

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

24 mars 2011 – N° 218

Quelle est maintenant l'issue la plus probable de la crise des dettes publiques dans la zone euro ?

Nous exposons la chronique la plus probable, pour nous, du déroulement dans le futur de la crise des dettes souveraines de la zone euro :

- *les pays en difficulté seront soutenus très longtemps à des taux d'intérêt assez faibles par les prêteurs publics européens ;*
- *les prêteurs privés ne revendront jamais leurs titres publics avant l'échéance avec une perte, ils seront totalement remboursés à l'échéance ;*
- *à terme, toute la dette des pays en difficulté sera portée par les prêteurs publics, qui subiront seuls le coût d'un éventuel défaut ;*
- *le fait que les taux d'intérêt des prêts soient assez bas contribue évidemment à éviter un défaut, mais le risque, qui ferait exploser le montage, serait qu'un grand pays ou un pays du cœur soit en difficulté.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Notre vue de la séquence des évènements futurs

En mars 2011, les chefs d'Etat européens ont accepté que le mécanisme de soutien aux pays en difficulté (EFSF puis ESM) puisse prêter des montants très importants (jusqu'à 500 Mds d'euros) sur des périodes longues ; les prêts faits à la Grèce ont été allongés et leur taux d'intérêt ramené à 4,2 %.

Les conditions mises à l'octroi du soutien dans le futur (réduction des déficits publics, amélioration de la compétitivité...) restent assez vagues, même si l'échec de la négociation avec l'Irlande sur la baisse du taux d'intérêt des prêts, lié au refus de l'Irlande d'accroître le taux d'impôt sur les sociétés (12,5 %) montre qu'une coordination minimale des politiques économiques sera demandée.

Au total, on a le sentiment que le processus le plus probable est maintenant le suivant :

- longue période pendant laquelle le besoin de financement des pays en difficulté est satisfait par les prêteurs publics (EFSF...) ;
- pendant cette période de temps, les prêteurs privés sont remboursés et ne subissent pas de perte. On lit parfois que les pays vont se financer auprès de l'EFSF à taux d'intérêt bas et racheter leur dette ancienne à un prix décoté sur les marchés avec ces ressources, ce qui serait une restructuration déguisée des dettes. Mais ceci ne se produira pas : les prêteurs privés ne vont jamais vendre leurs portefeuilles de dette publique des pays périphériques à un prix réduit alors qu'ils peuvent être entièrement remboursés en attendant l'échéance des titres ;
- il n'y aura donc pas de perte pour les prêteurs privés et dans 10 ans la quasi-totalité des dettes publiques des pays périphériques sera détenue par les prêteurs publics (EFSF...), qui auront prêté à des taux faibles ;
- ceci correspond bien à la mise en place d'une double forme de fédéralisme :
 - subventionnement des pays en difficulté par des taux d'intérêt beaucoup plus bas que ceux qu'exigeraient les marchés financiers ;
 - dans certains cas, prise en charge du défaut (partiel) de ces pays, qui pourrait être inévitable malgré les taux d'intérêt plus bas dont ils bénéficient ;
- si les défauts peuvent être évités par les taux d'intérêt plus bas consentis aux pays par les prêteurs publics, la perte pour les pays du cœur de la zone euro est une perte d'opportunité : ils auraient pu prêter plus cher, mais pas une vraie perte, puisque les émetteurs publics (EFSF) se financent à des taux d'intérêt très bas avec un rating AAA ;
- le risque à ce montage est donc double :
 - que malgré tout, les défauts ne puissent pas être évités à long terme ;
 - que, de grands pays (Espagne...) étant à leur tour en difficulté, les prêteurs publics ne puissent plus se financer facilement.

En effet, si les besoins de prêts deviennent considérables, le « hors bilan » des pays du cœur de la zone euro deviendrait trop important.

