

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

28 juillet 2011 – N° 585

### **Quand un pays a une dette publique trop élevée, il doit faire défaut : seule la forme du défaut peut être choisie**

*Un pays qui a une dette publique trop élevée, sauf cas exceptionnel (Japon et les Etats-Unis aujourd'hui) ne peut pas éviter le défaut car il est confronté, lorsque l'aversion pour le risque est normale, à des taux d'intérêt plus élevés que son taux de croissance et donc à la nécessité de mettre en place un excédent budgétaire primaire impossible à atteindre. Ceci s'applique aujourd'hui à la Grèce, au Portugal, à l'Irlande, peut être dans le futur à l'Italie, la Belgique. Un tel pays est donc condamné au défaut.*

*Mais le défaut peut prendre plusieurs formes :*

- *l'inflation sans réaction de la Banque Centrale : la baisse des taux d'intérêt réels et la baisse de la valeur de la dette existante sont bien une forme de défaut ; elle ne se produira pas dans la zone euro, elle pourrait se produire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ; elle n'est pas utilisable dans les pays où les taux d'intérêt sont déjà très élevés ;*
- *un subventionnement de l'endettement du pays par d'autres pays, c'est-à-dire ce qui se produirait si on resolvabilisait la Grèce, les autres pays d'Europe du Sud par des prêts de l'UE à des taux d'intérêt très faibles. Il s'agit bien d'un défaut (perte de valeur de la dette) financé par les contribuables européens ;*
- *le rachat de la dette du pays sur le marché secondaire à un prix décoté, faisant bien subir une perte aux vendeurs. On sait cependant que l'efficacité de cette technique est douteuse (absence de vendeurs, ou remontée très rapide des prix) ;*
- *un défaut explicite : une partie de la dette du pays n'est pas remboursée.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

**Les pays ayant un taux d'endettement public très élevé finissent par devoir faire défaut**

Les pays qui ont un taux d'endettement public très élevé sont confrontés au problème suivant : **l'excédent budgétaire primaire qui est nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public est trop élevé pour pouvoir être atteint.**

Cet excédent public primaire est donné par :

Dettes publiques (%PIB) x (taux d'intérêt nominal à long terme – croissance nominale)

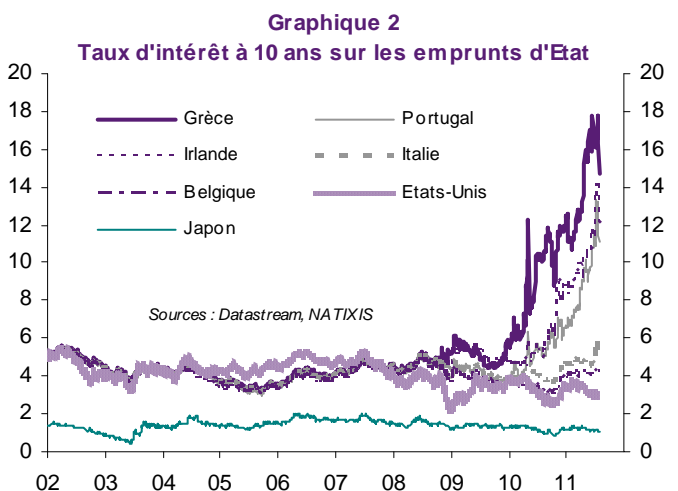
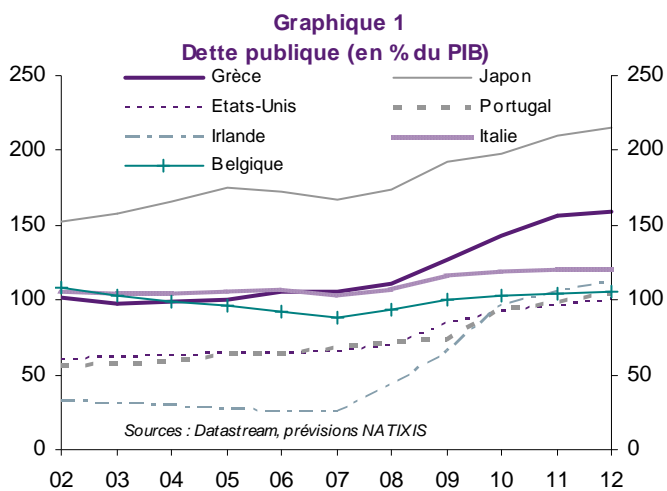
Le problème est que :

- le taux d'endettement public est élevé ;
- si les investisseurs sont rationnels, si l'aversion pour le risque a un niveau normal, les pays très endettés sont confrontés à des taux d'intérêt élevés ;
- s'il y a hausse des taux d'intérêt, et si la politique budgétaire devient restrictive pour réduire le déficit et la dette publique, la croissance devient faible.

