

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 avril 2012 – N°284

Dans la zone euro, un pays qui réduit son déficit public mais pas son déficit extérieur, n'est pas à l'abri d'une crise

Puisqu'on croit le plus souvent que la crise de la zone euro est une crise des dettes publiques, la variable la plus surveillée dans chacun des pays est le déficit public. Un pays où le déficit public se réduit nettement (en 2011 : France, Portugal, Irlande, mais pas en Espagne, Grèce, Italie, Pays-Bas) est alors considéré comme devenant moins risqué.

Mais cette analyse est très insuffisante. Un pays de la zone euro qui conserve un déficit public important mais qui n'a plus de déficit extérieur peut difficilement connaître une crise financière : il est très rare que les investisseurs ou les banques domestiques refusent de financer le déficit de leur pays.

Mais à l'inverse, un pays de la zone euro qui réduit son déficit public mais conserve un déficit extérieur important peut être en difficulté. Il est beaucoup plus difficile de convaincre les investisseurs non résidents de financer le déficit extérieur d'un pays qui a un déficit extérieur et une dette extérieure croissants que de convaincre les investisseurs domestiques de financer le déficit public de leur pays. Dans le premier groupe (déficit public sans déficit extérieur), on trouve par exemple l'Irlande, les Pays-Bas et on trouvera bientôt l'Italie, l'Espagne et plus tard le Portugal ; dans le second groupe (déficit extérieur croissant avec un déficit public qui se réduit), on trouve la France.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

L'évolution des déficits publics des pays de la zone euro est surveillée de très près

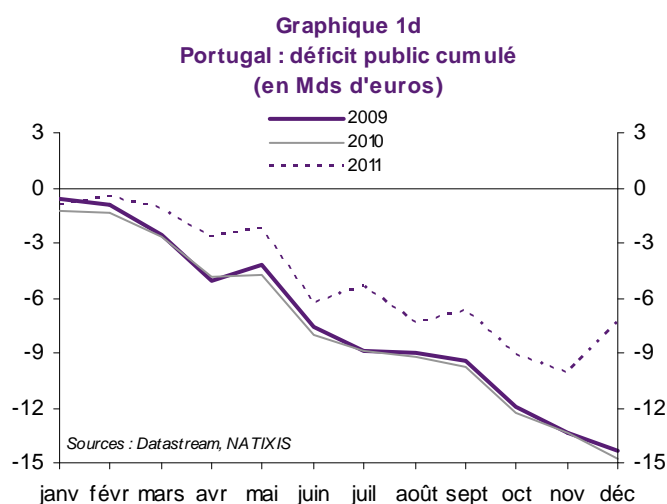
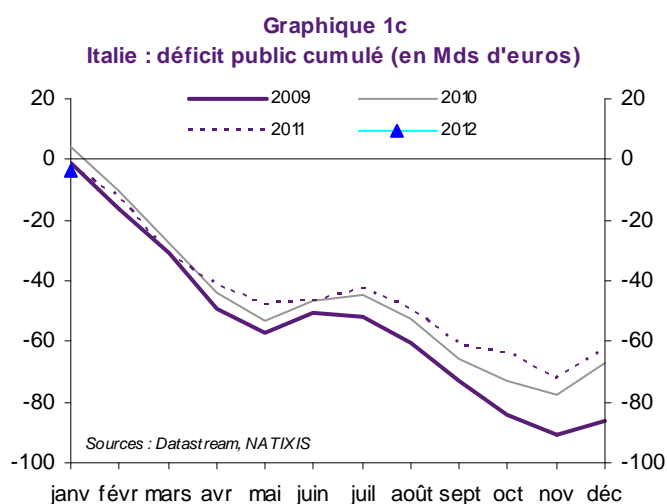
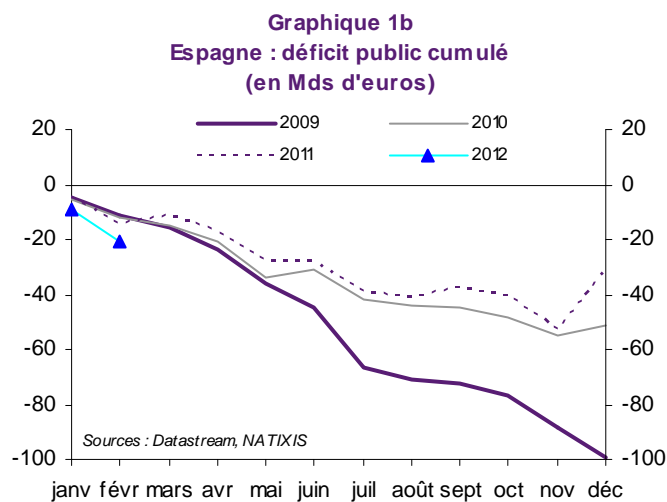
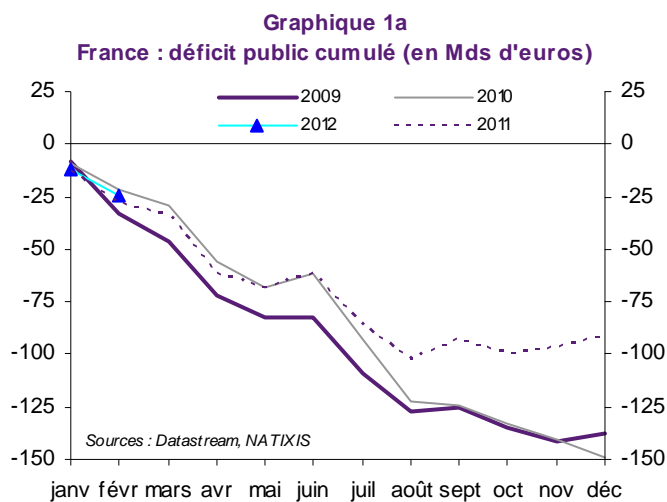
Puisque la crise de la zone euro est supposée être une crise des finances publiques, les investisseurs, les autorités européennes... surveillent de très près les déficits publics des pays.

