

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

6 septembre 2011 – N° 656

### Que se passe-t-il si la Grèce, le Portugal, l'Espagne ou l'Italie sortent (individuellement) de l'euro ?

*A la demande de certains de nos clients, nous faisons ici un scénario « d'économie fiction » : que se passerait-il si certains pays (Espagne, Italie, Grèce, Portugal) sortaient (individuellement) de la zone euro ?*

- *de combien devraient-ils déprécier leur devise pour restaurer leur compétitivité ?*
- *quels seraient les effets sur l'économie de ces pays (croissance, inflation, commerce extérieur, taux d'intérêt...) ?*
- *quel serait l'effet sur la parité de l'euro (qui resterait la monnaie des autres pays) ?*

*Les dépréciations nécessaires des taux de change s'étagent entre 20% et 55%. L'effet sur la croissance et le commerce extérieur de ces pays serait positif, malgré la forte hausse des taux d'intérêt à long terme, puisque les crédits dans ces pays sont consentis à taux variable et que les taux d'intérêt à court terme resteraient très faibles. Ces pays auraient une inflation persistante, d'abord avec la dévaluation du change, puis en raison de la monétisation des dettes publiques nécessaire en l'absence de prêteurs privés. On s'attend à ce que ces pays convertissent leurs dettes publiques dans leurs nouvelles monnaies. Ceci coûterait aux investisseurs non résidents compte tenu des dévaluations que nous envisageons, 170 Mds € dans le cas de la Grèce, 70 Mds € dans le cas du Portugal, 90 Mds € dans le cas de l'Espagne, 300 Mds € dans le cas de l'Italie. Ces pertes, concentrées sur les banques et les investisseurs institutionnels de la zone euro, conduiraient normalement, avec le choc de la rupture de l'euro, à une forte dépréciation de l'euro à court terme.*

*A long terme, l'euro devrait au contraire s'apprécier avec l'amélioration de la « qualité » économique de la zone euro.*

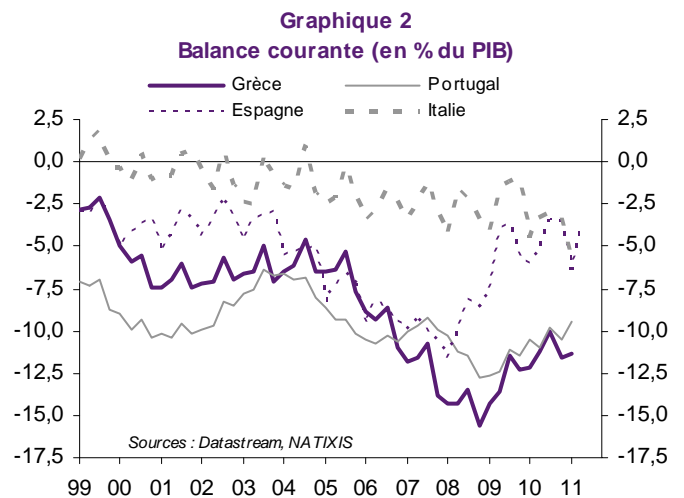
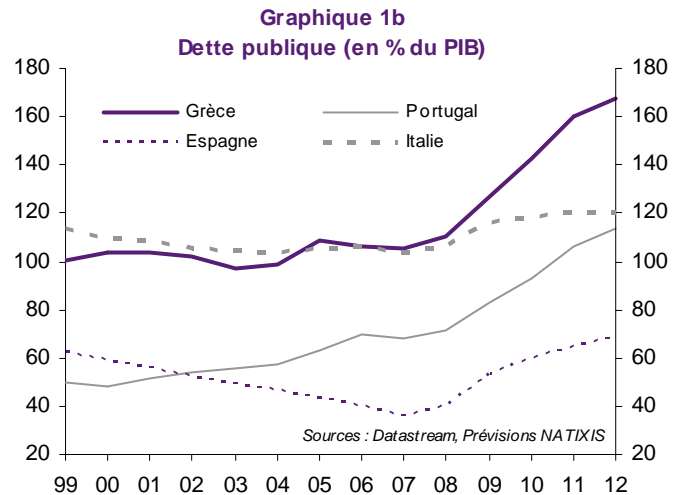
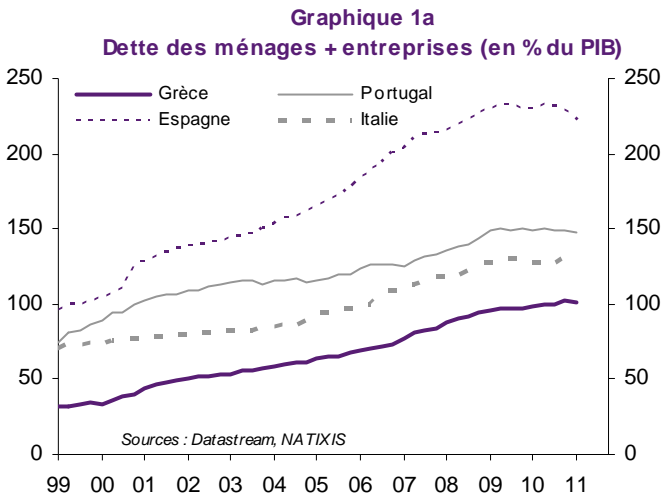
RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

