

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

26 mai 2011 – N° 392

L'Espagne doit-elle quitter l'euro ?

Jusqu'à présent, la consolidation budgétaire en Espagne se déroulait bien : réduction du déficit public selon le rythme prévu, absence de forte réaction hostile de l'opinion malgré le coût économique et la montée du chômage. Mais on sent monter dans la population espagnole un rejet de la rigueur budgétaire et de ses conséquences sociales qui devrait conduire dans le futur à un changement de gouvernement.

Posons alors de manière dépassionnée la question suivante : un futur gouvernement espagnol pourrait-il envisager dans le futur de quitter l'euro et dévaluer fortement sa devise ?

- *nous supposons que les dettes sont converties dans la nouvelle devise pour éviter le défaut des emprunteurs ; le coût est la forte hausse induite des taux d'intérêt à long terme ; les taux d'intérêt à court terme pourraient rester assez bas malgré l'inflation importée avec la faiblesse des hausses de salaires due au niveau élevé du chômage ; on sait que l'essentiel de la dette privée est en Espagne à taux variable ; les détenteurs non résidents de dette sont bien sûr « spoliés » ;*
- *le bénéfice est l'amélioration de la compétitivité, le soutien du commerce extérieur en volume et de l'industrie, avec la question de savoir si la dégradation des termes de l'échange ne vient pas annuler les effets de l'amélioration de la compétitivité.*

Nous trouvons que, au moins tant que le supplément d'inflation dû à la dévaluation dure, le coût en terme de hausse des intérêts sur les dettes publiques et privées, l'emporterait largement (8,9 points de PIB contre 3,6 points de PIB chaque année pour une dévaluation de 30%) sur l'avantage en termes de commerce extérieur en valeur.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

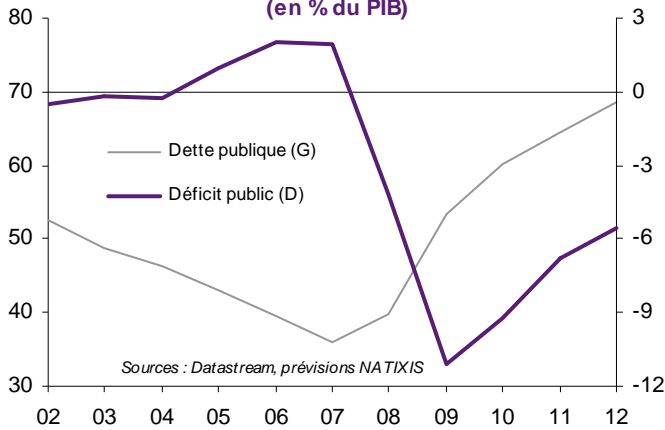
Le coût pour les prêteurs étrangers d'une dévaluation de 30% de l'Espagne serait énorme : 660 Mds €.

La sortie de l'euro ne nous semble donc pas être une option envisageable pour l'Espagne.

Montée de l'opposition à la politique de rigueur en Espagne

Jusqu'à présent, la consolidation budgétaire se déroulait bien en Espagne : la réduction du déficit public se fait à la vitesse prévue (graphiques 1a/b, tableau 1), l'opinion ne manifestait pas une forte opposition aux politiques menées.

Graphique 1a
Espagne : déficit public et dette publique (en % du PIB)



Graphique 1b
Espagne : déficit public cumulé (en Mds €)

