

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

21 février 2012 – N° 158

La gestion problématique des dettes publiques dans la zone euro : avant la crise, pendant la crise, après la crise

On sait qu'avant le début de la crise des dettes publiques dans la zone euro, les autorités européennes ont été incapables de porter un jugement convenable sur les politiques budgétaires des pays de la zone euro, soit pour des raisons de fiabilité statistique (Grèce), soit en raison de leur incapacité à analyser le modèle de croissance des pays (Espagne, Irlande).

La gestion pendant la crise est extrêmement critiquable. D'une part, aucun effort de séparation entre les pays confrontés à une crise de solvabilité (Grèce) et les pays confrontés à une crise de liquidité (Espagne, Italie) n'a été fait ; pourtant, il ne sert à rien de continuer à prêter aux premiers (pourtant on leur prête) et il faut prêter aux seconds (pourtant, il y a une forte répugnance à le faire). Par ailleurs, l'effort de consolidation budgétaire qui est demandé à certains pays (Grèce, peut-être Espagne) est inefficace car il aboutit à un cercle dépressif où l'activité recule et où les déficits publics ne diminuent pas.

Enfin, les institutions futures en ce qui concerne les politiques budgétaires sont critiquables : absence d'institution pouvant lutter contre les crises de liquidité (dues à l'absence de fédéralisme et d'Eurobonds) en utilisant la création monétaire (l'EFSF-ESM est un émetteur obligataire pas un « FMI européen ») ; règle d'or qui risque de substituer un nouveau ratio « magique » à l'analyse détaillée des politiques budgétaires et des situations structurelles des pays.

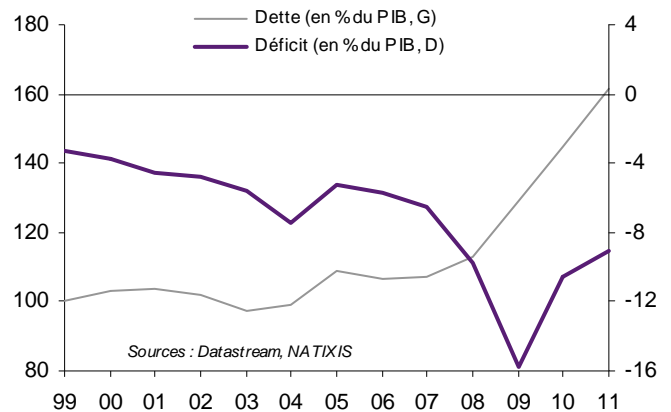
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Avant la crise :
absence de
supervision sérieuse

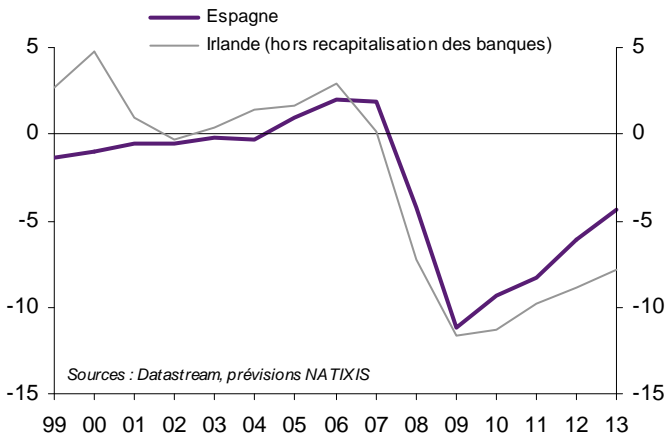
On sait que la supervision macro-financière des pays de la zone euro s'est montrée très défailante avant que débute la crise des dettes publiques européennes :

- ignorance de la situation de la Grèce (graphique 1) ; en raison de l'incapacité à analyser la fiabilité des chiffres fournis ;
- absence de compréhension de ce que la bonne situation budgétaire de certains pays (Espagne, Irlande, graphiques 2a/b) était due à leur modèle économique intenable (bulle d'endettement, bulle immobilière, graphiques 3a/b) qui ne pouvait conduire qu'à une crise économique et bancaire (graphiques 4a/b et tableau 1).