## Le problème du commerce extérieur et la sortie de l'euro

On sait que, même dans une Union Monétaire, il est impossible que des pays aient un déficit extérieur permanent s'il n'y a pas de fédéralisme, ce qui est le cas dans la zone euro. En effet, ces pays devraient alors s'endetter continuellement, ce qui est impossible au-delà d'un certain niveau ; c'est de ce problème qu'est née la crise présente des dettes souveraines : lorsque le secteur privé (graphique 1a) puis le secteur public (graphique 1b) de la Grèce, du Portugal, de l'Espagne, de l'Italie ont été surendettés, ces pays n'ont plus pu financer leur déficit extérieur (graphique 2) et ils auraient fait défaut sans l'aide de l'Europe et de la BCE.



Supposons que le soutien de l'Europe ou de la BCE disparaisse, ces pays devraient quitter la zone euro et déprécier leurs devises pour faire disparaître leur déficit extérieur, puisqu'ils ne pourraient plus financer ce déficit extérieur.

Supposons donc que ceci se produise et regardons :

1. le montant nécessaire de la dépréciation du change de ces pays ;
2. l'effet sur leur économie ;
3. l'effet sur la parité de l'euro.

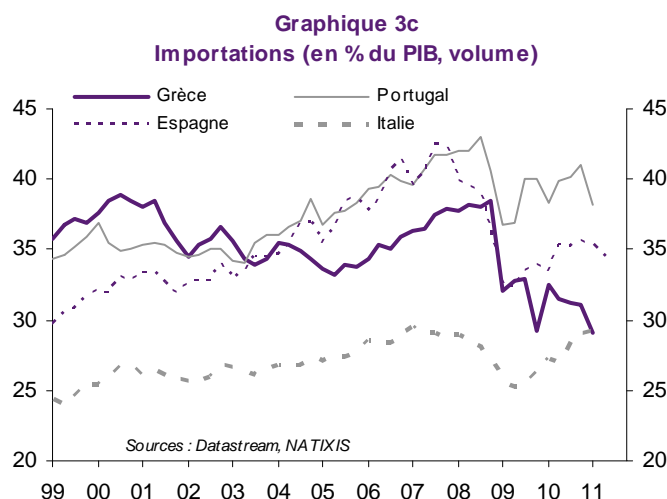
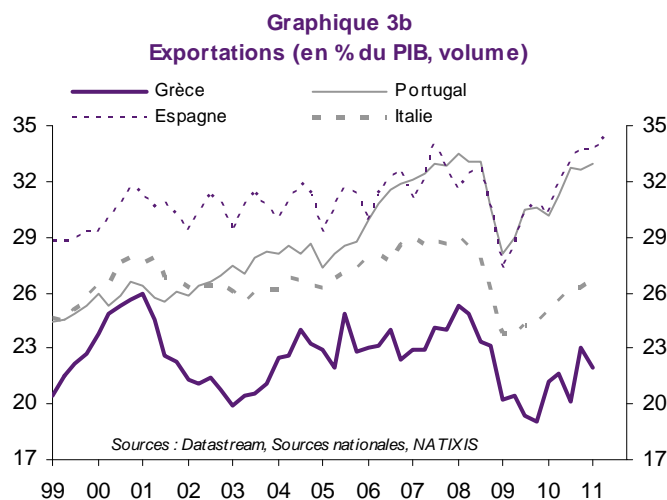
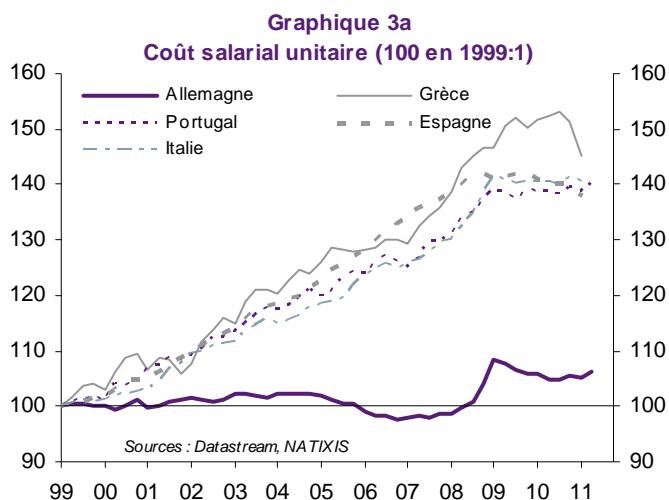
## Montant nécessaire de la dévaluation

