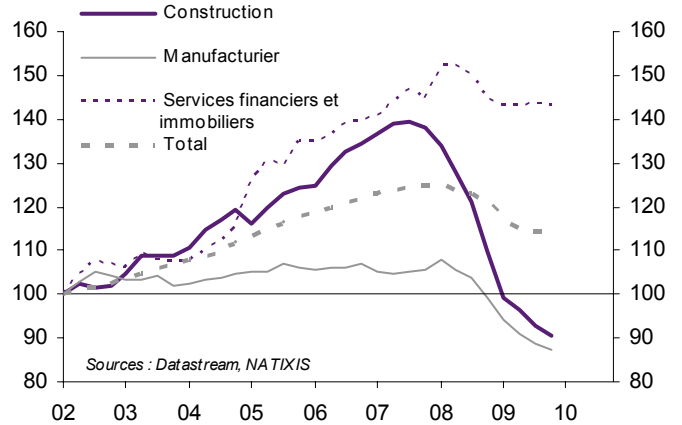
Il peut s'agir d'une situation de **croissance faible durablement**, qui rend impossible la réduction du déficit public au niveau qui assurerait la solvabilité budgétaire. Il peut s'agir aussi d'une situation de **surévaluation réelle du taux de change** qui rend impossible la réduction du déficit extérieur au niveau qui assurerait la solvabilité externe.

Nous pensons que l'Espagne est dans cette situation de crise de solvabilité. L'effondrement de l'activité de construction (graphique 6 a) provoque une chute massive de l'emploi dans la construction, dans l'industrie (biens intermédiaires pour la construction), dans les services financiers et immobiliers (graphique 6 b).

Graphique 6 a
Espagne : Mises en chantier et permis de construire (100 en 2002:1)

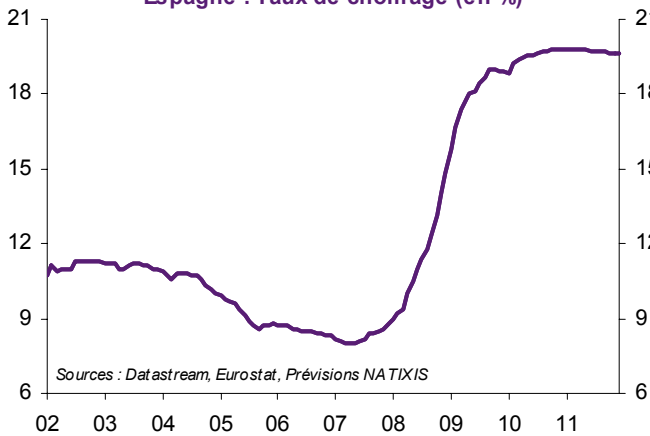


Graphique 6 b
Espagne : Emploi dans ... (100 en 2002 : 1)

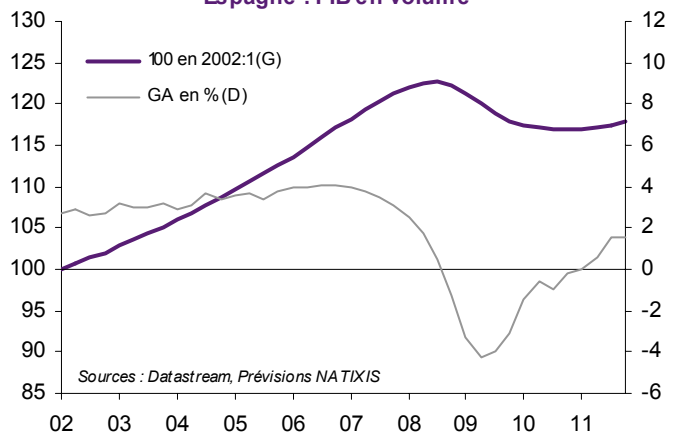


L'effondrement de l'industrie majeure du pays conduit à l'explosion du chômage (graphique 7 a) et à la chute de l'activité (graphique 7 b), à l'explosion aussi des déficits publics (graphique 7 c).

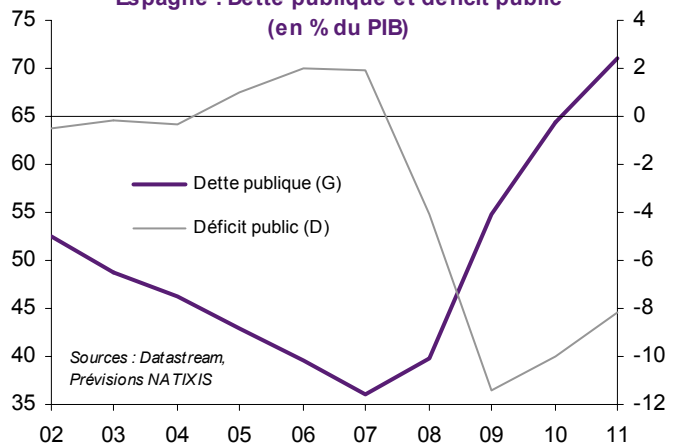
Graphique 7 a
Espagne : Taux de chômage (en %)