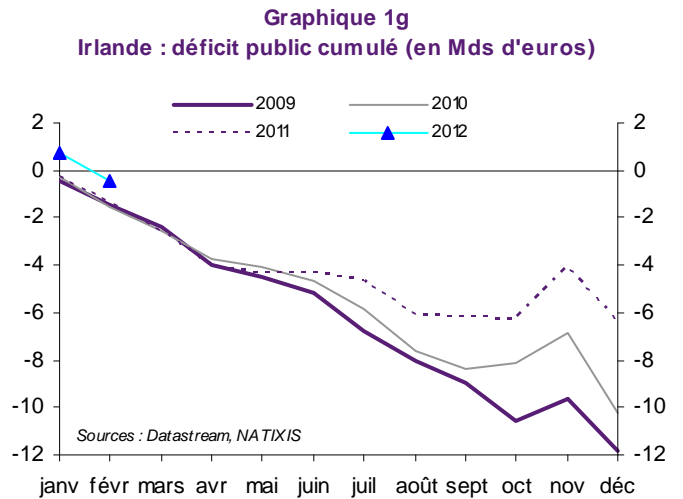
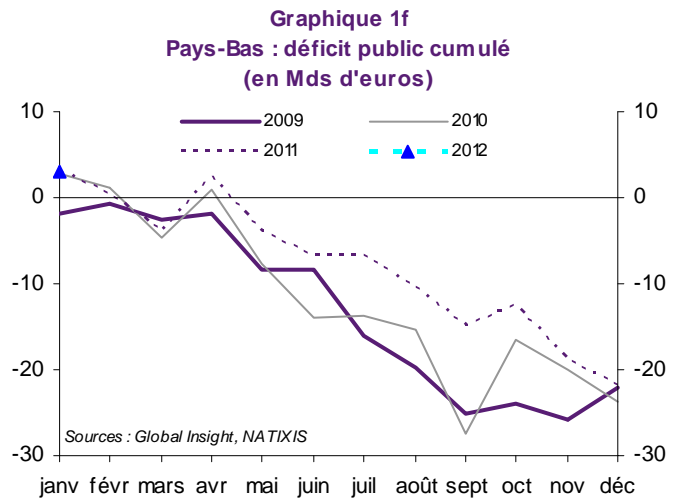
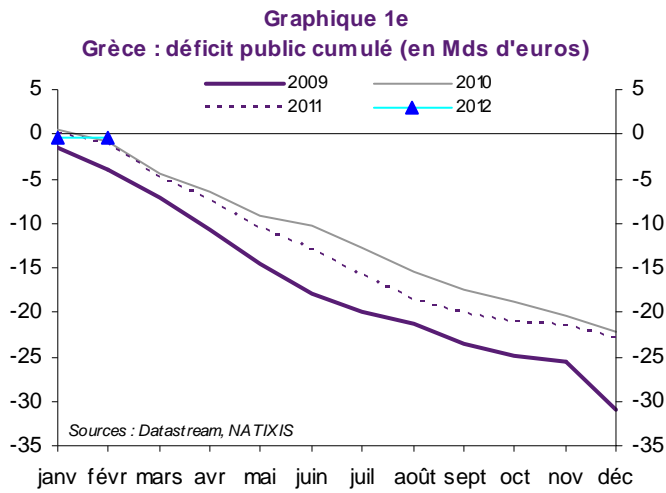
Regardons ici les situations de la France, de l'Espagne, de l'Italie, du Portugal, de la Grèce, des Pays-Bas, de l'Irlande. En 2011 (tableau 1, graphiques 1a à 1g) on a observé une forte réduction du déficit public en France, au Portugal, en Irlande.