On peut partir :

- de **la perte de compétitivité** de ces pays par rapport à l'Allemagne depuis la création de l'euro (**graphique 3a**) ;
- de **l'analyse économétrique du commerce extérieur** de ces pays montrant quelle dépréciation de leur taux de change ferait disparaître leur déficit extérieur (**graphique 2** plus haut).

L'effet de la dépréciation dépend évidemment :

- des élasticités-prix du commerce extérieur ;
- de la taille du commerce extérieur (**graphiques 3b/3c**).



On obtient **une dépréciation nécessaire d'environ** :

- 55 % **pour la Grèce** ;
- 35 % **pour le Portugal** ;
- 20 % **pour l'Espagne** ;
- 30 % **pour l'Italie**.

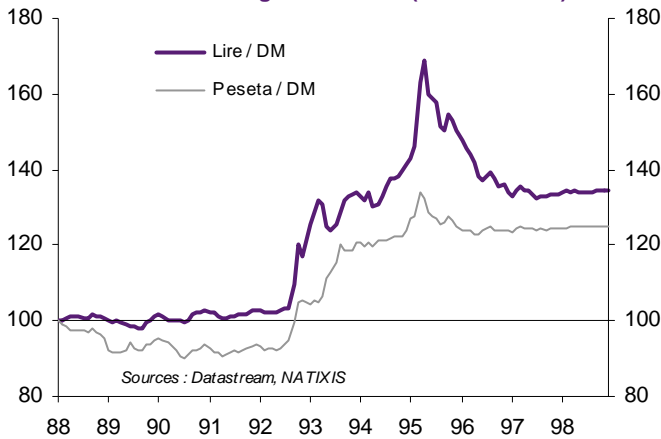
## Effets sur les économies de ces pays

(1) A titre d'information, on peut se rappeler ce qui s'était passé au moment de l'explosion du Système Monétaire Européen en 1992 – 1993 en Espagne et en Italie.

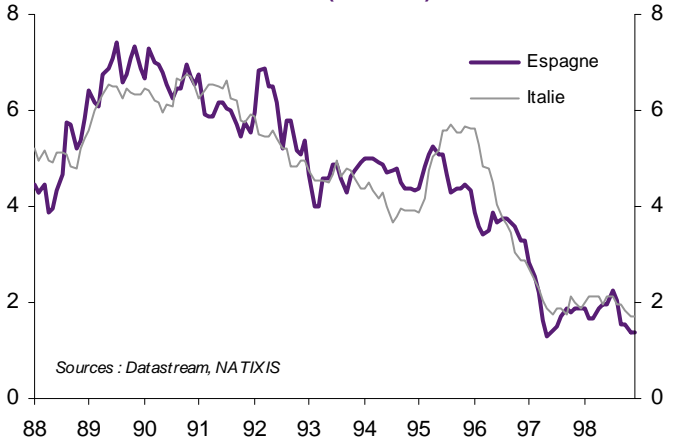
L'Espagne avait dévalué de 32 % par rapport au mark, l'Italie de 40 % (**graphique 4a**).