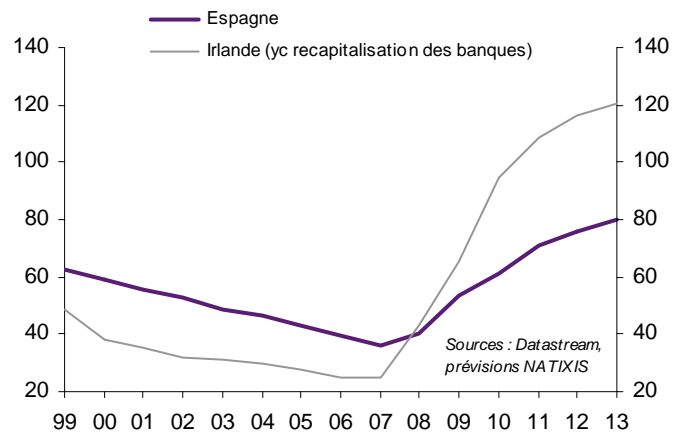
Graphique 1
Grèce : déficit et dette publics (en % du PIB)



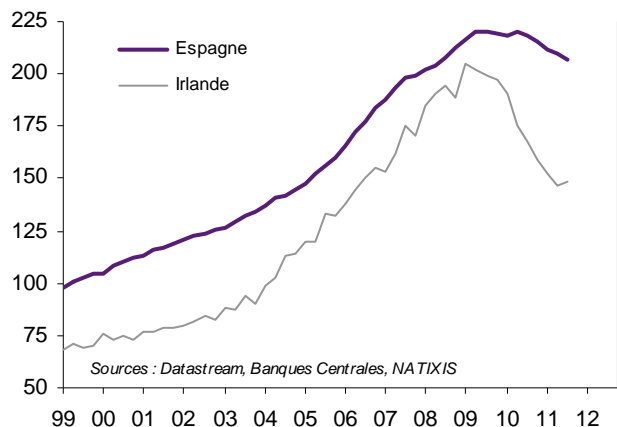
Graphique 2a
Déficit public (en % du PIB)



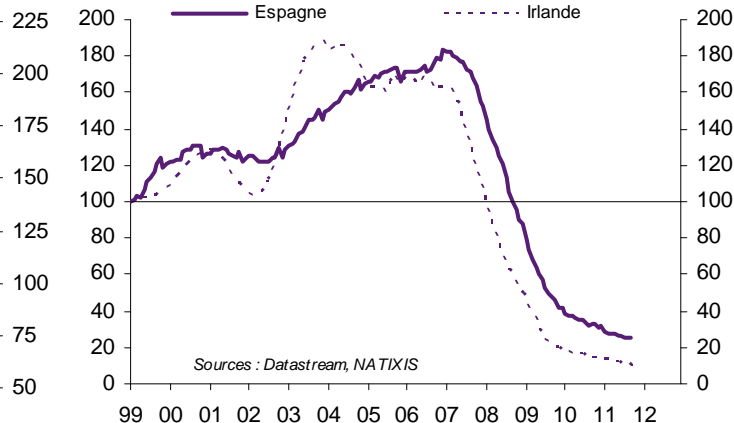
Graphique 2b
Dette publique (en % du PIB)



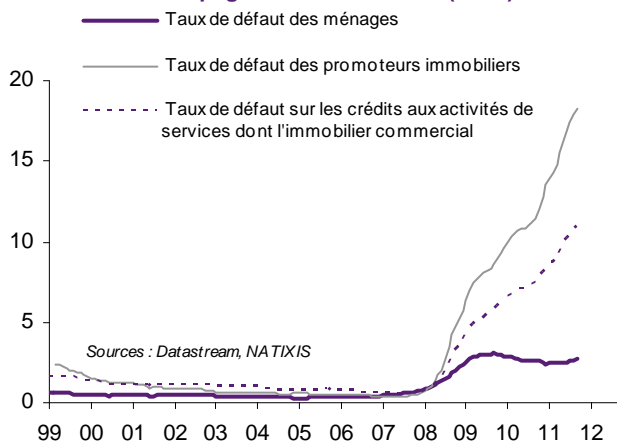
Graphique 3a
Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)