Graphique 7 b
Espagne : PIB en volume

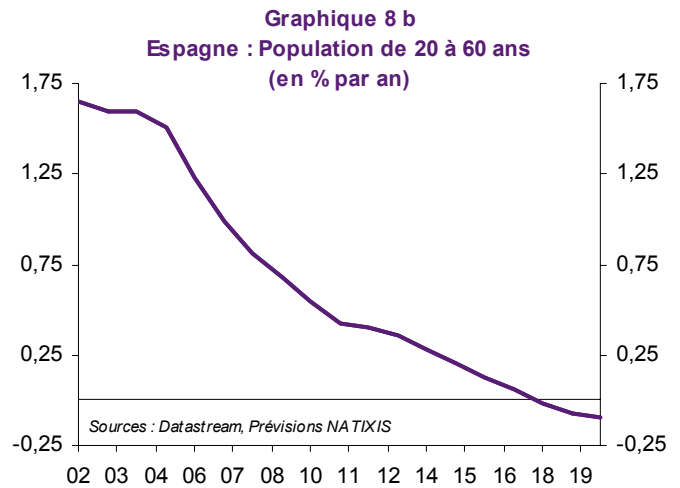
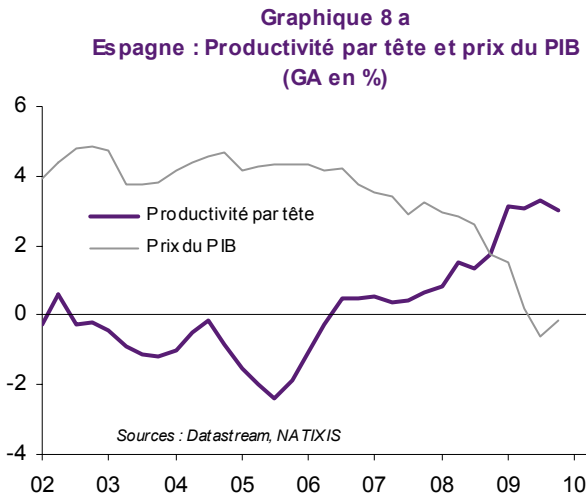


Graphique 7 c
Espagne : Dette publique et déficit public (en % du PIB)



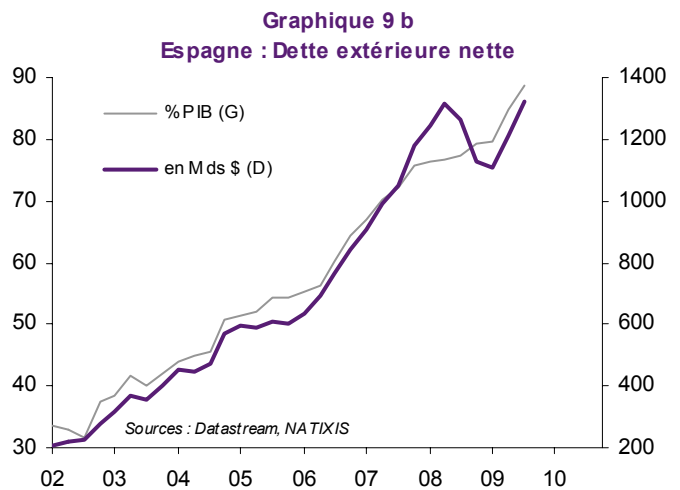
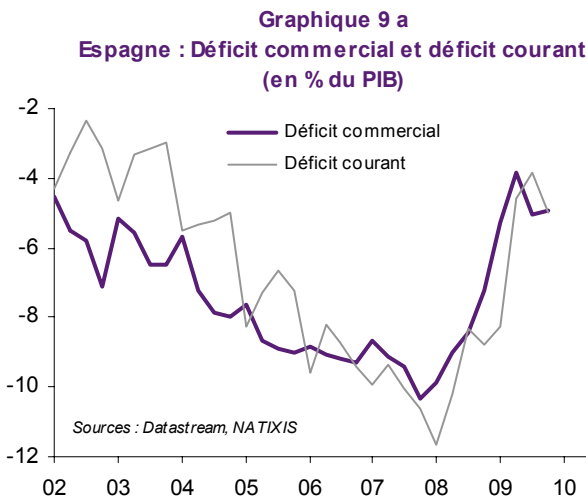
Quelle est la croissance potentielle en valeur de l'Espagne après la crise ?

Elle est d'environ 3 à 3,5 % par an (graphiques 8 a/b), ce qui implique que le déficit public qui stabilise le taux d'endettement public est de l'ordre de 2 % du PIB.



Compte tenu des perspectives de croissance, il ne paraît pas possible que le déficit public soit ramené à ce niveau.

La situation extérieure de l'Espagne (graphiques 9 a/b) est aussi inquiétante.



Si la croissance en valeur devient durablement très faible (autour de 3 %), la dette extérieure rapportée au PIB continue à augmenter dès que le déficit extérieur est supérieur à 2,7% du PIB (3 % X 90 %, le niveau de la dette extérieure rapportée au PIB), alors qu'il est encore de 5 % du PIB (graphique 9 a).

Nous pensons que l'Espagne présente, après la crise, toutes les caractéristiques d'une crise de solvabilité : dérive impossible à empêcher du taux d'endettement public et du taux d'endettement extérieur.

Il ne servirait donc à rien de prêter à l'Espagne, car elle ne pourrait pas rembourser plus facilement dans le futur, sauf s'il se greffait une crise de liquidité à la crise de solvabilité.

Synthèse : que faire en cas de crise de solvabilité dans la zone euro ?

En cas de crise de liquidité, la solution normale est des prêts au pays en difficulté, sur le modèle des prêts du FMI.

En cas de crise de solvabilité, ces prêts ne résoudraient rien puisque le problème est une situation économique structurellement dégradée.

La solution est alors que les autres pays de la zone euro :

- incitent le pays en difficulté à mener les bonnes réformes structurelles (accroissement de l'effort d'innovation, développement de nouvelles industries) ;
- lui donnent le temps nécessaire pour qu'il mène ces réformes structurelles par exemple en n'exigeant pas une réduction trop rapide des déficits publics.