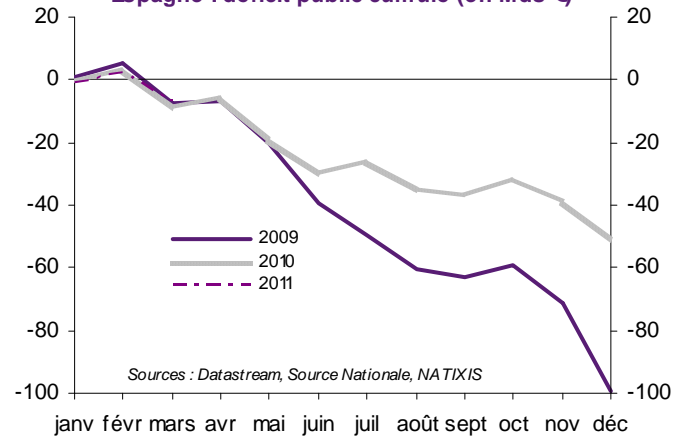


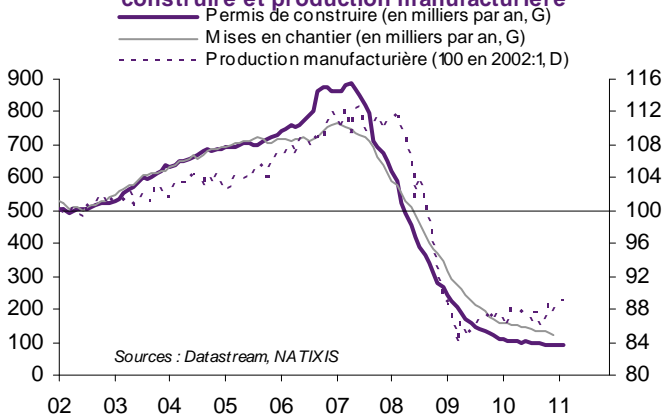
Tableau 1
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (2008-2014)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Espagne	-4,2	-11,2	-9,3	-6	-4,4	-3	-

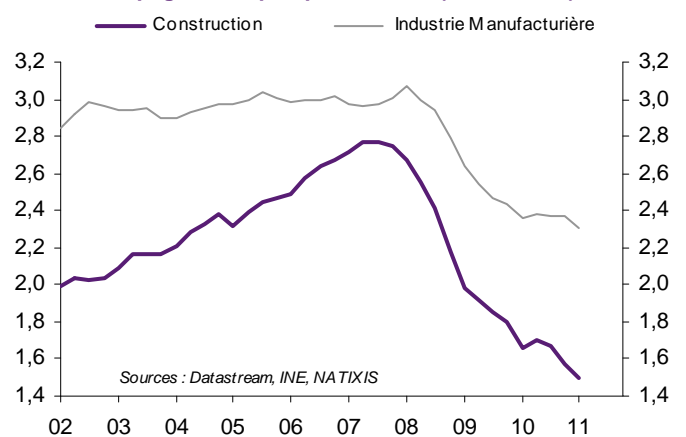
Sources : sources nationales, NATIXIS

Pourtant, la situation économique est épouvantable ; la rigueur budgétaire s'ajoutant à la crise de la construction et de l'industrie liée à la construction (graphiques 2a/b) à la crise bancaire (graphique 2c), au désendettement du secteur privé (graphique 2d) pour conduire à un énorme recul de l'activité et de l'emploi (graphique 3a), à la hausse du chômage (graphique 3b).

Graphique 2a
Espagne : mises en chantier, permis de construire et production manufacturière

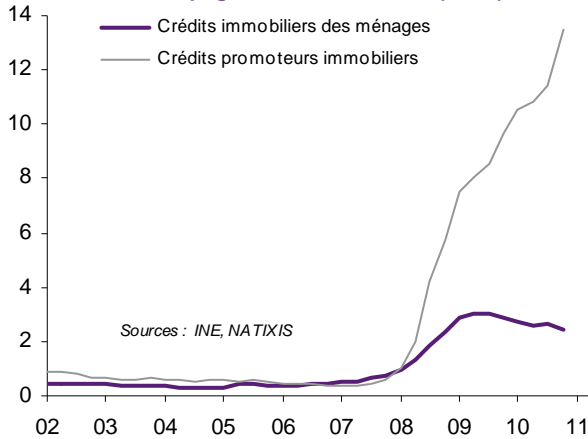


Graphique 2b
Espagne : emploi par secteur (en millions)