Soutien public pendant une longue période de temps

Les chefs d'Etat européens ont accepté **d'accroître les moyens du fonds de soutien aux pays en difficulté** (jusqu'à 500 Mds d'euros) **et d'allonger la durée des prêts, tout en baissant les taux d'intérêt comme on l'a vu pour la Grèce (Encadré 1).**

Encadré 1 Description du programme d'aide à la Grèce

Les pays de l'Union européenne ont adopté un plan d'aide à la Grèce conjointement avec le FMI pour un montant total de 110 milliards d'euros et pour une durée de trois ans (de mai 2010 à juin 2013).

Le programme de soutien est conditionné à la mise en œuvre d'un plan d'austérité destiné à restaurer la viabilité des finances publiques grecques à l'horizon 2013 (**tableau 1**), rehausser la compétitivité et préserver la stabilité du système financier (10 milliards seront consacré à un plan de stabilisation du système financier).

Tableau 1: Finances publiques grecques

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Public balance	-9,6	-7,5	-6,5	-4,8	-2,6	-2,1	-2,1
Mesures de consolidation	5,8	2,1	1,0	1,7	2,2	0,5	0,0
Dette publique	143	153	159	158	154	151	147

Sources: FMI, Greece third review under stand-by arrangement (Mars 2011n°11/68)

Le FMI apporte un financement de 30 milliards d'euros (dont 10 milliards dès 2010) sous la forme d'un accord de confirmation. Le montant de l'aide du FMI est équivalent à 3200% de la quote-part de la Grèce dans le Fonds.

L'aide de l'Union européenne prend la forme de prêts bilatéraux de la part des pays de la zone euro en fonction de leur participation au capital de la BCE. La Commission européenne assurera la gestion et le suivi des prêts pour le compte des Etats membres. Pour la Grèce, l'aide européenne prendra la forme d'un prêt unique géré par la Commission européenne avec des décaissements trimestriels

Initialement, en mai 2010, les taux d'intérêt étaient indexés sur l'Euribor 3 mois avec une marge de 300pb pour les échéances inférieures à 3 ans et 400pb au delà. A cela s'ajoute une commission fixe de 50pb. Depuis mars 2011, les conditions de prêts ont été révisées. La marge a été réduite de 100pb et la durée des prêts a été allongée à 7 ans et demi au lieu de 5 ans un quart.

Cette restructuration des prêts européens n'a pas encore eu lieu pour **l'Irlande (Encadré 2)** en raison du désaccord sur la politique de taxation des profits entreprises. On sait que le **Portugal** pour l'instant refuse de recourir à ces financements publics.

Encadré 2 Description du programme d'aide à l'Irlande

Décomposition de l'aide de 85Mds €

- **35 Mds € destinés à assainir le système bancaire irlandais**, dont 10 Mds € consacrés à une recapitalisation immédiate et 25 Mds € conservés dans un fonds de réserve. D'autre part, les banques domestiques bénéficieront d'une recapitalisation immédiate, élevant ainsi leur ratio de Core Tier one à 12%. Concernant les actifs détenus par les banques irlandaises, de nouvelles tranches de loans seront transférées de Bank Of Ireland et Allied Irish Bank vers la NAMA d'ici à fin 2011 ;
- **50 Mds € destinés à couvrir les besoins budgétaires de l'Etat irlandais**, dont le déficit devrait atteindre 32,3% du PIB cette année. L'attribution de cette aide suppose la mise en place d'une consolidation budgétaire et de réformes structurelles.

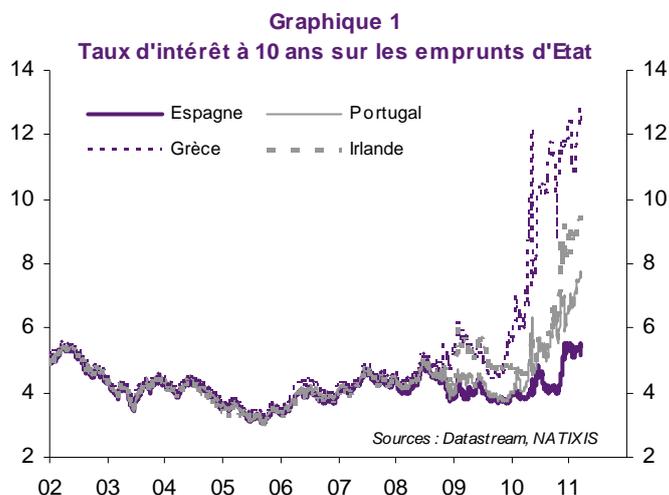
Conditions de financement

Le taux d'intérêt sera variable en fonction de la durée et les conditions de marché, avec un taux moyen qui devrait atteindre environ **5,8%** par an.