Il en avait résulté, en ce qui concerne l'inflation, la croissance, le commerce extérieur (**graphiques 4b/c/d/e**) une **poussée brève et faible d'inflation** (graphique 4b), liée à la hausse **des prix des importations** (graphique 4c) ; un **violent recul du PIB suivi au bout d'un an et demi d'une nette reprise de la croissance** (graphique 4d) ; la **disparition en un peu plus d'un an du déficit extérieur** (graphique 4e).

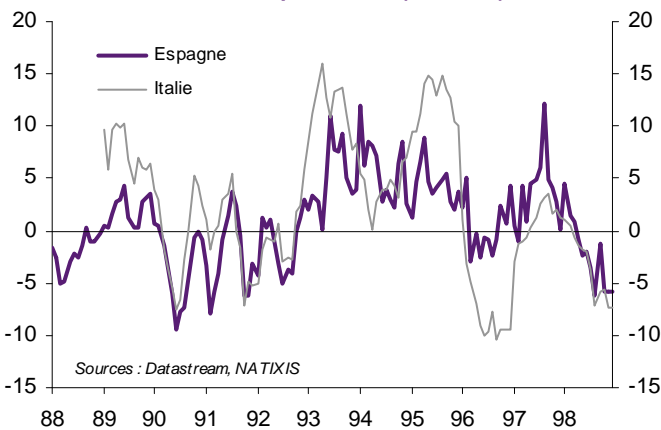
**Graphique 4a**  
Taux de change contre DM (100 en 1988:1)



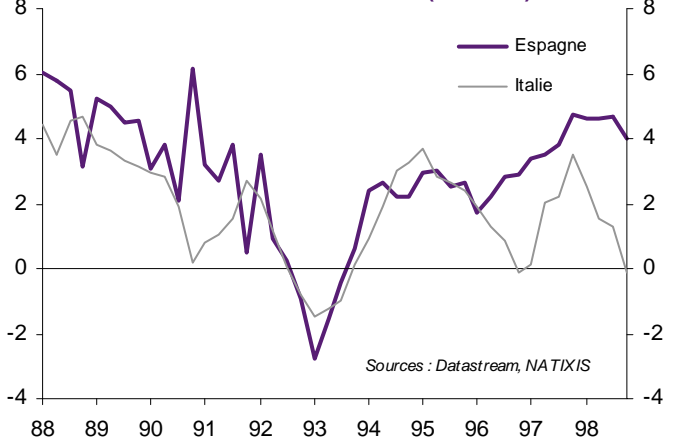
**Graphique 4b**  
Inflation (GA en %)



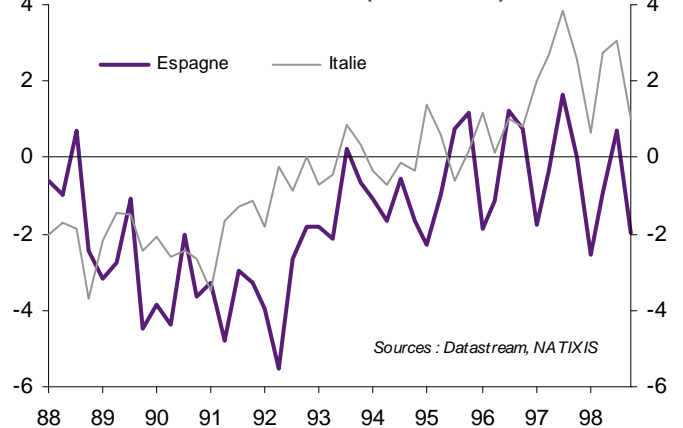
**Graphique 4c**  
Prix des importations (GA en %)