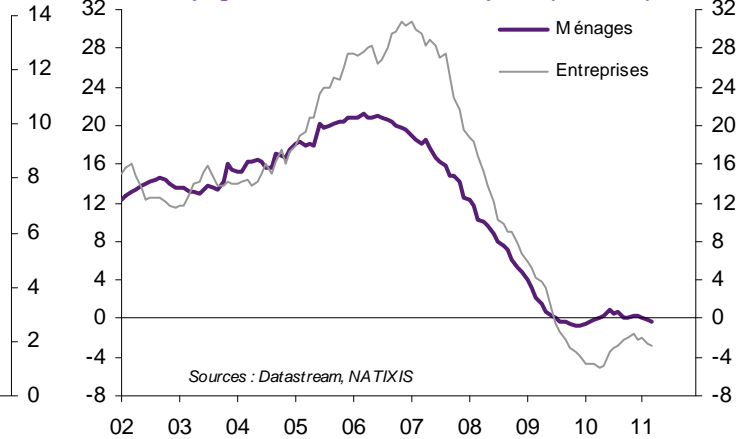
Graphique 2c

Espagne : taux de défaut (en %)



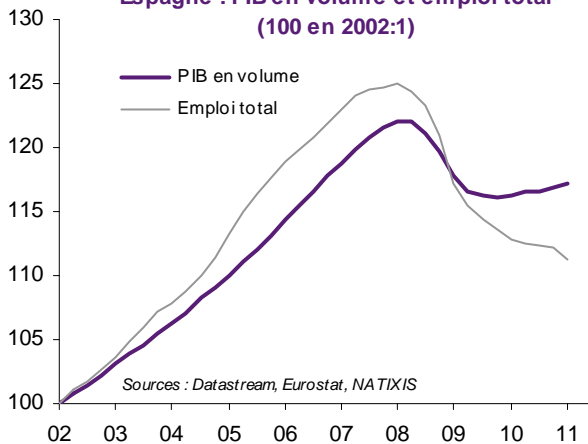
Graphique 2d

Espagne : crédits au secteur privé (GA en %)



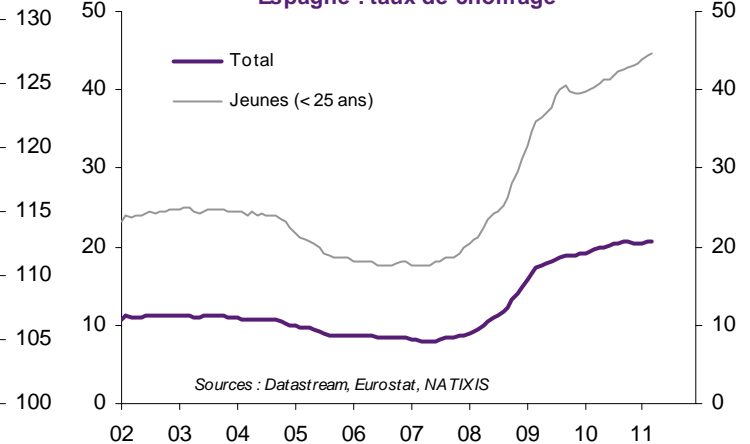
Graphique 3a

Espagne : PIB en volume et emploi total (100 en 2002:1)



Graphique 3b

Espagne : taux de chômage



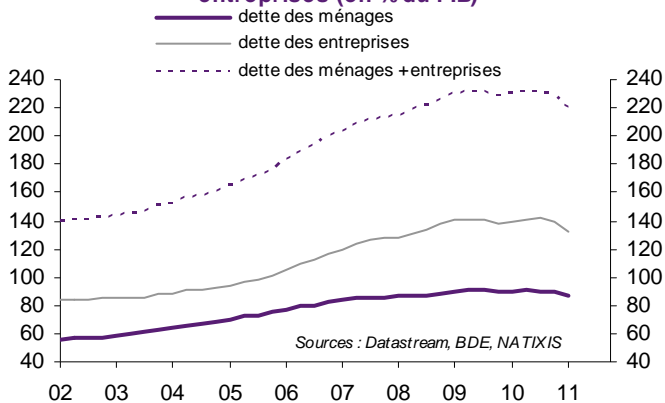
On voit monter la réaction hostile de l'opinion aux politiques de rigueur qui devrait faire perdre le pouvoir dans le futur au parti socialiste. Nous nous posons de manière « scientifique » la question suivante : **un futur gouvernement espagnol pourrait-il envisager de quitter l'euro ?**