Graphique 3b
Mises en chantier (100 en 1999:1)



Graphique 4a
Espagne : taux de défaut (en %)



Graphique 4b
Irlande: prêts non performants (en % du total des prêts)

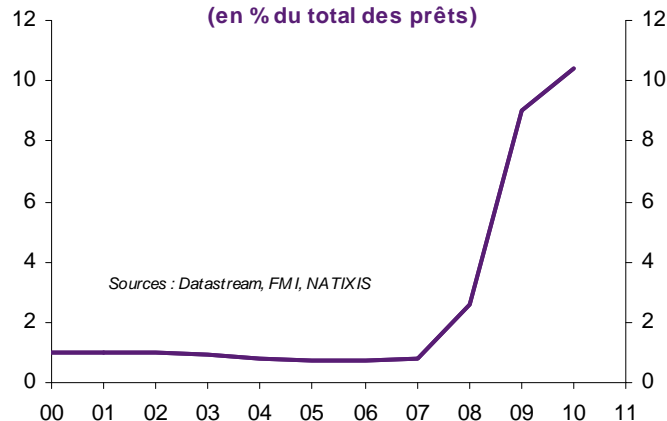


Tableau 1
Irlande

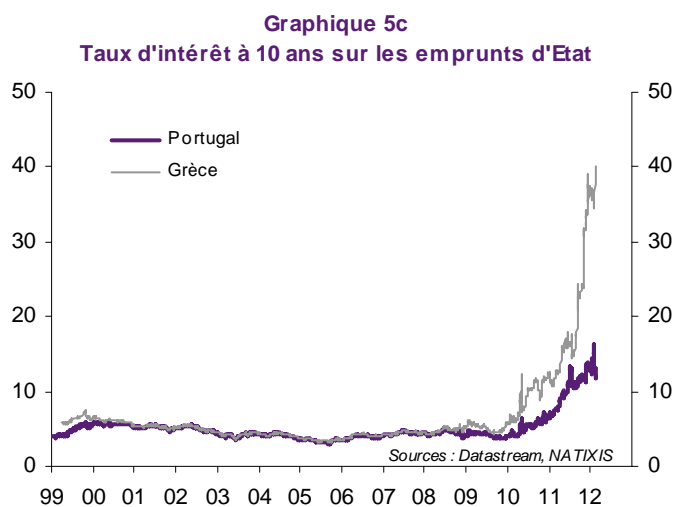
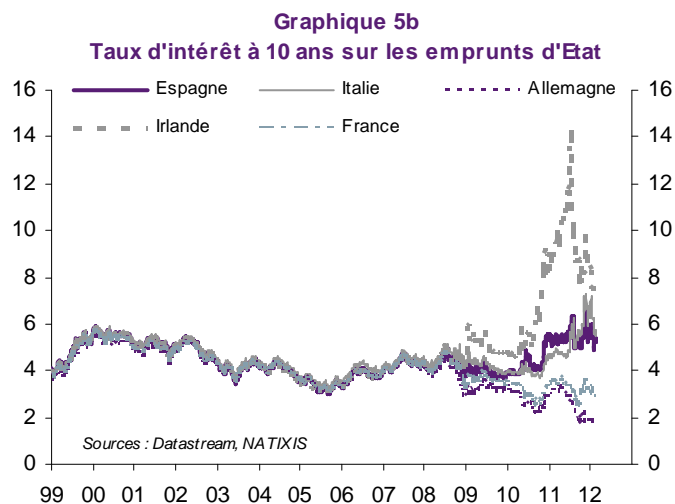
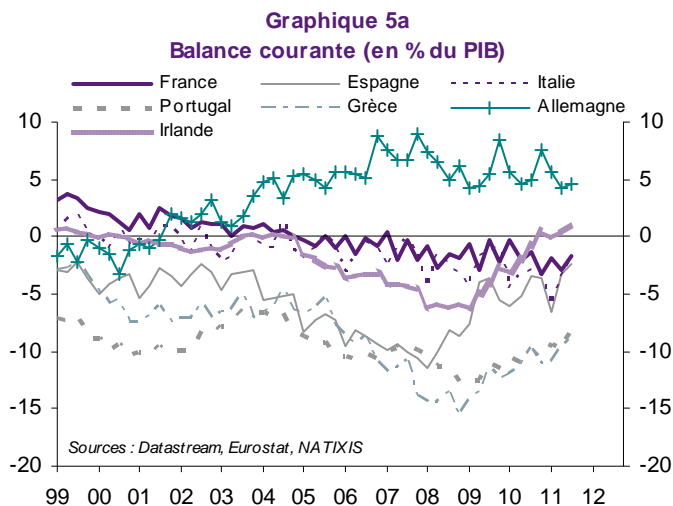
Défaut supérieur à 90 jours	Taux de défaut des ménages sur les crédits hypothécaires (en %)
Q3 2009	3,3
Q4 2009	3,6
Q1 2010	4,1
Q2 2010	4,6
Q3 2010	5,1
Q4 2010	5,7
Q1 2011	6,3
Q2 2011	7,2
Q3 2011	9,2