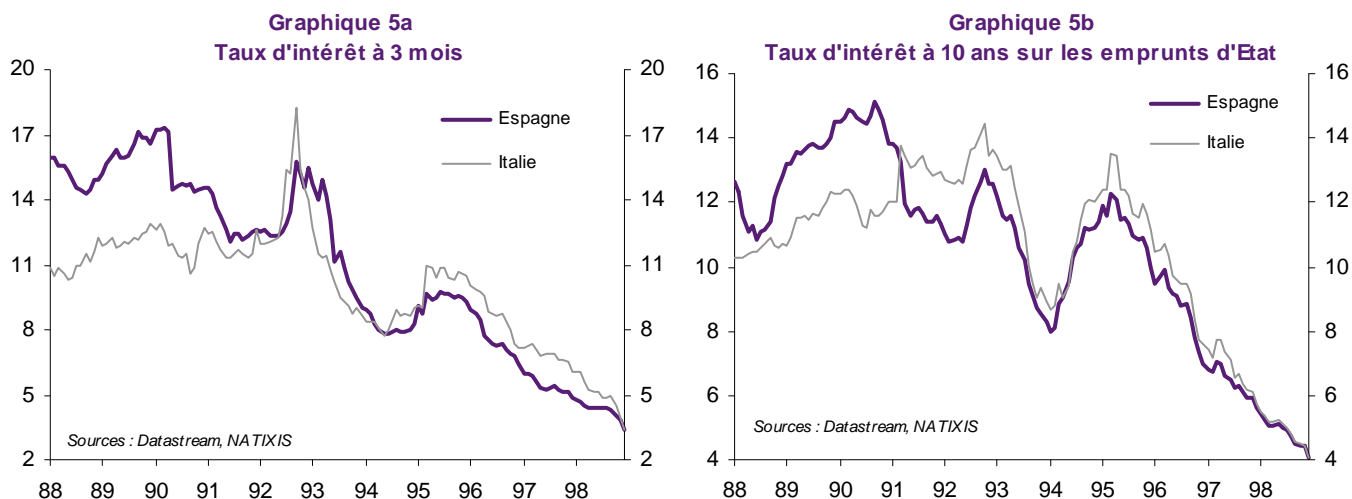
**Graphique 4d**  
Croissance du PIB volume (GA en %)



**Graphique 4e**  
Balance courante (en % du PIB)



Mais il faut rappeler une très importante différence entre la situation de 1992 – 1993 et la situation présente : en 1992 – 1993, la sortie du Système Monétaire Européen avait permis que les pays ne stabilisent plus leurs taux de change par rapport au mark allemand, donc qu'ils baissent leurs taux d'intérêt (graphiques 5 a/b).



(2) Que se passerait-il aujourd'hui en ce qui concerne les taux d'intérêt :

- les taux d'intérêt à court terme pourraient être maintenus à un niveau bas par les banques centrales ;
- mais les taux d'intérêt à long terme se fixeraient, au moins initialement, à un niveau très élevé. Il serait peut être même initialement impossible à ces pays de trouver des prêteurs étrangers ou même domestiques à long terme ;
- il faudrait donc initialement que les banques centrales nationales monétisent les déficits publics ;
- la hausse des taux d'intérêt à long terme affecterait cependant peu le secteur privé puisque ces pays se financent surtout à court terme (tableau 1) à taux variable.

Tableau 1  
Part des taux fixes et variables dans les prêts immobiliers (% , 2009)

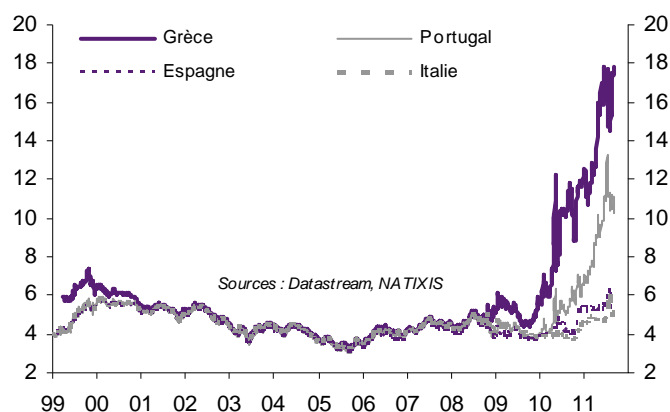
	Taux variable	Taux fixe
Allemagne	15	85
France	35	65
Italie	85	15
Espagne	95	5
Autriche	58	42
Belgique	52	48
Luxembourg	81	19
Finlande	97	3
Pays-Bas	44	56
Irlande	92	8
Portugal	98	2
Grèce	88	12