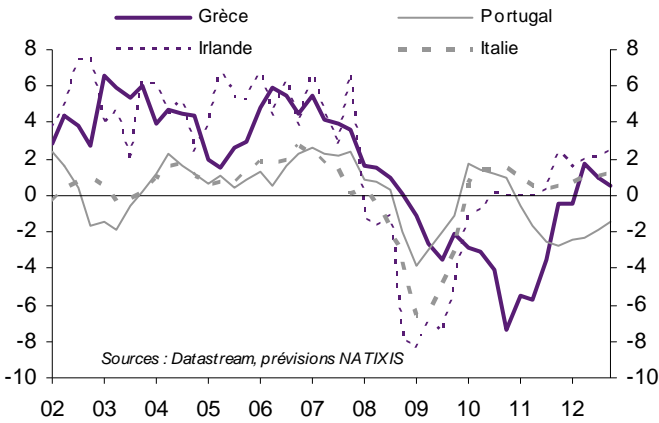
**On parvient donc à un excédent budgétaire primaire trop élevé pour pouvoir être mis en place.**

Qu'observe-t-on aujourd'hui ?

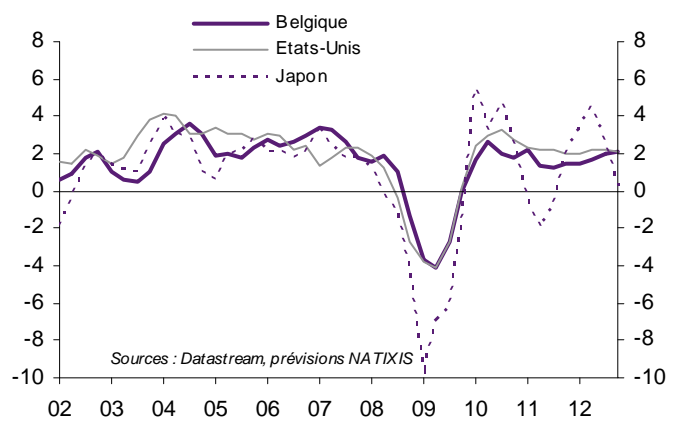
- (1) **le taux d'endettement public est élevé en Grèce, au Japon, aux Etats – Unis, au Portugal, en Irlande, en Italie, en Belgique (graphique 1).**
- (2) **le taux d'endettement public élevé a conduit à des taux d'intérêt en hausse en Grèce, au Portugal, en Irlande, en Italie, à un moindre degré en Belgique (graphique 2).**
- (3) **la croissance recule** avec la hausse des taux d'intérêt et les politiques budgétaires restrictives en **Grèce, au Portugal, en Italie, en Irlande (graphiques 3a/b et 4a/b).**



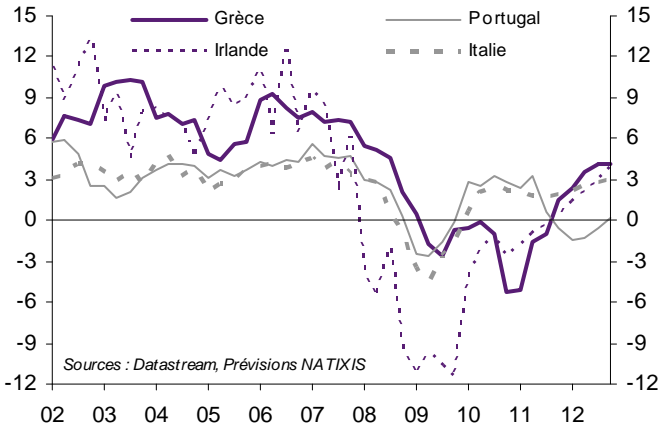
**Graphique 3a**  
Croissance du PIB volume (GA en %)