Tableau 1
Prévisions de Natixis pour les déficits publics (en % du PIB)

	France	Espagne	Italie	Portugal	Grèce	Pays-Bas	Irlande
2008	-3,30	-4,20	-2,70	-3,60	-9,80	0,50	-7,30
2009	-7,50	-11,20	-5,40	-10,10	-15,80	-5,40	-11,70
2010	-7,00	-9,30	-4,58	-9,80	-10,60	-5,20	-11,32
2011	-5,20	-8,47	-3,94	-4,16	-9,32	-5,00	-9,79
2012	-4,50	-6,19	-2,60	-4,50	-7,73	-4,55	-8,89
2013	-4,00	-4,43	-1,62	-3,73	-5,43	-3,94	-7,86

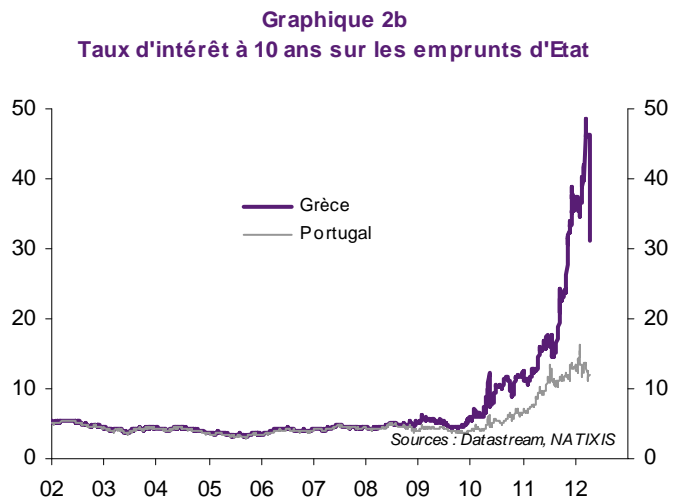
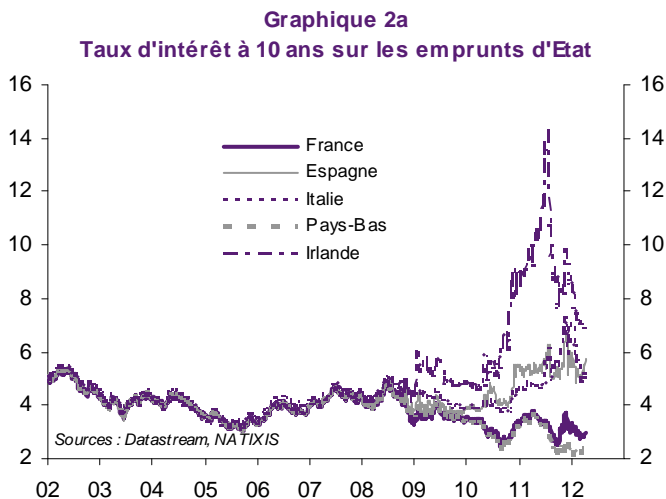
* Prévisions Natixis
Sources : Eurostat, Natixis





On observe au contraire **une forte difficulté à réduire le déficit public** en Espagne, en Italie, en Grèce, aux Pays-Bas.

Ceci devrait conduire à la pénalisation sur les marchés financiers des pays où le déficit public est difficile à réduire (**graphiques 2a-2b**). Or la situation de l'Irlande s'est améliorée et les Pays-Bas n'éprouvent aucun problème. En réalité, **on ne peut pas regarder seulement le déficit public et il faut absolument introduire dans l'analyse le déficit extérieur du pays.**



Le couple déficit public/déficit extérieur

Nous partons de l'idée selon laquelle **il est exceptionnel que les investisseurs ou les banques d'un pays refusent de financer le déficit public du pays.**

Les investisseurs et les banques ont un fort "home bias" : ils préfèrent détenir les titres domestiques aux titres étrangers. On voit par exemple l'importance des titres publics domestiques détenus par les banques de la zone euro par rapport aux titres publics des autres pays (**tableau 2**).

Tableau 2
Encours de dettes souveraines des pays de la zone euro détenus par les banques des pays de la zone euro (septembre 2011, en Mds d'euros)