Sources : Banques Centrales nationales, NATIXIS

**(3) Au total, on aurait :**

- **une perte initiale forte de croissance, avec la détérioration des termes de l'échange, suivie d'une reprise de la croissance** si les banques centrales maintiennent les taux d'intérêt à court terme à un très bas niveau ;
- **une très forte hausse des taux d'intérêt à long terme** (déjà présente de toutes manières en Grèce et au Portugal, **graphique 6**) ;
- **une amélioration du commerce extérieur faisant disparaître le déficit extérieur** ;
- tant que le déficit extérieur subsiste, **la nécessité pour les banques centrales de monétiser les dettes publiques** ;
- **une inflation persistante**, d'abord avec la dépréciation du change, puis en raison de la monétisation des dettes publiques.

**Graphique 6**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

**(4) La question des dettes publiques**

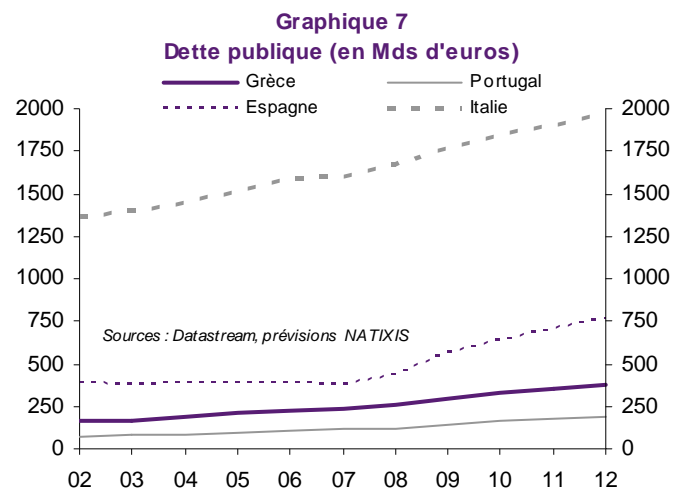
**Les pays devraient nécessairement ne pas faire défaut sur la partie de leur dette publique détenue par les résidents** pour éviter les faillites des intermédiaires financiers. **Le tableau 2** montre la fraction des dettes publiques qui est détenue par les non-résidents.

**Tableau 2**  
Part des non-résidents dans la détention de la dette publique en 2010 (en % du total)

	Espagne	Italie	Portugal*	Grèce*
Part de la dette publique détenue par les non-résidents	55,00	52,00	86,50	79,04

(\*) marketable debt  
Sources : source nationale, NATIXIS

**Pour la partie des dettes publiques détenues par les non-résidents** (soit, graphique 7 et tableau 2), 320 Mds d'euros en Grèce, 170 Mds d'euros au Portugal), 440 Mds d'euros en Espagne, 1 000 Mds d'euros en Italie), le plus probable est qu'elle soit convertie de l'euro dans les nouvelles monnaies des pays.



Compte tenu des pourcentages de dévaluation retenus plus haut, ceci **coûterait aux non résidents** (essentiellement les banques, **tableau 3** et investisseurs institutionnels de la zone euro) :

- 166 Mds€ dans le cas de la Grèce
- 70 Mds€ dans le cas du Portugal
- 90 Mds€ dans le cas de l'Espagne
- 300 Mds€ dans le cas de l'Italie

**Tableau 3**  
**Dettes publiques détenues par les banques de la zone euro (en Mds d'euros)**

Banques de...	Dette de ...			
	Espagne	Italie	Grèce	Portugal
Autriche	0,21	1,20	0,46	0,14
Belgique	2,87	21,40	3,91	2,09
Chypre	0,06	0,04	5,81	0,00
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,00	0,00	0,00	0,00
France	14,63	53,00	10,07	4,75
Allemagne	18,61	36,82	7,93	3,58
Grèce	0,00	0,10	54,45	0,00
Irlande	0,33	0,85	0,04	0,24
Italie	3,23	164,01	1,41	0,37
Luxembourg	0,17	2,39	0,08	0,18
Malte	0,00	0,00	0,01	0,00
Pays-Bas	2,28	10,18	1,17	0,84
Portugal	0,25	1,02	1,41	19,57
Slovaquie	0,00	0,00	0,00	0,00
Slovénie	0,03	0,10	0,02	0,02
Espagne	222,82	7,20	0,45	4,85