Source: Banque Centrale d'Irlande

Pourtant, l'Espagne et l'Irlande, avec leurs excédents budgétaires (graphique 2a plus haut) étaient donnés en exemple, ce qui montre **le chemin qu'il reste à parcourir avant d'avoir une surveillance macro-financière sérieuse dans la zone euro.**

Pendant la crise des dettes publiques : une gestion de la crise qui a aggravé la crise

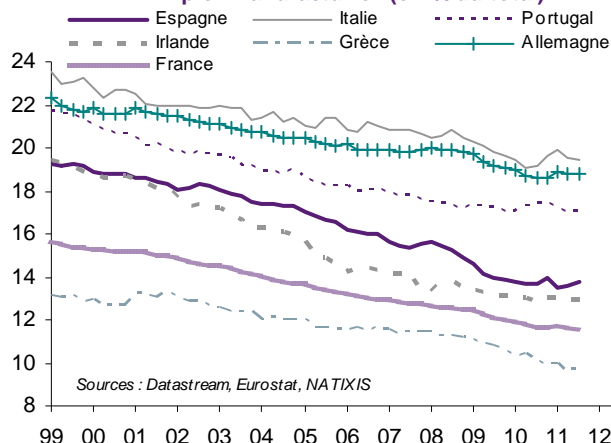
(1) Il s'agit d'abord de l'absence de distinction qui a été faite entre les pays confrontés à une crise de solvabilité et les pays confrontés à une crise de liquidité. Il s'agit autant de la solvabilité externe que de la solvabilité budgétaire, puisque le facteur qui déclenche la crise est l'arrêt des transferts d'épargne des pays excédentaires du Nord de la zone euro vers les pays déficitaires du Sud de la zone euro (graphique 5a), ce qui explique l'écartement des taux d'intérêt sur les dettes publiques (graphiques 5b/c).



Lorsqu'on observe, ce qui est le cas en Grèce, un déficit extérieur structurel (graphique 5a plus haut), une taille très faible de l'industrie (graphiques 6a/b), donc l'incapacité à rééquilibrer le commerce extérieur et à stabiliser la dette extérieure (graphique 7), on conclut que le pays (la Grèce ici) est insolvable : il ne sert à rien de lui prêter davantage, puisqu'il ne peut pas rembourser ses dettes, et, dès le départ, il aurait fallu, non pas prêter plus mais annuler une large partie de la dette publique et aider la Grèce à recréer des activités et des emplois : on a fait exactement l'inverse.

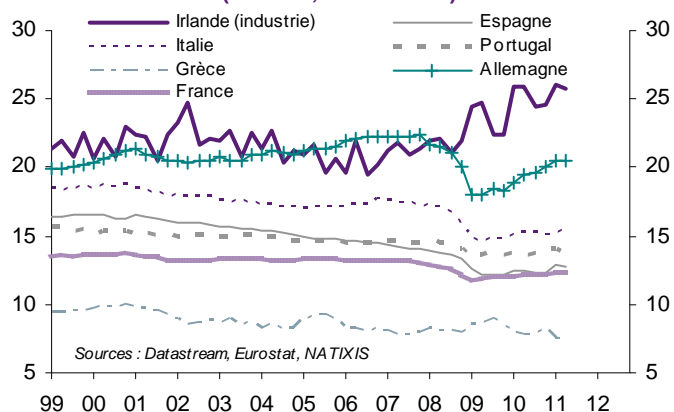
Graphique 6a

Emploi manufacturier (en % du total)