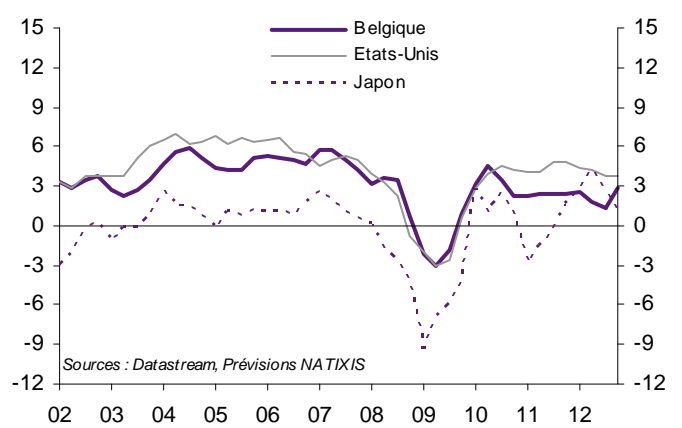
**Graphique 3b**  
Croissance du PIB volume (GA en %)



**Graphique 4a**  
PIB valeur (GA en %)

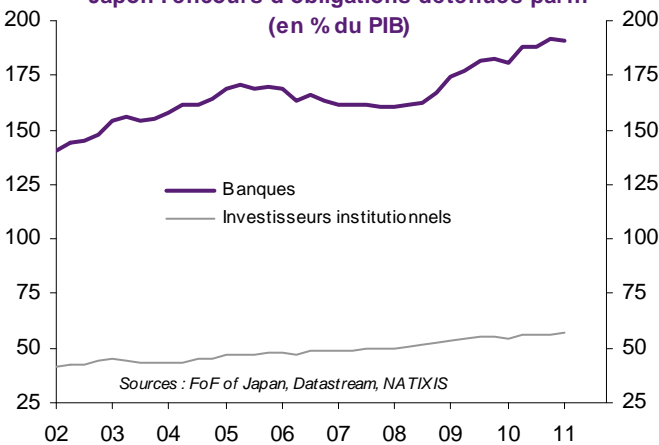


**Graphique 4b**  
PIB valeur (GA en %)

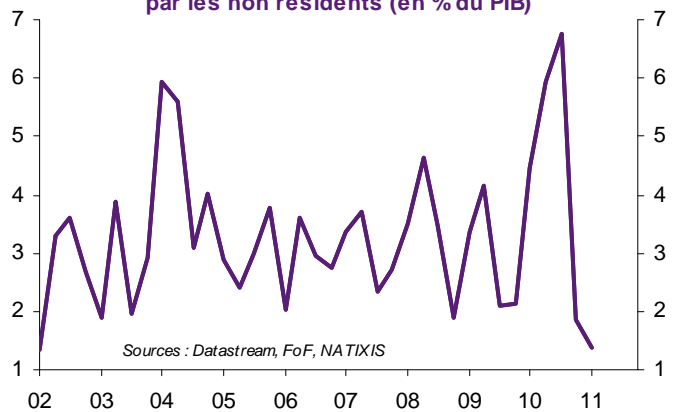


**Les cas des Etats-Unis et du Japon sont particuliers :** malgré le taux d'endettement public élevé, le Japon a des taux d'intérêts très bas grâce à la forte détention de titres publics par les intermédiaires financiers (**graphique 5a**) ; les Etats-Unis grâce à la demande mondiale de titres publics américains (**graphique 5b**).

**Graphique 5a**  
Japon : encours d'obligations détenues par...  
(en % du PIB)



**Graphique 5b**  
Etats-Unis : achats nets d'obligations publiques  
par les non résidents (en % du PIB)

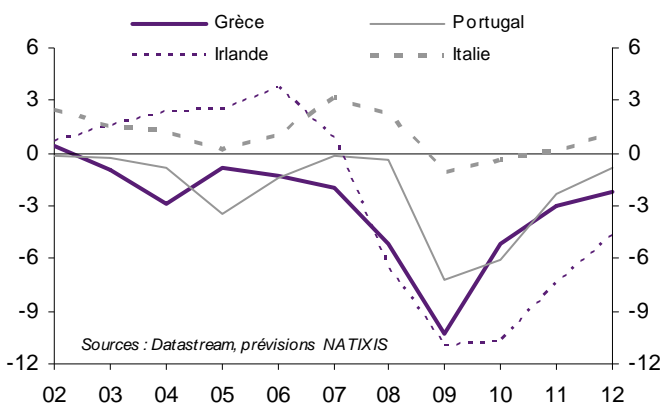


Pour les autres pays, la situation est difficile : en Grèce, au Portugal, en Irlande, l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance est tel que stabiliser le taux d'endettement public est impossible. L'excédent budgétaire primaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public est de :