Le coût de la sortie de l'euro : hausse des taux d'intérêt, spoliation des prêteurs non résidents

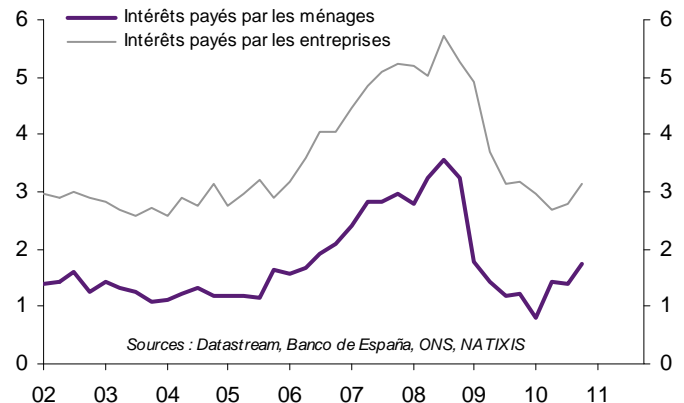
La dette privée en Espagne (graphique 4a) est essentiellement à taux variable, et les intérêts payés sur la dette privée (graphique 4b) dépendent donc surtout des taux d'intérêt à court terme.

Le graphique 5 montre comment la dette publique de l'Espagne se répartit entre bons à court terme et obligations.

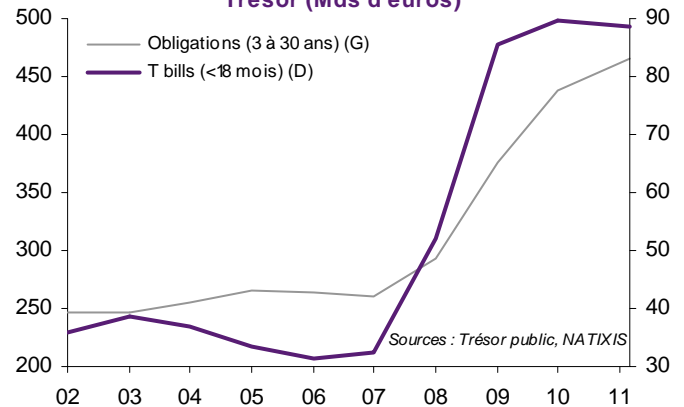
Graphique 4a
Espagne: dette des ménages et des entreprises (en % du PIB)



Graphique 4b
Espagne : intérêts payés par les ménages et entreprises (en % du PIB)



Graphique 5
Espagne: encours de Bills et d'obligations du Trésor (Mds d'euros)



S'il y a sortie de l'euro de l'Espagne et dépréciation forte de la devise (nous la calibrons à 30%) :

1 – Les dettes doivent être converties dans la nouvelle devise, sinon tous les emprunteurs font défaut si les dettes restent en euros avec la dépréciation de la devise ;

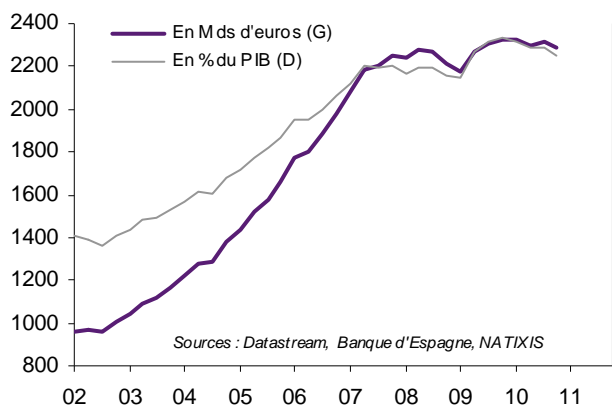
2 – Ceci implique que les prêteurs (créanciers) étrangers sont spoliés. Le graphique 6a montre le niveau de la dette extérieure brute de l'Espagne (détention d'actifs espagnols dans le Reste du Monde).