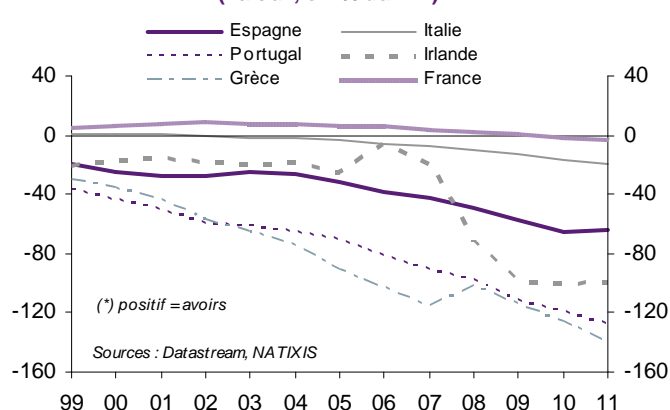
Graphique 6b

Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (volume, en % du PIB)



Graphique 7

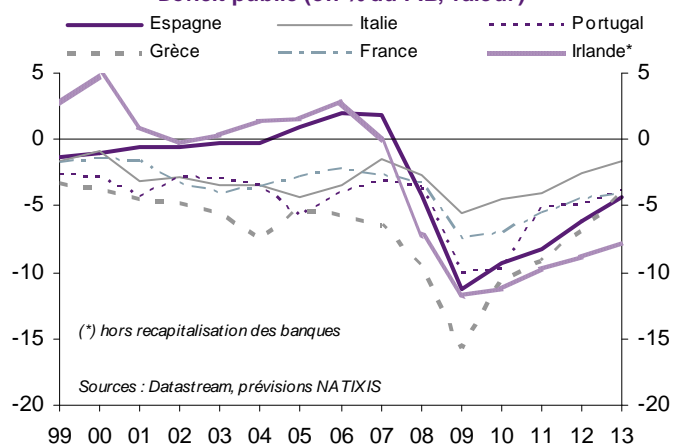
Actifs ou dettes nets extérieurs* (valeur, en % du PIB)



Au contraire, si un pays est solvable mais rencontre des difficultés de financement, il est confronté à une crise de liquidité, et il est indispensable de lui prêter très rapidement pour éviter que la crise de liquidité ne se transforme en crise de solvabilité. Ceci est très probablement le cas de l'Espagne et de l'Italie : l'Italie a une industrie de grande taille (graphiques 6a/b plus haut), un déficit extérieur faible (graphique 5a plus haut) et réduit rapidement son déficit public (graphique 8).

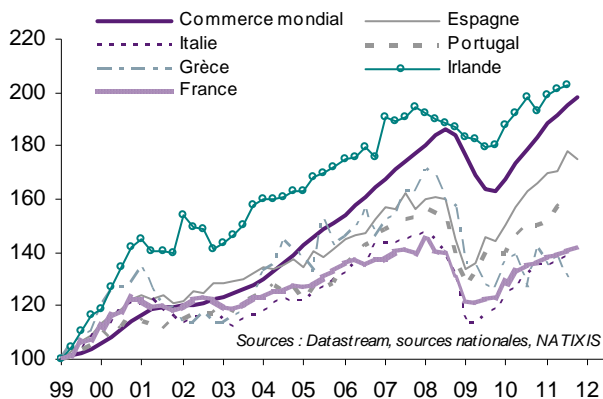
Graphique 8

Déficit public (en % du PIB, valeur)