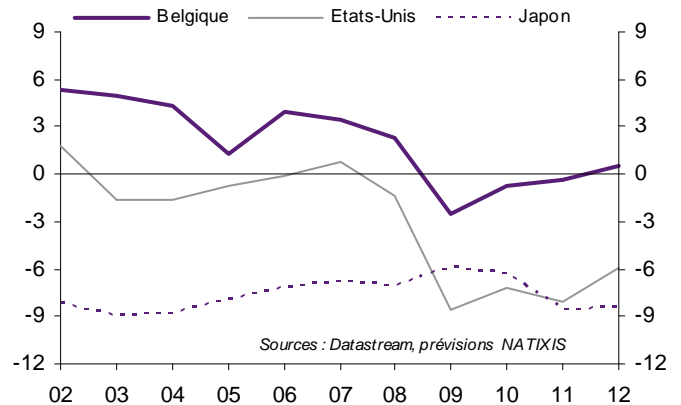
- 2,1% du PIB en Belgique
- 4,4% du PIB en Italie

alors que (graphiques 6a/b) en 2011 l'Italie et la Belgique ont un budget primaire seulement équilibré.

Graphique 6a  
Déficit public primaire (en % du PIB)



Graphique 6b  
Déficit public primaire (en % du PIB)



Un défaut est donc nécessaire, sous quelle forme ?

Les pays où :

- le taux d'endettement public est très élevé ;
- en conséquence le taux d'intérêt est élevé ;
- et où, circonstance aggravante, la croissance est affaiblie (Grèce, Portugal, Irlande, peut être plus tard Italie...) **ne peuvent pas mettre en place l'excédent budgétaire primaire qui permettrait de stabiliser leur taux d'endettement public. En conséquence, ils doivent faire défaut, mais sous quelle forme ?**

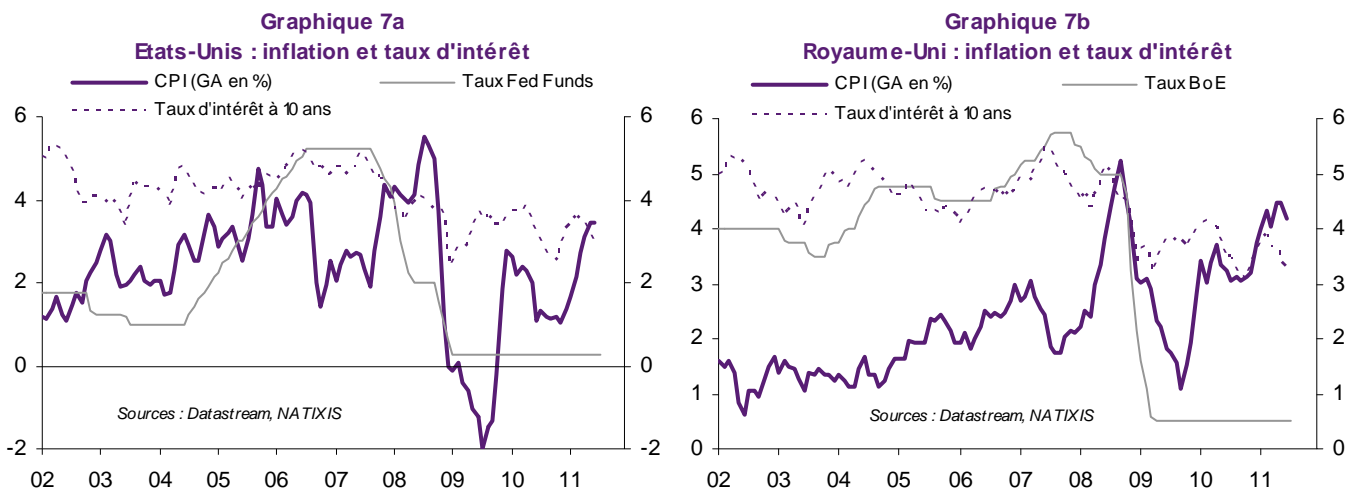
### 1 – Forme 1 du défaut : l'inflation sans réaction de la politique monétaire

S'il y a hausse de l'inflation de manière à ce que les taux d'intérêt réels deviennent très faibles ou négatifs, le taux d'endettement est réduit et il y a bien défaut puisque les prêteurs sont spoliés par la baisse de la valeur réelle de leurs avoirs.