Il s'agit de dette publique (**tableau 2**), de dette bancaire, de dette et d'actions d'entreprises, de covered bonds, de crédits, de dépôts, de lignes interbancaires.

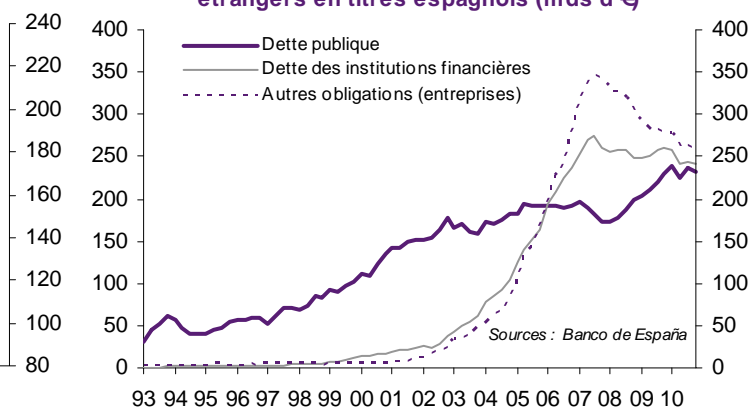
Le **graphique 6b** montre la **détention d'obligations** (publiques, bancaires, d'entreprises) en Espagne **par les non résidents** : 750 Mds € au total.

3 – Les taux d'intérêt à court terme sont fixés par la Banque d'Espagne en fonction du chômage (graphique 3b plus haut) et de l'inflation (graphique 7).

Graphique 6a
Espagne : dette extérieure brute



Graphique 6b
Espagne : Investissement de portefeuille étrangers en titres espagnols (mlds d'€)



Graphique 7
Espagne : CPI et core CPI* (GA en %)