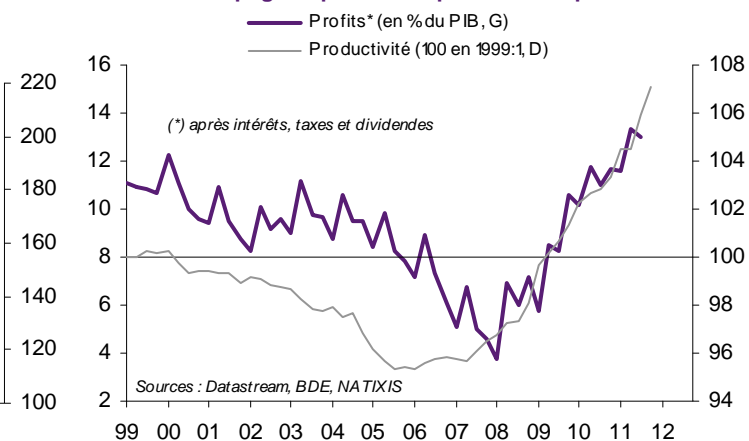


L'Espagne redresse rapidement son commerce extérieur (graphique 5a plus haut) grâce à une progression très rapide de ses exportations (graphique 9) et avec la restructuration de ses entreprises dont la productivité et la profitabilité s'améliorent (graphique 10).

Graphique 9
Commerce mondial et exportations des pays
(volume, 100 en 1999:1)



Graphique 10
Espagne : profits* et productivité par tête

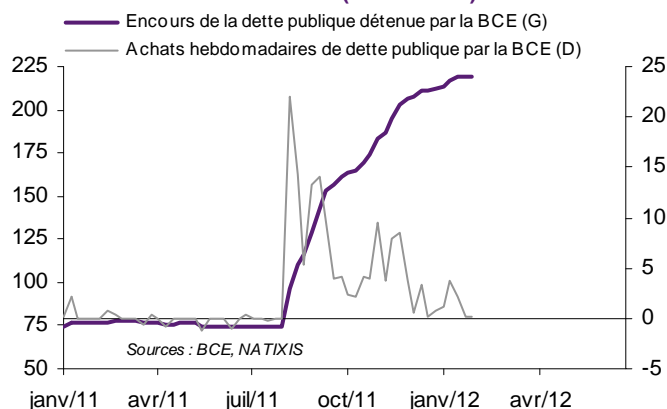


Pourtant, les autorités européennes ont montré une grande réticence à prêter à l'Espagne et à l'Italie, et ne le font que modestement au travers des achats de dette publique (SMP) de la BCE (graphique 11).

La confusion entre crise de solvabilité et crise de liquidité a entraîné :

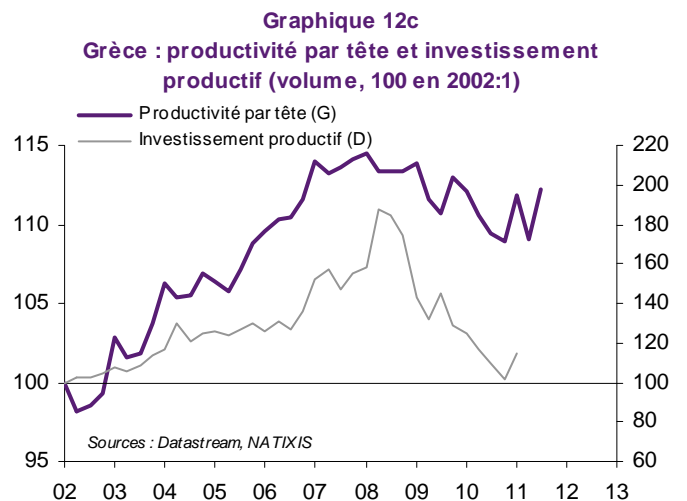
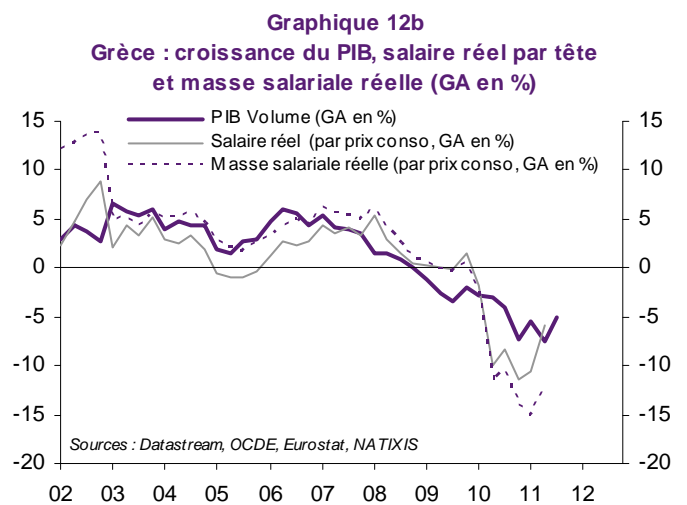
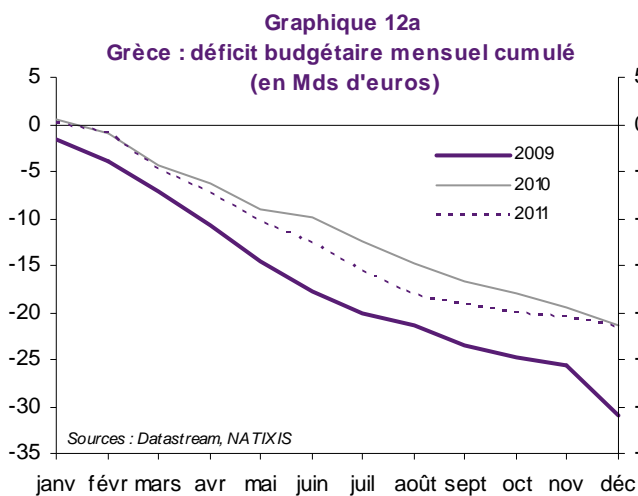
- des prêts inutiles à la Grèce ;
- un soutien insuffisant à l'Espagne, à l'Italie, probablement aussi au Portugal ;
- une confusion entre toutes les situations, favorable à la contagion.