Cette forme de défaut est praticable :

- si les taux d'intérêt ne sont pas déjà très élevés (ce qui exclut l'Europe du Sud) ;
- si la Banque Centrale est consentante (ce qui exclut la zone euro).

Mais il est possible qu'elle soit utilisée aux Etats-Unis (graphique 7a) et au Royaume-Uni (graphique 7b).



## 2 – Forme 2 du défaut : subventionnement de la dette par d'autres pays

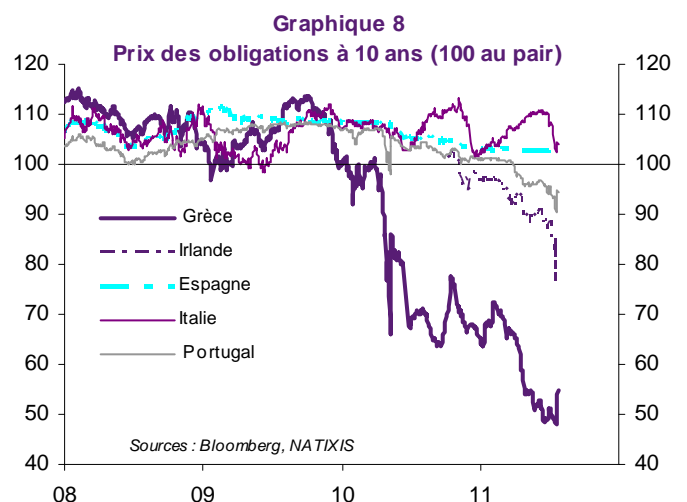
Même si l'Europe prête à 4 ou 5% aux pays de la zone euro en difficulté, compte tenu de leur croissance nominale (graphiques 4a/b plus haut), ils ne peuvent pas stabiliser leur taux d'endettement public.

Mais l'Europe pourrait prêter beaucoup moins cher (à 0% ?) à la Grèce, au Portugal, à l'Irlande... Il s'agit bien d'un défaut, puisque la valeur actuarielle de la dette est artificiellement réduite. Le coût du défaut serait alors supporté par les contribuables des autres pays européens.

## 3 – Forme 3 du défaut : rachat de la dette sur le marché secondaire

Il a été suggéré que des Fonds Européens (l'EFSF-ESM par exemple) ou la BCE rachètent la dette des pays en difficulté sur le marché secondaire aux prix faibles auxquels ces dettes sont valorisées (graphique 8).

Il s'agirait bien d'un défaut : les vendeurs ne sont remboursés que d'une fraction de la valeur nominale de ces dettes. **Le problème est que cette technique est inefficace : il y a très peu de vendeurs** (qui vendent à un prix très faible alors que les achats du fonds vont faire remonter les prix), **et les prix de la dette reviennent de ce fait très vite vers la normale.**



#### 4 – Forme 4 du défaut : un vrai défaut ; les prêteurs ne sont que partiellement remboursés.

**Synthèse : que va-t-il se passer dans la zone euro ?**

Les pays où :

- le taux d'endettement public est très élevé ;
- les taux d'intérêt sont fortement accrus ;
- la croissance est faible...

ne peuvent pas mettre en place l'excédent budgétaire primaire qui stabiliserait leur taux d'endettement public, et doivent faire défaut. Ceci concerne dans la zone euro la Grèce, le Portugal, l'Irlande, peut-être même l'Italie. Ceci ne concerne pas les Etats-Unis et le Japon, grâce à la situation exceptionnelle de forte demande pour les titres publics de ces pays.

#### Quelle forme le défaut peut-il prendre dans la zone euro ?

- l'inflation et les taux d'intérêt réels négatifs : la BCE ne l'acceptera pas ;
- des prêts à taux d'intérêt très bas de l'Europe : cette piste coopérative semble s'éloigner, alors qu'elle aurait pu être utilisée, prêter à 3 ½ % pour le secteur public, entre 4 et 6 % pour le secteur privé sont trop chers ;
- **les rachats de la dette à prix bas sur le marché secondaire sont normalement inefficaces** si l'objectif est de faire disparaître une partie substantielle de la dette ;
- un vrai défaut ?