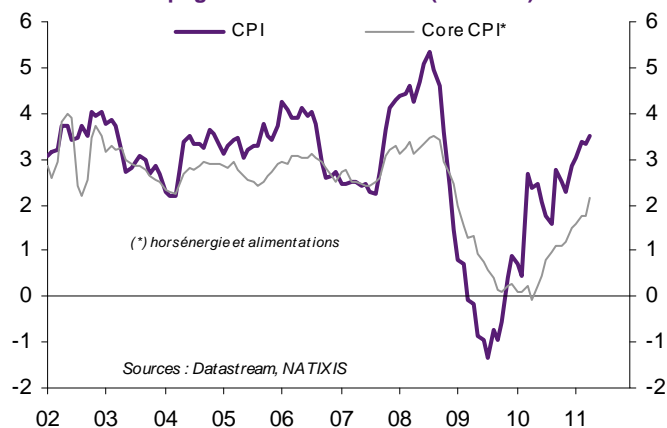


Tableau 2
Détenation de la dette publique par les non résidents en Espagne

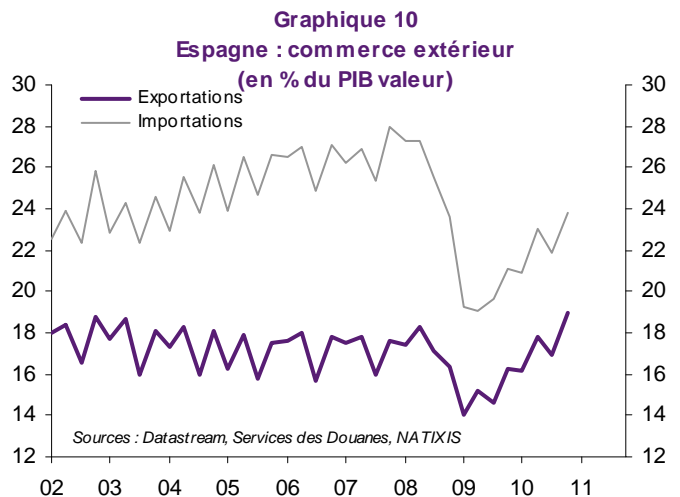
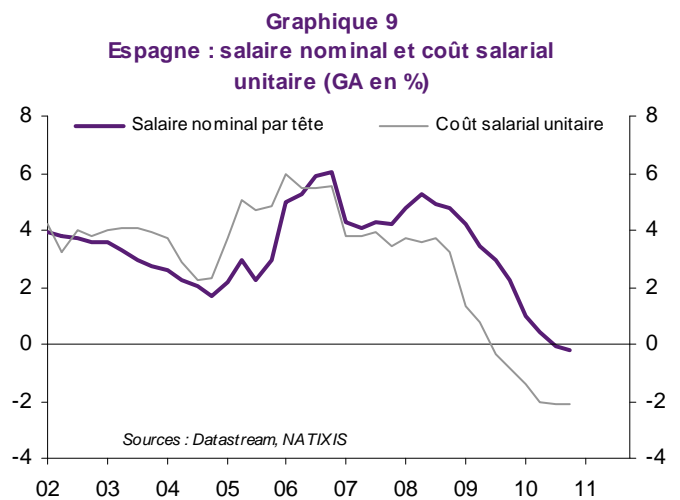
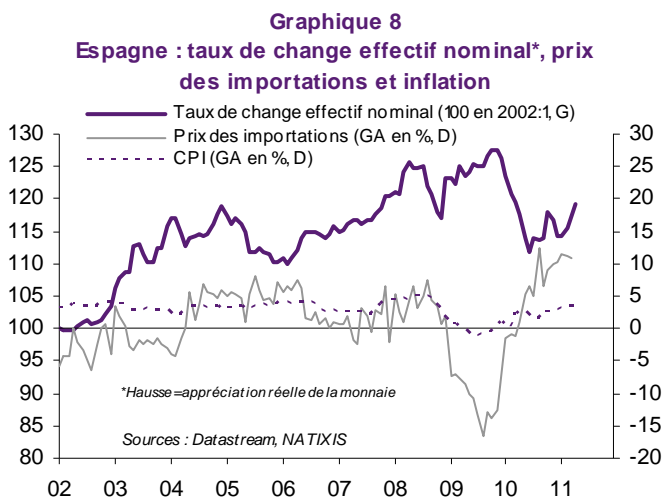
	% total	mln €
1995	17,68%	20 615
1996	19,31%	26 165
1997	18,02%	28 818
1998	19,29%	32 805
1999	31,34%	61 128
2000	42,38%	90 479
2001	42,49%	96 322
2002	44,29%	104 097
2003	41,77%	97 455
2004	46,63%	113 266
2005	46,03%	116 513
2006	44,69%	112 346
2007	42,64%	105 312
2008	47,84%	133 914
2009	46,15%	167 316
2010	54,75%	228 642

Source : Trésor public

La dévaluation accroîtrait l'inflation importée (graphique 8), mais le niveau élevé du chômage conduit à un recul des coûts salariaux unitaires (graphique 9) qui est désinflationniste.

Compte tenu du poids des importations (graphique 10) et de la réaction des prix des importations au taux de change, une dépréciation de 30% accroîtrait en Espagne l'inflation de 3 points pendant 2 ans.