Graphique 11
BCE : achats et encours de dettes publiques en
2011- 2012 (en Mds d'€)



(2) La seconde caractéristique très négative de la gestion de la crise est l'ajustement demandé par les institutions européennes (et le FMI) à la Grèce (et peut-être aussi à d'autres pays comme l'Espagne, mais concentrons-nous sur le cas de la Grèce).

L'ajustement budgétaire demandé est si violent qu'il ne permet pas à la Grèce de réduire son déficit public (graphique 12a) en raison de la chute de l'activité et des revenus (graphique 12b), de la désorganisation des entreprises qui se voit au recul des exportations (graphique 9 plus haut), de la productivité et de l'investissement (graphique 12c). Il se double maintenant d'une demande de baisse des salaires alors que ceux-ci baissent déjà violemment (graphique 12b) et qu'il n'est pas prouvé que le problème de la Grèce soit la compétitivité-coût.

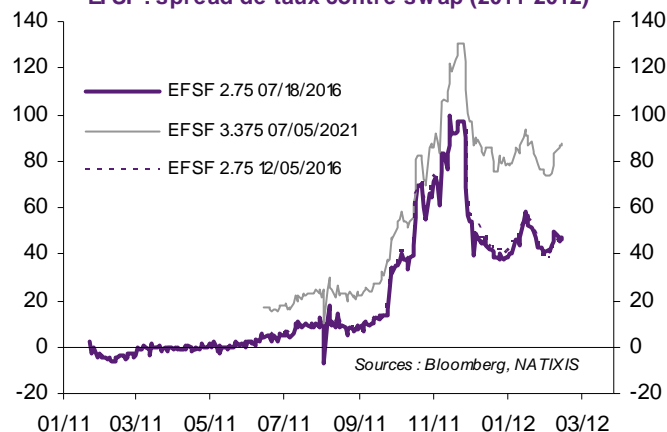


Les autorités européennes ne comprennent pas qu'il ne sert à rien de continuer à pousser la Grèce dans ce cercle dépressif (la Grèce se situe « à droite de la courbe de Laffer » une politique budgétaire plus restrictive y accroît le déficit public).