Financement du plan de sauvetage

- **22,5Mds€** provenant du **FMI** ;
- **45Mds€** provenant de **l'Europe** (dont 22,5 Mds € du **EFSM** et 22,5 Mds € du **EFSS**, dont des prêts bilatéraux de la Grande Bretagne, la Suède et du Danemark) ;
- **17,5Mds€** provenant de **l'Irlande** (dont 12,5 Mds € en provenance de son fonds de retraite national et 5Mds€ des réserves de liquidités du pays).

Mais on voit bien la stratégie menée : financer les pays en difficulté pendant une longue période de temps à des taux d'intérêt beaucoup plus bas que les taux d'intérêt de marché (graphique 1).



Ceci donne en principe le temps à ces pays de réduire leur déficit public (tableau 1).

Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (en % du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Espagne	1,9	- 4,2	- 11,2	- 9,3	- 6,0	- 4,4	- 3,0	-	-	-
Portugal	- 2,8	- 2,8	- 9,3	- 7,3	- 4,5	- 3,6	- 2,5	-	-	-
Grèce	- 5,1	- 7,7	- 13,6	- 8,7	- 5,3	- 2,8	- 2,0	-	-	-
Irlande	0,0	- 7,3	- 14,3	- 11,6	- 10,0	- 7,2	- 4,9	- 2,9	-	-

Sources : Eurostat, sources nationales, NATIXIS

Absence de perte pour les prêteurs privés

Si les pays sont aidés pendant une longue période de temps, l'essentiel des dettes publiques présentes aujourd'hui auront été remboursées (tableaux 2 a – b).

Tableau 2 a
Echéanciers des tombées de remboursements

Grèce	Maturité	Notionnel (en Mds d'euros)	Grèce	Maturité	Notionnel (en Mds d'euros)
EC249774 Corp	19/05/2010	8,09	EH716219 Corp	20/02/2013	5,82
EC320063 Corp	31/05/2010	0,36	EC814966 Corp	20/05/2013	7,98
EC452732 Corp	29/09/2010	0,18	CP507291 Corp	20/05/2013	2,50
EC877246 Corp	11/01/2011	0,02	ED767404 Corp	03/07/2013	0,41
EH183595 Corp	20/03/2011	8,81	EH264771 Corp	20/08/2013	5,85
EC452734 Corp	30/03/2011	0,18	EF841909 Corp	30/09/2013	0,30
ED387351 Corp	05/04/2011	1,00	EC085501 Corp	11/01/2014	4,60
EC340113 Corp	18/05/2011	6,46	ED282395 Corp	20/05/2014	8,52
EC452740 Corp	31/05/2011	0,42	EH832081 Corp	21/05/2014	3,69
EF429793 Corp	20/08/2011	6,00	ED774028 Corp	01/07/2014	0,42
EH678529 Corp	19/12/2011	1,17	EH930761 Corp	23/07/2014	0,08
EC877262 Corp	11/01/2012	0,02	EH938006 Corp	10/08/2014	1,50
EH720014 Corp	20/03/2012	14,50	EH697850 Corp	20/08/2014	12,5
EC560207 Corp	15/05/2012	0,45	EI087735 Corp	04/02/2015	2,02
EC504543 Corp	18/05/2012	8,06	ED819750 Corp	20/07/2015	9,58
ED352672 Corp	20/06/2012	0,41	EI127293 Corp	20/08/2015	8,00
EG221025 Corp	20/08/2012	7,84	EF321049 Corp	10/11/2015	0,37