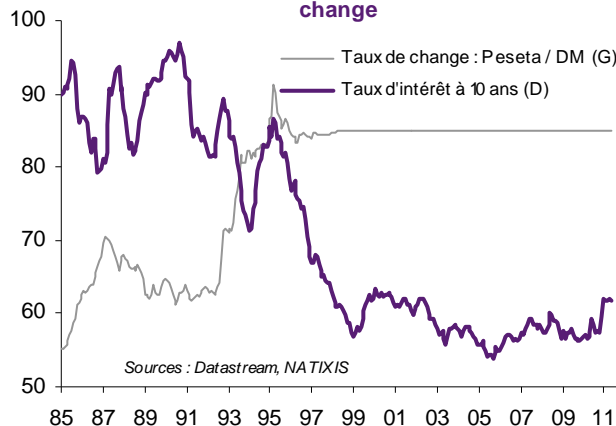
Ceci conduirait, tant que l'inflation est accrue, à une hausse du taux d'intérêt à 3 mois de 3 points environ, on peut en faire l'hypothèse, d'où une hausse des intérêts sur les dettes privées de 6,6 points de PIB pendant 2 ans et sur la dette courte du Trésor de 0,3 point de PIB.



4 - Les taux d'intérêt à long terme sont fixés par les marchés financiers et monteraient probablement beaucoup (le graphique 11 rappelle la situation des années 1980-90). Ceci affecterait progressivement la charge des intérêts sur la dette publique (graphique 12, tableau 3), dont la durée (de la dette obligataire) est longue, 6,6 ans.

Graphique 11

Espagne : taux d'intérêt à 10 ans et taux de change



Graphique 12

Espagne : dette et intérêts sur la dette publique (en % du PIB)

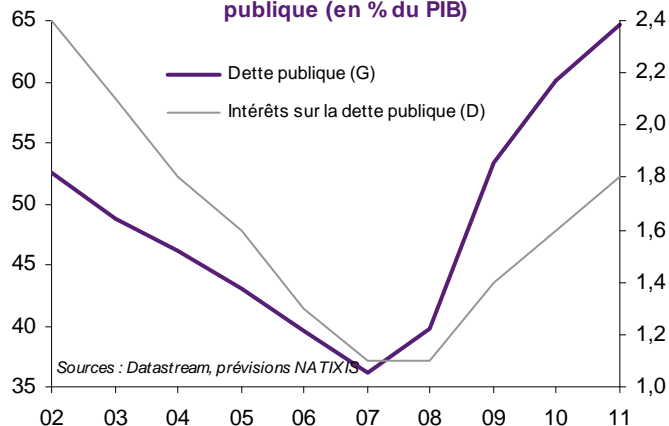


Tableau 3

Espagne: Durée de la dette obligataire Publique

Nombre d'année (en moyenne)		Nombre d'année (en moyenne)	
1987	2,72	2010	
1988	2,15	Janv	6,68
1989	2,05	Févr	6,76
1990	2,72	Mars	6,78
1991	2,94	Avril	6,78
1992	3,19	Mai	6,71
1993	3,87	Juin	6,65
1994	3,83	Juillet	6,87
1995	3,79	Août	6,74
1996	3,68	Sept	6,73
1997	4,24	Oct	6,65
1998	5,38	Nov	6,66
1999	5,50	Déc	6,62
2000	5,63	2011	
2001	5,91	Janv	6,59
2002	5,97	Févr	6,54
2003	6,07	Mars	6,61
2004	6,18		
2005	6,63		
2006	6,70		
2007	6,84		
2008	6,59		
2009	6,44		

Source: Trésor Public

Si on suppose un retour des taux d'intérêt à long terme vers 8%, le coût à long terme serait de 2 points de PIB (chaque année) d'intérêts supplémentaires sur la dette obligataire du Trésor Espagnol.