Banques Dettes de	Allemagne	Autriche	Belgique	Chypre	Espagne	Finlande	France	Irlande
Allemagne	315,84	1,45	12,49	0,00	3,44	0,15	32,01	0,27
Autriche	10,75	11,63	2,06	0,34	0,26	0,00	4,00	0,23
Belgique	7,01	0,40	24,90	0,04	0,91	0,15	34,70	0,00
Chypre	0,11	0,02	0,04	0,97	0,00	0,00	0,19	0,00
Espagne	19,17	0,10	2,61	0,00	167,58	0,00	11,42	0,03
Estonie	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,62	0,16	0,25	0,00	0,13	0,14	2,05	0,07
France	17,34	0,29	2,30	0,49	4,49	0,01	108,64	1,03
Grèce	6,35	0,13	4,27	4,93	0,25	0,00	7,52	0,02
Irlande	0,89	0,05	0,38	0,36	0,00	0,04	1,79	12,46
Italie	30,01	1,05	18,45	0,10	6,95	0,00	41,79	0,24
Luxembourg	0,37	0,02	0,18	0,01	0,00	0,00	0,27	0,00
Malte	0,08	0,06	0,00	0,13	0,00	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	7,54	0,12	0,30	0,00	0,72	0,00	14,07	0,36
Portugal	3,97	0,03	1,99	0,00	3,39	0,00	3,57	0,10
Slovaquie	0,89	6,40	1,60	0,00	0,00	0,00	0,53	0,00
Slovénie	0,51	0,37	0,26	0,04	0,00	0,00	1,14	0,00
Zone euro	421,49	22,26	72,08	7,41	188,12	0,50	263,68	14,81

Banques Dettes de	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovénie	Total des banques de la zone euro
Allemagne	20,02	0,06	0,01	29,49	0,01	0,21	415,46
Autriche	2,94	0,09	0,00	3,08	0,02	0,18	35,58
Belgique	0,19	0,16	0,00	15,07	0,01	0,23	83,77
Chypre	0,02	0,01	0,01	0,02	0,00	0,00	1,38
Espagne	3,77	0,17	0,00	1,32	0,10	0,02	206,28
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,02
Finlande	0,03	0,01	0,00	2,08	0,00	0,03	5,57
France	0,28	0,07	0,02	22,84	0,24	0,27	158,31
Grèce	1,47	0,08	0,01	0,87	1,02	0,01	26,91
Irlande	0,19	0,00	0,01	0,37	0,55	0,01	17,10
Italie	156,04	1,40	0,01	4,52	0,96	0,03	261,54
Luxembourg	0,00	2,20	0,00	0,25	0,00	0,01	3,31
Malte	0,00	0,00	0,80	0,00	0,00	0,00	1,07
Pays-Bas	0,18	0,03	0,00	55,42	0,01	0,22	78,97
Portugal	0,29	0,14	0,00	0,66	22,74	0,00	36,89
Slovaquie	3,18	0,01	0,01	0,13	0,04	0,02	12,81
Slovénie	0,34	0,00	0,00	0,08	0,00	1,43	4,16
Zone euro	188,94	4,44	0,87	136,20	25,70	2,64	1349,14

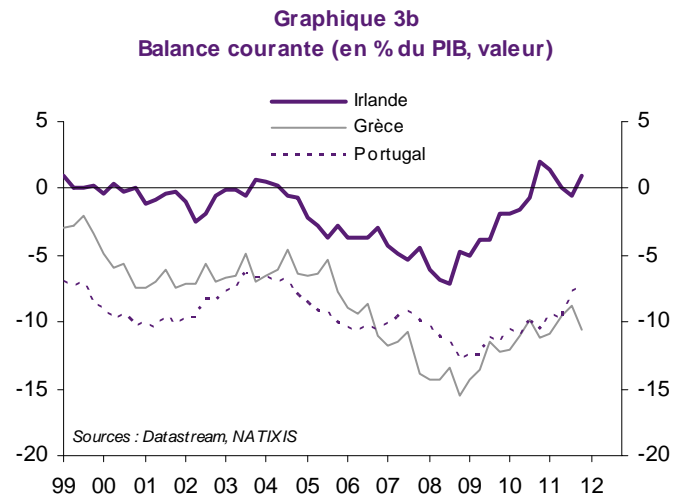
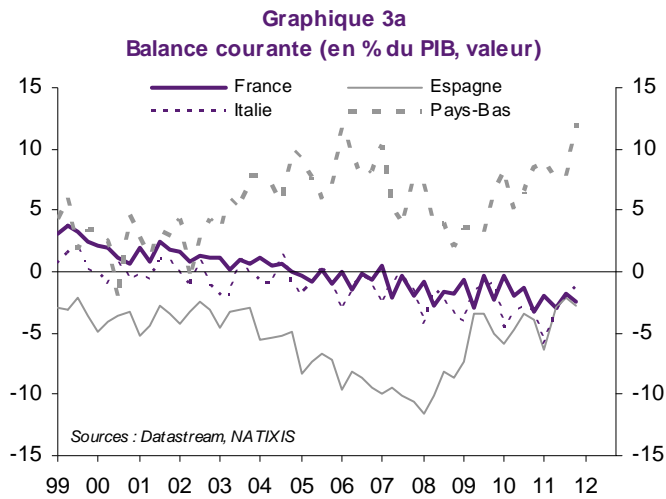
Source : European Banking Authority

Les investisseurs et les banques d'un pays ont souvent des **liens étroits avec le gouvernement, le Trésor de ce pays**, ce qui peut les pousser à coopérer avec le gouvernement pour faciliter le financement du déficit public.