Grèce	Maturité	Notionnel (en Mds d'euros)
EC939194 Corp	08/04/2016	0,40
EH294205 Corp	11/04/2016	5,60
EF239324 Corp	20/07/2016	7,55
ED873403 Corp	04/04/2017	4,99
EI204577 Corp	20/04/2017	5,00
EG103626 Corp	20/07/2017	10,84
EF520448 Corp	05/07/2018	2,10
EH351858 Corp	20/07/2018	7,73
EC101144 Corp	11/03/2019	0,30
EH746534 Corp	19/07/2019	15,50
EC214436 Corp	22/10/2019	8,02
EI178084 Corp	19/06/2020	5,00
EC555270 Corp	22/10/2022	8,93
EG471714 Corp	20/03/2024	10,46
EC939194 Corp	08/04/2016	0,40
EH294205 Corp	11/04/2016	5,60
EF239324 Corp	20/07/2016	7,55

Source : Bloomberg

Grèce	Maturité	Notionnel (en Mds d'euros)
EC907139 Corp	25/07/2025	7,20
EI036090 Corp	20/03/2026	7,00
EC261675 Corp	14/04/2028	0,20
EG334211 Corp	25/07/2030	7,50
ED495774 Corp	10/05/2034	1,00
ED448927 Corp	17/07/2034	1,00
ED840657 Corp	20/09/2037	9,00
EG149109 Corp	20/09/2040	7,92
EG235555 Corp	25/07/2057	1,60

Tableau 2 b
Echéanciers des remboursements (tombées)

Portugal	Maturité	Notionnel (en Mds d'euros)
EC215329 Corp	20/05/2010	5,63
EF166551 Corp	15/04/2011	4,97
EC357159 Corp	15/06/2011	4,96
EC519124 Corp	15/06/2012	7,64
CP507407 Corp	23/09/2013	7,16
ED197291 Corp	16/06/2014	6,00
EH845969 Corp	15/10/2014	5,32
EF011340 Corp	15/10/2015	7,64
EF556577 Corp	15/10/2016	5,00
EG398877 Corp	16/10/2017	6,08
EH231674 Corp	15/06/2018	6,27
EH736699 Corp	14/06/2019	6,86
EI147082 Corp	15/06/2020	4,20
ED822615 Corp	15/04/2021	7,08
EH396864 Corp	25/10/2023	6,53
EF328813 Corp	15/04/2037	6,97
EC215329 Corp	20/05/2010	5,63

Source : Bloomberg

Irlande	Maturité	Notionnel (en Mds d'euros)
GG705449 Corp	01/10/2010	0,01
EH614778 Corp	11/11/2011	4,39
EH738392 Corp	05/03/2012	5,55
GG705455 Corp	30/09/2012	0,03
EC512686 Corp	18/04/2013	6,03
EH681242 Corp	15/01/2014	11,86
GG720188 Corp	18/08/2015	0,01
EC134407 Corp	18/04/2016	10,17
EG939161 Corp	18/10/2018	9,26
EH303294 Corp	18/06/2019	7,70
EH878952 Corp	18/10/2019	6,77
ED296932 Corp	18/04/2020	11,85
EI111266 Corp	18/10/2020	7,71
EI002523 Corp	13/03/2025	8,28

Au-delà de 2021, il ne reste que 62 Mds d'euros à rembourser à la Grèce, 20 Mds d'euros au Portugal et 8 Mds d'euros à l'Irlande.

Certains suggèrent que l'accord de mars 2011 est en fait un défaut partiel caché des pays concernés : ils se financeraient à un taux d'intérêt bas auprès des fonds européens et rachèteraient leur vieille dette à son prix décoté sur les marchés.

Cette interprétation est erronée : les investisseurs privés ne vendront jamais leurs titres à des prix réduits alors qu'ils seront entièrement remboursés à l'échéance en les conservant.

En réalité, au début de la prochaine décennie, la quasi-totalité de la dette détenue par les investisseurs privés aura été remboursée, et la quasi-totalité de la dette publique des pays en difficulté sera dans les mains des prêteurs publics (EFSF et son successeur, UE, FMI...).

Reste-t-il alors un risque de défaut ?

On sait qu'un pays peut être amené à faire défaut si l'excédent budgétaire primaire (hors intérêts sur la dette) qu'il doit mettre en place pour stabiliser son taux d'endettement est hors de portée.