Source : European Banking Authority

### Effet sur le taux de change de l'euro

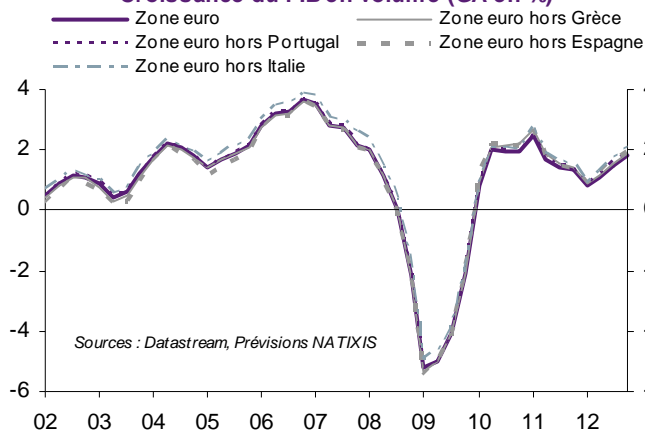
- L'effet de court terme est clair : l'euro se déprécierait violemment avec le choc dû à la sortie d'un pays, l'attente d'autres sorties, et les pertes vues ci-dessus pour le secteur financier. Nous supposons que l'euro reste la monnaie de tous les autres pays.
- L'effet de long terme dépend de celui de la sortie de chaque pays sur la « qualité » de la zone euro.

Regardons la croissance future, la dette publique, la balance courante de la zone euro sans chacun de ces pays et sans l'ensemble de ces pays (graphiques 8a/b ; 9a/b et 10a/b).

Ces pays freinent aujourd'hui la croissance de la zone euro (graphiques 8a/b), accroissant, sauf dans le cas de l'Espagne, son endettement public (graphiques 9a/b) dégradant sa balance courante (graphiques 10a/b).

