

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

24 juin 2011- N° 488

Si les marchés doutent de la solvabilité globale de la zone euro, tout est perdu

Le mécanisme de sauvetage des pays périphériques de la zone euro mis en place consiste fondamentalement en ce que la dette nationale de ces pays soit remplacée par une dette de l'ensemble des pays de la zone euro (au travers du système de garantie de l'EFSF). Ce mécanisme de sauvetage est efficace tant que les marchés financiers pensent que l'ensemble des pays de la zone euro est solvable (en ce qui concerne leur dette publique) ; s'ils doutent de la solvabilité globale de la zone euro, alors il n'est plus possible de prêter à un taux d'intérêt faible aux pays périphériques en difficulté, et la possibilité de les sauver de la manière prévue disparaît.

Les évolutions récentes sont de ce point de vue inquiétantes.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Le mécanisme de sauvetage des périphériques : mutualisation des dettes publiques

Le mécanisme de sauvetage des pays périphériques de la zone euro consiste à **remplacer par des prêts faits par l'EFSF (ESM) et par le FMI, le financement individuel de ces pays sur les marchés financiers.**

Progressivement, et aussi longtemps qu'il sera nécessaire, les dettes publiques des pays en difficulté (**graphique 1**) seront donc remplacées par ces prêts. Mais, puisque l'EFSF est garanti par l'ensemble des pays de la zone euro (**tableau 1**), **fondamentalement, le mécanisme de sauvetage mis en place consiste à remplacer la dette publique individuelle des pays en difficulté par la dette publique de l'ensemble des pays de la zone euro.**

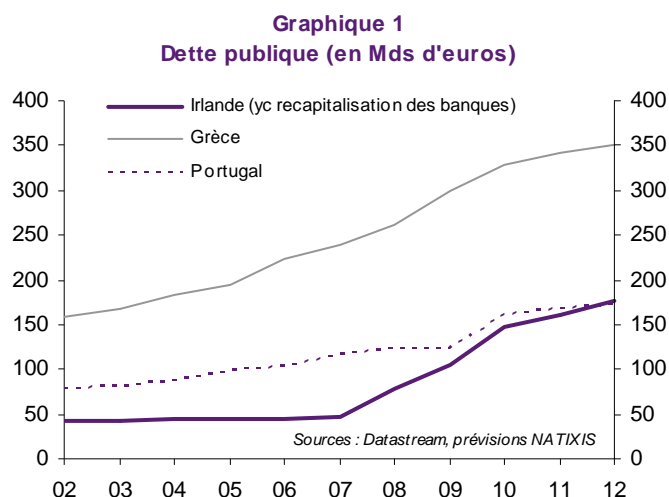


Tableau 1
Part des pays de la zone euro dans la garantie de l'EFSF-ESM (millions d'euros)

Pays	Garanties (Mln d'euros)	Part (en %)
Belgique	15 292	3,48
Allemagne	119 390	27,13
Irlande	7 002	1,59
Espagne	52 353	11,90
France	89 657	20,38
Italie	78 785	17,91
Chypre	863	0,20
Luxembourg	1 101	0,25
Malte	398	0,09
Pays-Bas	25 144	5,71
Autriche	12 241	2,78
Portugal	11 035	2,51
Slovénie	2 073	0,47
Slovaquie	4 372	0,99
Finlande	7 905	1,80
Grèce	12 388	2,82
Total garanties	440 000	100,00

Source : BCE

Il faut que les marchés financiers considèrent que l'ensemble de la zone euro est solvable

Pour que ce mécanisme de sauvetage (remplacement de la dette des pays en difficulté par de la dette de l'ensemble de la zone euro) **fonctionne, il faut donc que l'ensemble de la zone euro soit considérée comme solvable par les marchés financiers.**

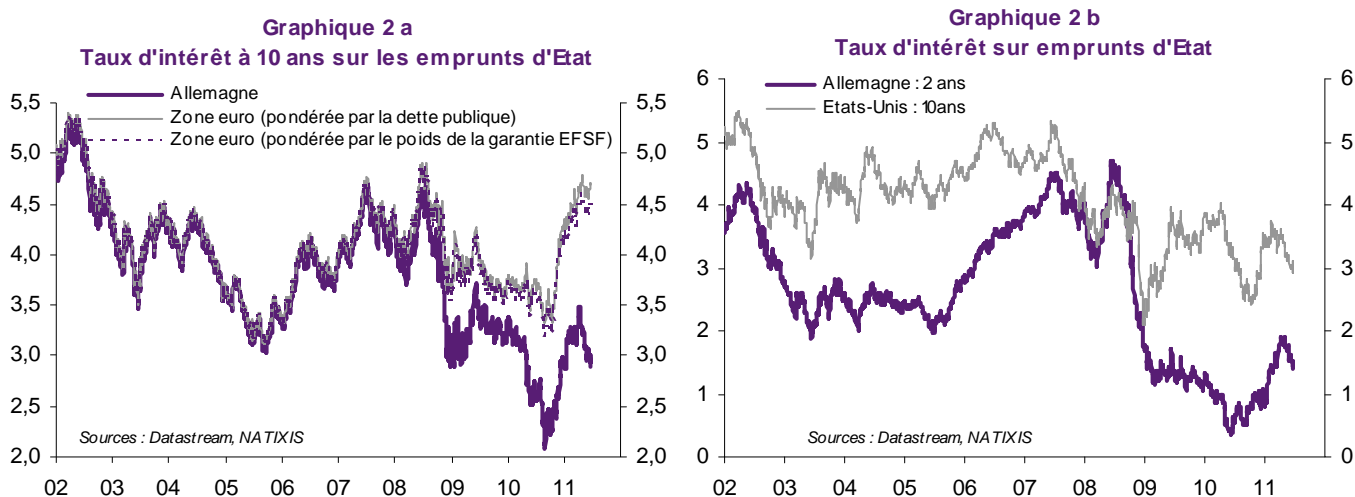
Si ce n'est pas le cas, le taux d'intérêt de l'ensemble de la zone euro va augmenter, donc normalement aussi celui de l'EFSF, qui n'est qu'une émanation de l'ensemble de la zone euro, **et il deviendra impossible de prêter à un taux d'intérêt bas** aux pays en difficulté.