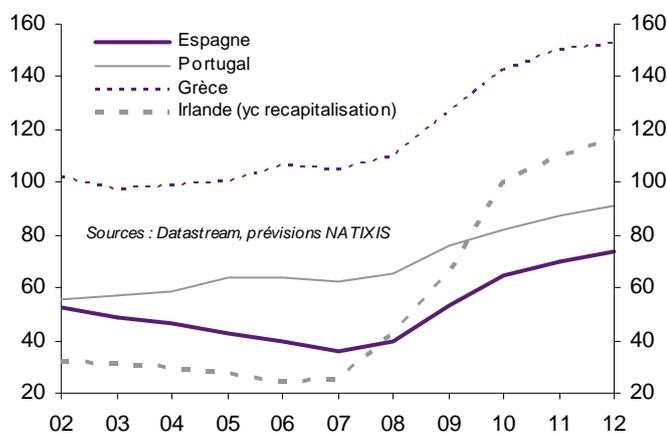
Cet excédent primaire est donné par :

Taux d'endettement public x (taux d'intérêt à long terme – croissance en valeur tendancielle).

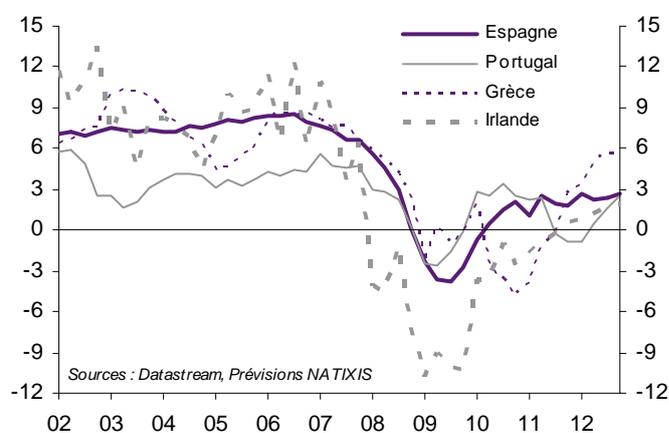
Prenons l'exemple de la Grèce. Compte tenu de son taux d'endettement public et de ses perspectives de croissance (**graphiques 2 et 3**), l'excédent primaire nécessaire est de :

- 13 points de PIB avec le taux d'intérêt de marché ;
- 2 points de PIB avec le taux de 4,2 % des prêts européens ;

Graphique 2
Dette publique (en % du PIB)

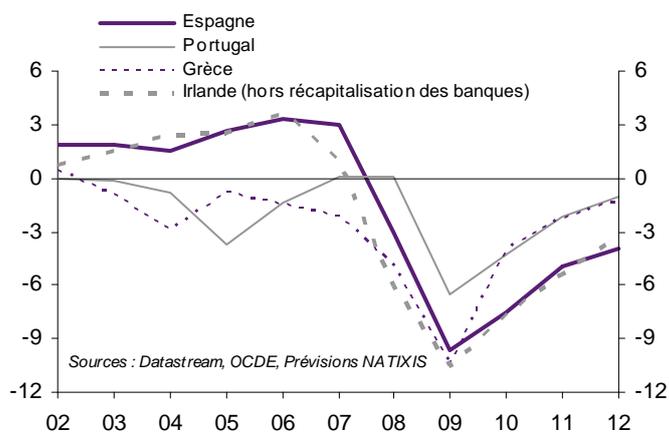


Graphique 3
PIB en valeur (GA en %)



ce qu'il faut comparer au déficit budgétaire primaire présent (**graphique 4**), de 2 points en 2011.

Graphique 4
Solde public primaire (en % du PIB)



On voit que la différence est énorme.

La probabilité de défaut d'un pays européen est donc fortement réduite par cette stratégie de prêts publics à taux plus faible sur une longue période.

Comment analyser cette stratégie ?