Ceci conduit donc à **deux configurations intéressantes pour le couple déficit public/déficit extérieur :**

(1) Les pays avec un déficit public important ou difficile à réduire, mais sans déficit extérieur

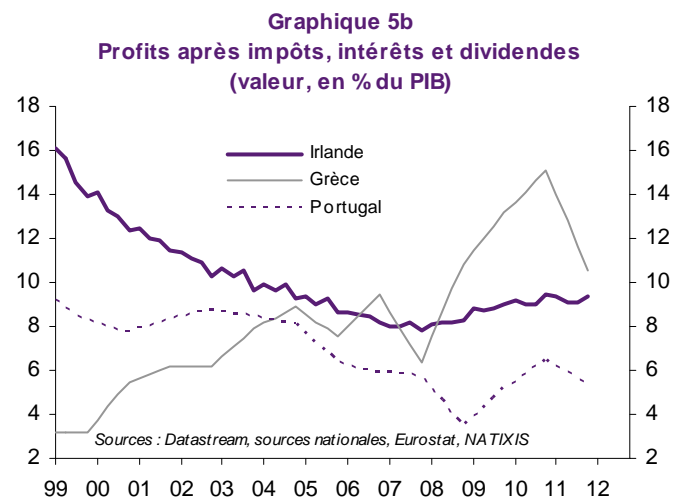
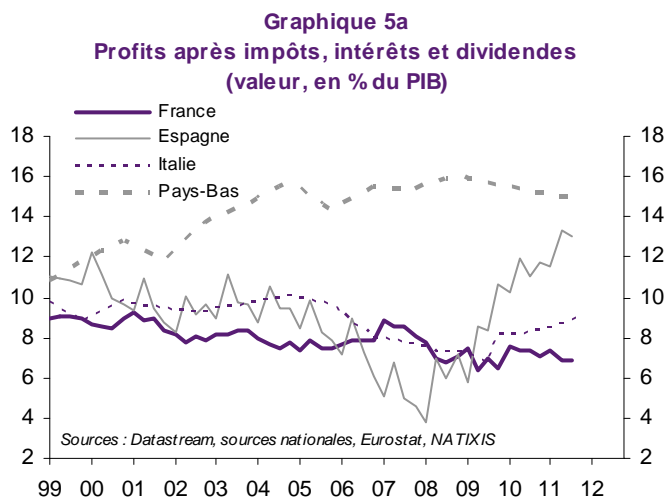
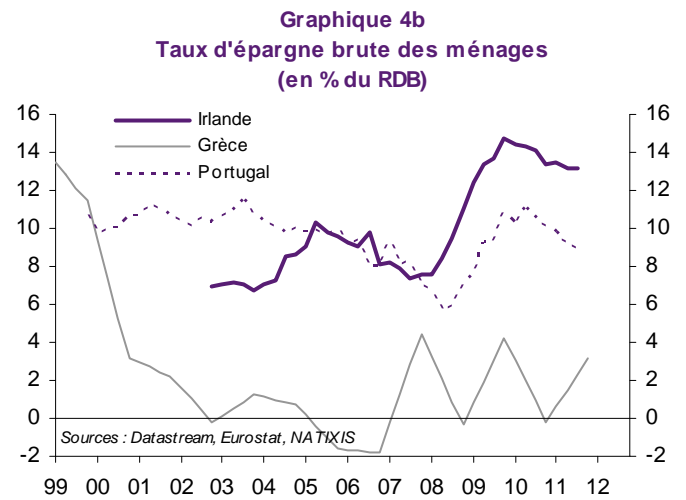
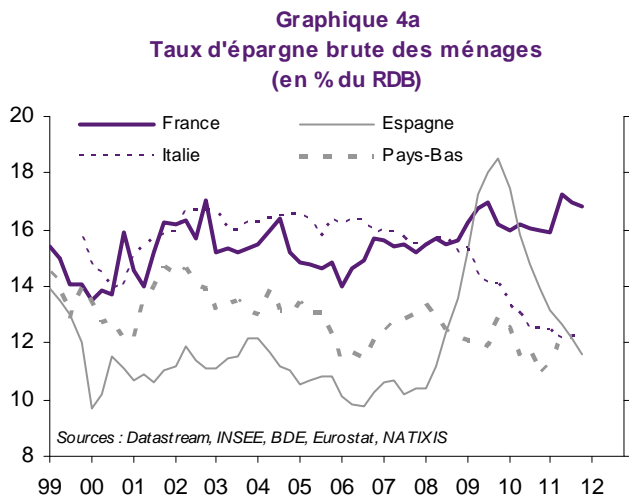
Le tableau 1, les graphiques 1a à 1g et les **graphiques 3a-3b** montrent que **rennent dans cette catégorie l'Irlande et les Pays-Bas.**



Même si ces pays ont un déficit public important, il peut être financé par l'épargne domestique, sans faire appel à l'épargne des non-résidents.