L'inquiétude concernant les institutions futures

(1) Il s'agit d'abord du risque de crise de liquidité. En absence de fédéralisme, donc d'Eurobonds, il y a 17 émetteurs souverains, et les investisseurs peuvent toujours décider s'ils investissent dans un certain nombre de pays et pas dans d'autres, ce qui déclenche une crise de liquidité. Le seul remède aux crises de liquidité est l'existence d'un Prêteur en Dernier Ressort qui prête aux Etats confrontés à une telle crise. Mais le Prêteur en Dernier Ressort, pour pouvoir mobiliser rapidement une grande quantité de fonds doit pouvoir utiliser la création monétaire, comme le FMI. **Ce ne sera pas le cas dans la zone euro, puisque l'EFSF-ESM est un émetteur obligataire** : il n'est donc pas un FMI européen, et ne pourra que très difficilement lever des fonds en cas de besoin sur le marché obligataire, comme le montrent déjà ses coûts de financement (**graphique 13**) alors qu'il a émis moins de 30 Mds €. La zone euro ne disposera donc pas d'une institution de lutte contre les crises de liquidité des Etats ayant accès à la création monétaire.

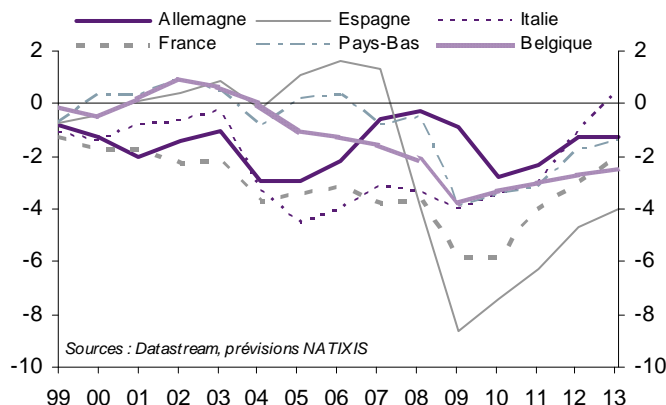
Graphique 13
EFSF : spread de taux contre swap (2011-2012)



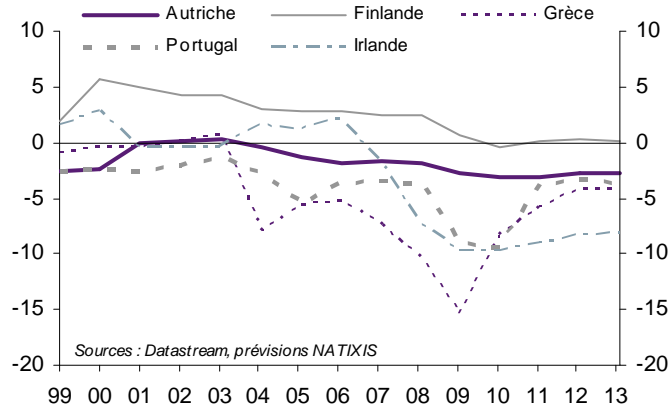
(2) Il s'agit ensuite de la Règle d'Or, qui doit contraindre les pays de la zone euro à une quasi nullité du **déficit budgétaire structurel** ce qui n'a été achevé dans le passé que par la Finlande, l'Espagne, et l'Irlande avant la crise, les Pays-Bas (**graphiques 14a/b**).

La Règle d'Or évitera évidemment les déficits excessifs et la hausse des taux d'endettement publics, mais **il s'agit à nouveau d'un ratio « magique » qui ne peut pas dispenser de l'analyse sérieuse des situations et des politiques macroéconomiques**. Dans le passé, l'Espagne et l'Irlande respectaient, la Règle d'Or, mais grâce à une stratégie macroéconomique catastrophique !

Graphique 14a
Déficit budgétaire structurel
(en % du PIB valeur)



Graphique 14b
Déficit budgétaire structurel
(en % du PIB valeur)



Synthèse : toujours les mêmes insuffisances

Que ce soit avant, pendant ou après la crise des dettes publiques de la zone euro, les mêmes insuffisances apparaissent :

- **manque d'analyse théorique** (par exemple distinction entre crise de liquidité et solvabilité, nature du Prêteur en Dernier Ressort) ;
- **obstination dans des pistes inefficaces** (gestion de la crise grecque) ;
- **utilisation de normes simplistes** (ratios de finances publiques du traité de Maastricht ou Règle d'Or) qui se substituent à une vraie analyse macroéconomique.