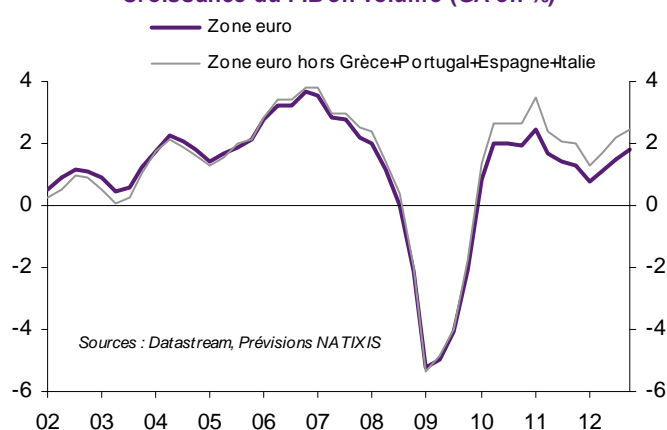
Graphique 8a

#### Croissance du PIB en volume (GA en %)



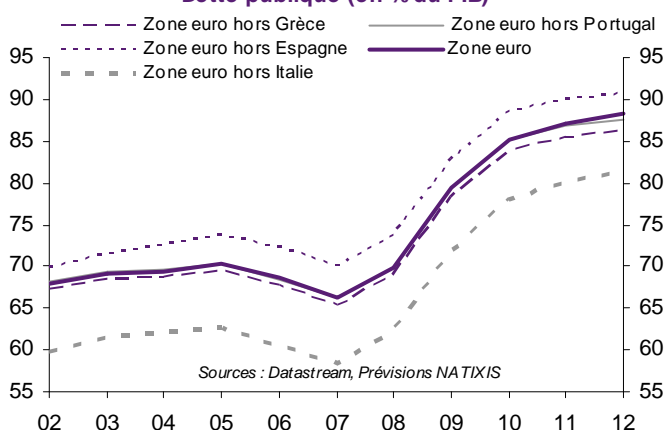
Graphique 8b

#### Croissance du PIB en volume (GA en %)



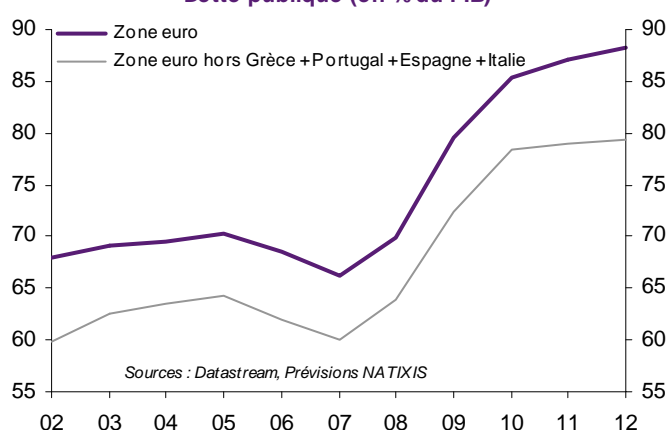
Graphique 9a

#### Dette publique (en % du PIB)



Graphique 9b

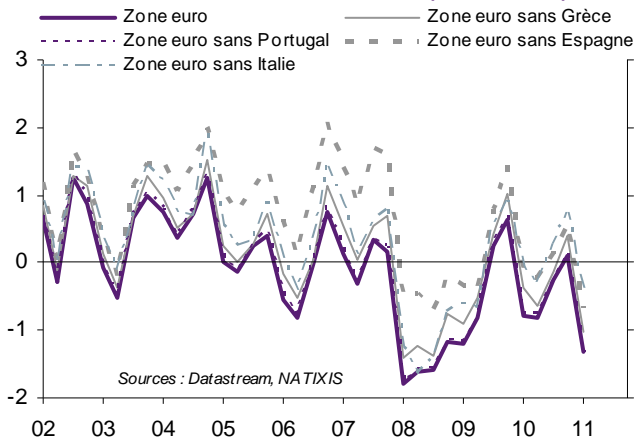
#### Dette publique (en % du PIB)





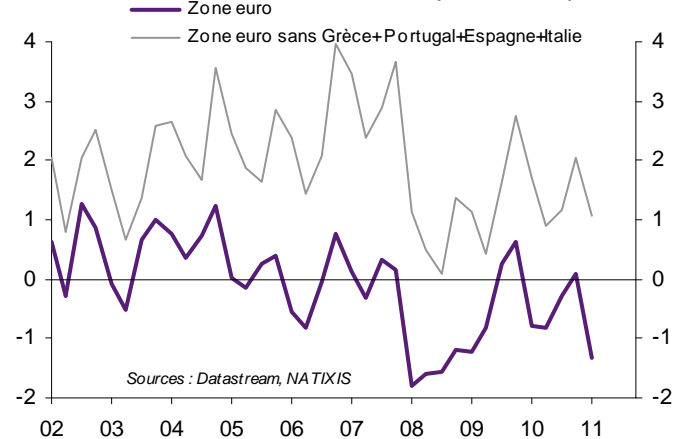
Graphique 10a

Zone euro : balance courante (en % du PIB)



Graphique 10b

Zone euro : balance courante (en % du PIB)



**La sortie de la Grèce seule ou du Portugal seul ne change pas grand-chose à la situation économique de la zone euro.**

**La sortie de l'Italie ou de l'Espagne conduit à une hausse de la croissance anticipée, à une baisse du taux d'endettement public, à une amélioration de la balance courante, donc à une appréciation de l'euro à long terme.**

**Synthèse : la sortie de l'euro faisable pour les pays, très coûteuse pour la zone euro**

Si la Grèce, le Portugal, l'Italie et l'Espagne sortaient de l'euro, ils auraient à court terme une très violente récession, mais ensuite une reprise de la croissance (puisque'ils se financent à taux variable), une disparition du déficit extérieur, à condition de maintenir des taux d'intérêt à court terme très faibles, d'accepter une inflation plus forte, d'accepter de monétiser pendant un temps les déficits publics, de convertir dans leur nouvelle monnaie les dettes publiques.

Par contre, la zone euro (les autres pays) subirait des pertes très fortes à court terme avec les pertes de change sur les dettes publiques des pays qui sortent, et à long terme les effets d'une appréciation de l'euro.

Le pouvoir de négociation est normalement dans les mains des pays qui peuvent menacer de sortir de l'euro, s'ils vérifient les conditions ci-dessus.