S'il y a déficit public et absence d'excédent extérieur, c'est que le niveau de l'épargne privée est abondant.

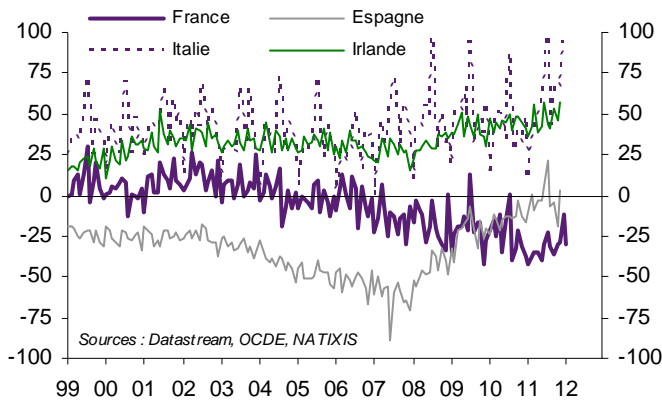
Il peut s'agir de l'épargne des ménages (c'est le cas en Irlande, graphiques 4a-4b) ou de l'épargne des entreprises (c'est le cas aux Pays-Bas, graphiques 5a-5b).



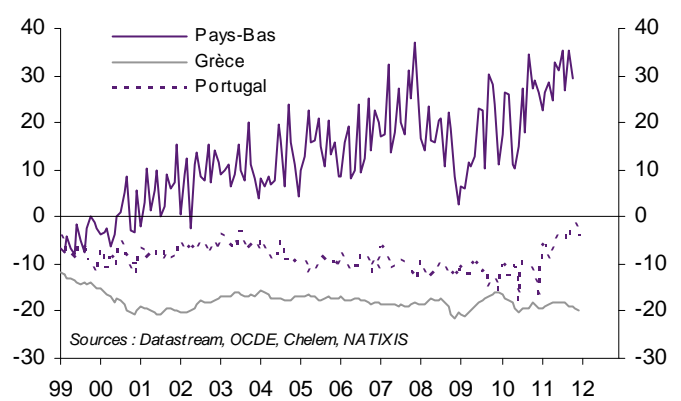
(2) Les pays avec un déficit public faible ou se réduisant visiblement, mais avec un déficit extérieur inquiétant, croissant. Le tableau 1, les graphiques 1a à 1g et les graphiques 3a-3b montrent qu'on peut inclure dans cette catégorie la France.

On peut compléter l'examen de l'évolution de la balance courante (graphiques 3a-3b) par celui des balances commerciales (graphiques 6a-6b, 7a-7b), des parts de marché à l'exportation (graphiques 8a-8b et graphique 9), des importations (graphiques 10a-10b).

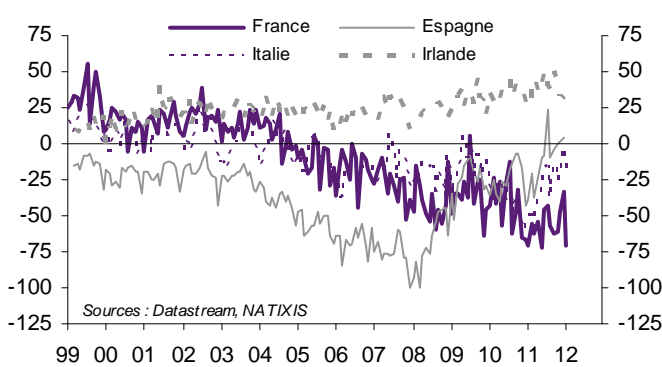
Graphique 6a
Balance commerciale en biens manufacturiers
(en Mds d'euros, annualisée)



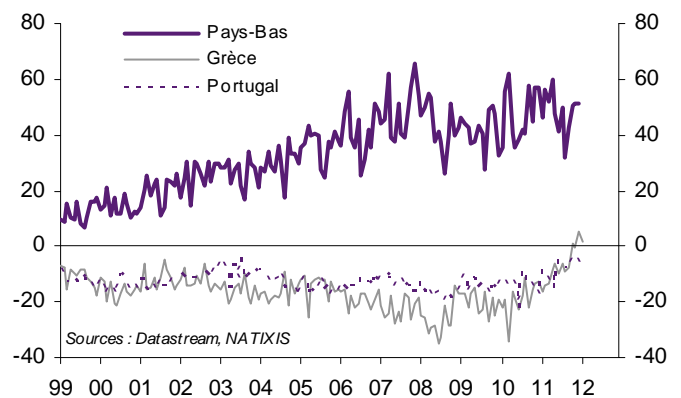
Graphique 6b
Balance commerciale en biens manufacturiers
(en Mds d'euros, annualisée)