Il s'agit clairement **d'une double forme de fédéralisme** :

- les pays du « cœur » (Allemagne, France, Pays-Bas) **garantissent les prêteurs publics (EFSF, UE...), ce qui permet aux prêteurs publics d'émettre à des taux d'intérêt bas et de prêter à des taux d'intérêt assez bas aux pays en difficulté. La garantie des pays du cœur accroît donc le revenu (réduit les paiements d'intérêts) des pays en difficulté**, ce qui est bien une forme de fédéralisme. Pour les pays du cœur, il n'y a pas de vraie perte de revenu : tant que les garanties qu'ils donnent ne dégradent pas leur qualité de crédit, il y a seulement un coût d'opportunité : ils auraient pu prêter plus cher aux pays périphériques :
- si malgré la baisse des taux d'intérêt sur la dette, un pays faisait défaut, alors **le coût du défaut serait supporté par les pays du cœur**, ce qui est une autre forme de fédéralisme.

Synthèse : un montage intelligent, mais qui peut échouer cependant

Le montage mis en place par les européens est très intelligent :

- la baisse des taux d'intérêt des prêts permet de réduire considérablement la probabilité de défaut par rapport à une situation où les pays paieraient les taux d'intérêt du marché ;
- le soutien sur une longue période de temps aux pays permet aux prêteurs privés d'être complètement remboursés sans perte ;
- la forme de fédéralisme mise en place (subventionnement des taux d'intérêt) est discrète, ce qui est utile dans les pays où les opinions publiques sont hostiles au fédéralisme.

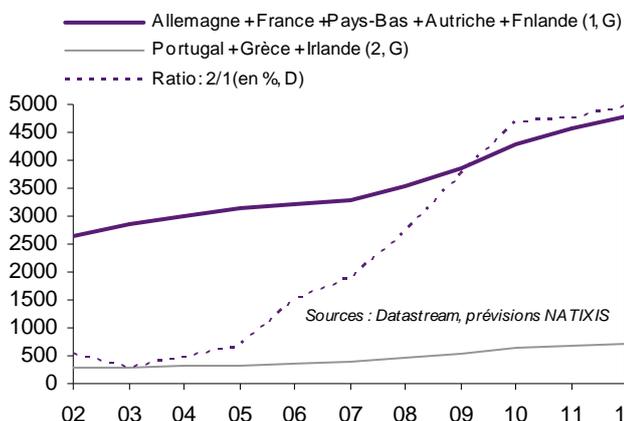
Mais ce montage repose sur le fait que la qualité de crédit des pays du cœur (Allemagne, France, Pays-Bas, Autriche, Finlande) reste très bonne, alors même qu'ils garantissent des prêteurs publics (EFSF...) qui vont finalement détenir la quasi-totalité des dettes publiques des pays en difficulté.

Ceci est possible si la taille des dettes publiques des pays en difficulté reste faible par rapport à celle des pays du cœur, ce qui est le cas s'il ne s'agit que du Portugal, de la Grèce et de l'Irlande (graphique 5).

La situation devient plus difficile si l'Espagne et la Belgique sont en difficulté (graphique 6).

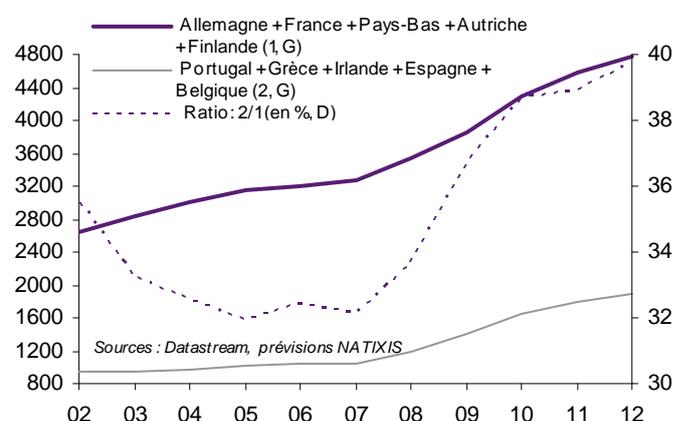
Graphique 5

Dettes Publiques (en Mds d'euros)



Graphique 6

Dettes Publiques (en Mds d'euros)



Le montage exploserait bien sûr si la France perdait un jour son AAA.