Avantage de la sortie de l'euro : gains de compétitivité

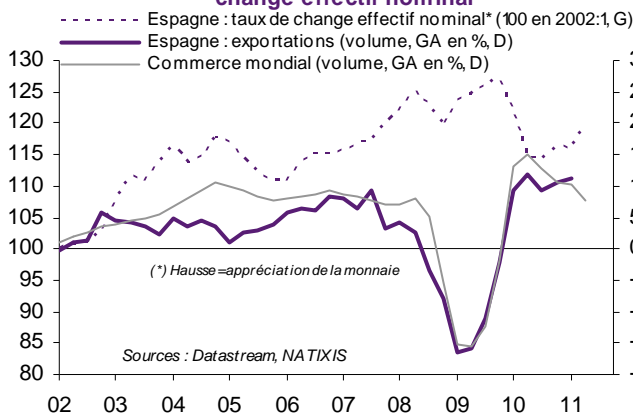
La sortie de l'euro et la dépréciation du change **améliorent le commerce extérieur en volume qui a souffert de l'appréciation de l'euro de 2003 à 2008 (graphiques 13a/b)** mais dégradent **les termes de l'échange** en accroissant les prix des importations (graphique 8 plus haut), ce qui réduit le revenu réel.

L'analyse économétrique fournit :

- une élasticité prix des exportations en volume de $-0,66$;
- une élasticité prix des importations en volume de $0,34$;
- une élasticité au taux de change nominal du prix des importations de $-0,39$.

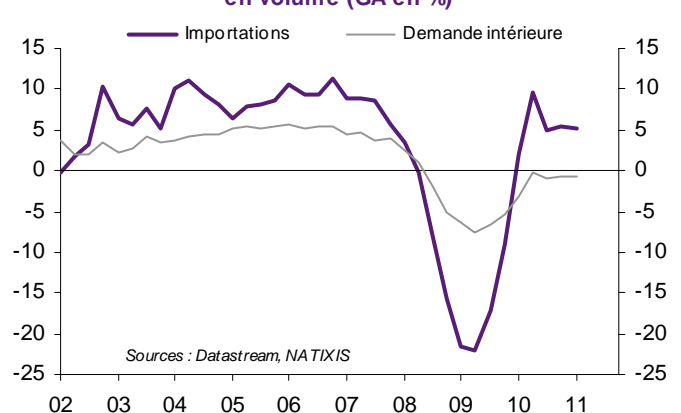
Graphique 13a

Exportations, commerce mondial et taux de change effectif nominal



Graphique 13b

Espagne : importations et demande intérieure en volume (GA en %)



Compte tenu de la taille du commerce extérieur de l'Espagne (graphique 10 plus haut) **une dévaluation de 30 % :**

- **améliorerait le commerce extérieur en volume de 6 points de PIB ;**
- **accroîtrait la valeur des importations par l'effet du prix des importations de 2,4 points de PIB.**

Au total, le commerce extérieur en valeur serait amélioré de 3,6 points de PIB chaque année.

Synthèse : un gouvernement espagnol désespéré pourrait-il sortir de l'euro et dévaluer ?

Un gouvernement espagnol futur poussé par l'opinion et la situation économique très dégradée pourrait-il dévaluer ?

Nous avons essayé d'évaluer **les effets d'une dévaluation de 30% ;**

- les coûts sont :
 - **une hausse de 6,6 points de PIB des intérêts sur la dette privée** (qui dépendent des taux d'intérêt à court terme) ;
 - une hausse de 2,3 points de PIB à terme des intérêts sur la dette publique (qui dépendra surtout des taux d'intérêt à long terme) ;
 - Un conflit avec les prêteurs étrangers qui sont spoliés par la conversion des dettes en euros en la nouvelle devise.

- L'avantage en termes de commerce extérieur en valeur est évalué économétriquement, toujours pour une dévaluation de 30%, à 3,6 points de PIB, chaque année.

Au total, au moins tant que le supplément d'inflation dû à la dévaluation dure, le coût en terme de hausse des intérêts sur les dettes publiques et privées l'emporterait largement (8,9 points de PIB contre 3,6 points de PIB chaque année pour une dévaluation de 30 %) sur l'avantage en terme de commerce extérieur en valeur.

Le coût pour les prêteurs étrangers d'une dévaluation de 30 % de l'Espagne serait énorme : 660 Mds€