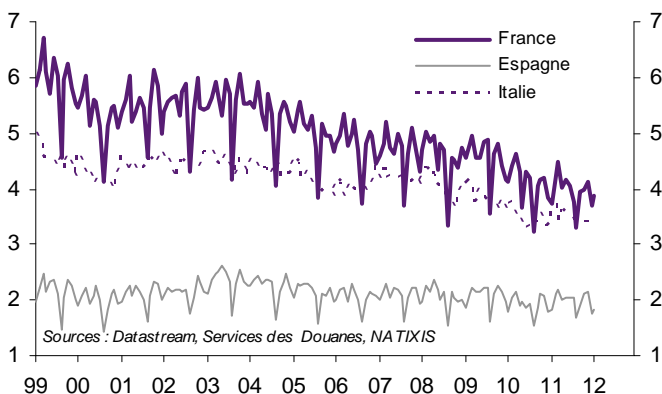
Graphique 7a
Balance commerciale des biens et services
(en Mds d'euros, annualisée)



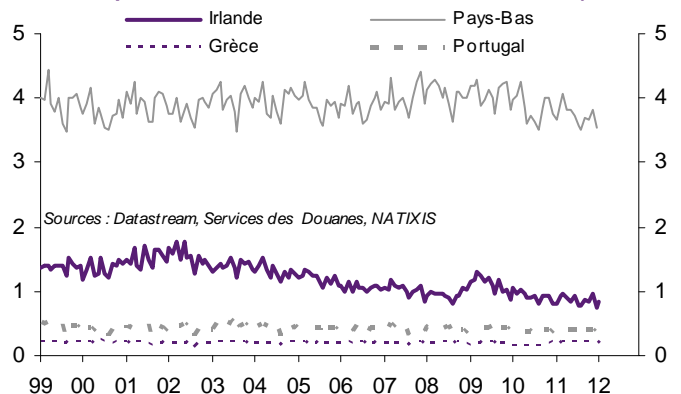
Graphique 7b
Balance commerciale des biens et services
(en Mds d'euros, annualisée)



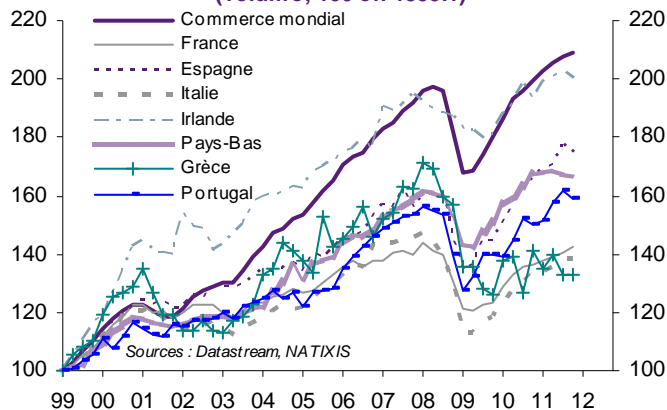
Graphique 8a
Exportations totales (valeur, en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP)



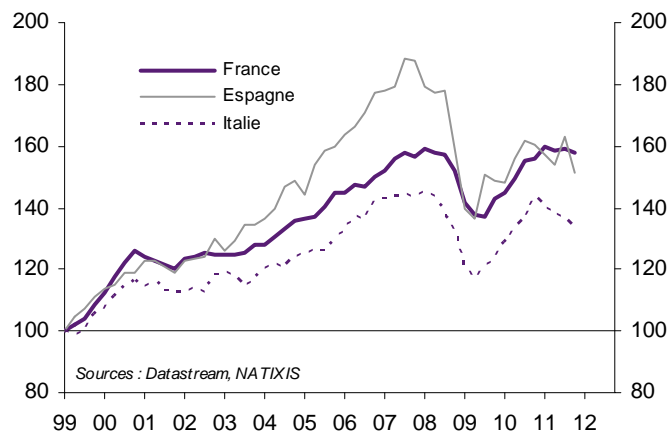
Graphique 8b
Exportations totales (valeur, en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP)



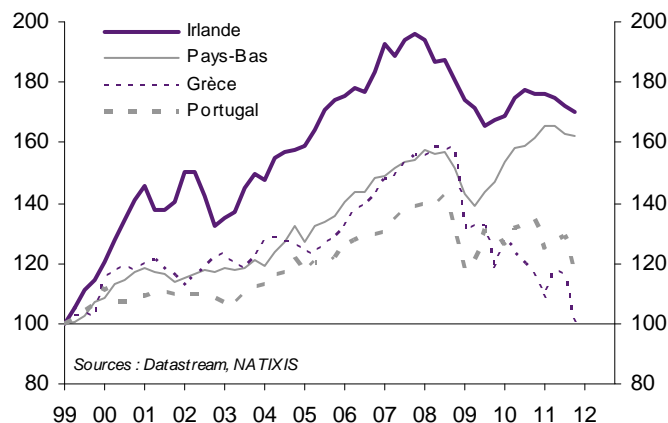
Graphique 9
Commerce mondial et exportations
(volume, 100 en 1999:1)