Quelle est l'évolution du taux d'intérêt à 10 ans de l'ensemble de la zone euro ? Le **graphique 2 a** montre ce taux d'intérêt calculé avec comme poids des pays :

- soit la taille de leur dette publique ;
- soit leur poids dans l'EFSF.

Le choix des poids a peu d'influence sur le résultat.

On voit **une dégradation visible de la perception par les marchés financiers de la solvabilité de l'ensemble de la zone euro, ce qui est une évolution très inquiétante**. Elle explique le niveau de 4,50 % pour le taux d'intérêt global sur les dettes publiques de la zone euro, c'est-à-dire le même niveau qu'avant la crise de Lehman, alors que le taux d'intérêt à 2 ans en Allemagne a baissé de 30 points de base et le taux à 10 ans aux Etats-Unis de plus de 120 points de base (**graphique 2 b**) : **il est apparu une prime de risque sur le taux d'intérêt à 10 ans de la zone euro de plus de 100 points de base probablement**.



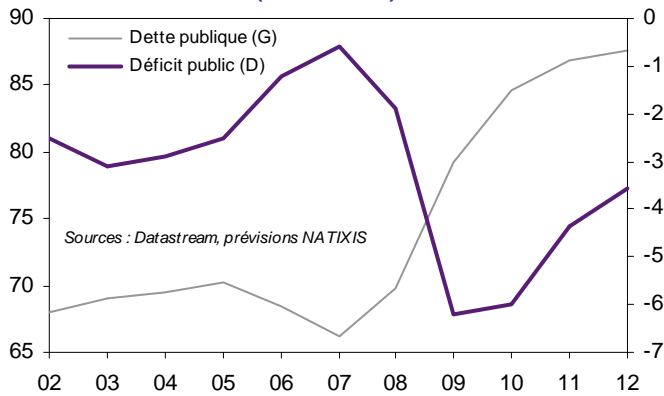
Synthèse : le mécanisme de sauvetage en péril ?

Le remplacement des dettes individuelles des pays en difficulté par la dette de l'ensemble de la zone euro est la base du sauvetage mis en place de ces pays.

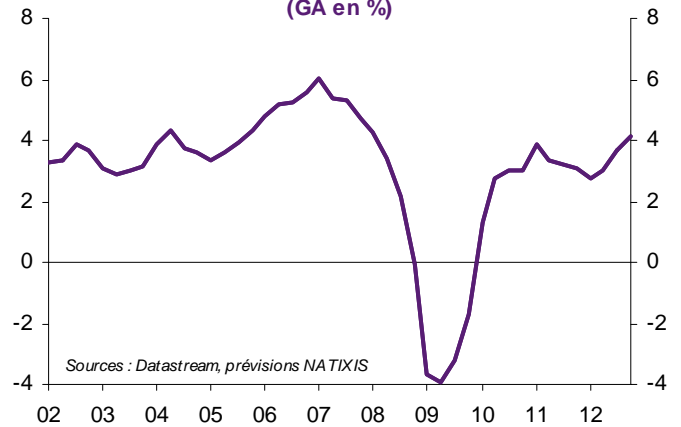
Ce mécanisme de sauvetage ne fonctionne plus si les marchés financiers considèrent que l'ensemble de la zone euro n'est pas solvable. Or c'est bien leur orientation présente.

En réalité (graphiques 3 a – b), la zone euro est presque solvable globalement.

Graphique 3 a
Zone euro : dette et déficit publics
(en % du PIB)



Graphique 3 b
Zone euro : croissance du PIB en valeur
(GA en %)



Le déficit public qui stabiliserait la dette publique est de $\frac{1}{100} \times 88\%$ (taux d'endettement public) $\times 3,5\%$ (croissance nominale de la zone euro) soit $3,1\%$ du PIB. Le déficit public attendu pour 2012 est de $3,6\%$ du PIB : l'effort restant à faire n'est que de $0,5\%$ du PIB.