Graphique 10a
Importations (volume, 100 en 1999:1)



Graphique 10b
Importations (volume, 100 en 1999:1)

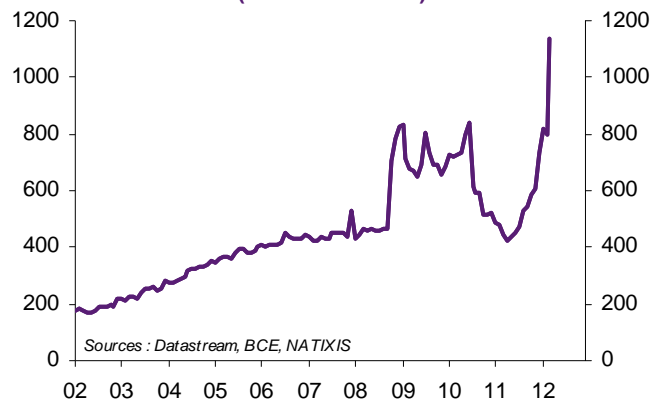


Ceci montre que la **dégradation de la balance courante est due à celle de la balance commerciale industrielle** (Espagne, Italie, Irlande, Pays-Bas, Portugal). L'amélioration de la balance courante est liée à la **progression des exportations** en Irlande, en Espagne, au Portugal, aux Pays-Bas, **au recul des importations** en Espagne, en Italie, en Irlande, au Portugal.

Les pays qui ont un déficit extérieur, même si leur déficit public se réduit, ne sont pas du tout à l'abri d'une crise financière en raison de la situation de leur balance courante. En effet, il est beaucoup plus facile d'obtenir des investisseurs domestiques qu'ils financent le déficit public de leur pays que d'obtenir des investisseurs non résidents qu'ils financent le déficit extérieur du pays.

Un pays qui n'assure pas sa solvabilité extérieure est **sous la menace constante d'un "sudden stop"**, des arrêts des entrées de capitaux qui financent le déficit extérieur, comme on l'a vu en Grèce, au Portugal, en Irlande, puis en Espagne et en Italie surtout à partir de juillet 2011, d'où les fortes hausses des taux d'intérêt dans ces pays (graphiques 2a-2b plus haut), et la nécessité de trouver des **financements d'urgence du déficit extérieur** (prêts de l'EFSF, de l'UE, du FMI, LTRO de la BCE). On présente souvent les repos à long terme de la BCE (**graphique 11**) comme le moyen de financer les déficits publics au travers des banques des pays en difficulté ; il s'agit en réalité d'une façon habile de transférer l'épargne des pays ayant des excédents extérieurs, et où le système bancaire accroît ses dépôts auprès du Système Européen de Banques Centrales, vers les pays ayant des déficits extérieurs.

Graphique 11
Zone euro : encours total de repos
(en Mds d'euros)



Il existe bien sûr par ailleurs **des pays qui sont dans une situation non ambiguë** :

- **ceux où à la fois le déficit extérieur (graphiques 3a-3b) et le déficit public (tableau 1, graphiques 1a à 1g) sont inquiétants** : Grèce ;
- **ceux où à la fois le déficit extérieur et le déficit public se réduisent sans ambiguïté** : Irlande.

Synthèse : attention aux pays où le déficit extérieur ne se corrige pas même si le déficit public se réduit

Une vision trop superficielle consisterait à croire que le risque de crise financière disparaît dans les pays où le déficit public se réduit visiblement.

Mais ces pays peuvent rester sous la menace d'une crise financière (d'une crise de balance des paiements) s'ils ont un déficit extérieur qui ne se réduit pas malgré la réduction du déficit public : c'est le cas en France.

En effet, **il est difficile de penser que les investisseurs et les banques du pays vont arrêter de financer le déficit public du pays ; mais il est fréquent d'observer que les investisseurs et les banques non résidents arrêtent de financer le déficit extérieur du pays**, déclenchant alors un sudden stop et une crise de balance des paiements.

Lorsqu'un pays a un déficit extérieur qui ne se réduit pas malgré la réduction du déficit public, c'est qu'il rencontre un problème avec l'épargne du secteur privé (graphiques 4a-4b et 5a-5b plus haut). **Dans le cas de la France, le problème est le recul de la profitabilité des entreprises**, qui reflète l'insuffisance du niveau de gamme de la production, d'où la difficulté pour les entreprises de passer les hausses de leurs coûts de production en hausses de leurs prix de vente.