

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

31 mai 2012 – N°374

Quand il s'agit d'une crise de solvabilité, le remède est connu : restructuration de la dette, forte amélioration de la compétitivité

Le retour des inquiétudes sur la solvabilité (extérieure et budgétaire) de la Grèce nous pousse à rappeler ce qui doit être connu : quand un pays est touché par une crise de solvabilité externe (qui se double souvent d'une crise de solvabilité budgétaire) et non de liquidité, la seule solution est d'une part de restructurer sa dette (extérieure et publique) pour la réduire, d'autre part d'améliorer fortement et rapidement sa compétitivité pour faire disparaître son déficit extérieur. Cette amélioration de la compétitivité, en l'absence de dépréciation du change, est lente en Grèce, en Espagne et au Portugal et de plus extrêmement coûteuse en production et en emplois. La crise des pays de la zone euro qui sont en crise de solvabilité extérieure n'est pas résolue, parce que les remèdes usuels (restructuration et dévaluation) ne sont pas applicables dans la zone euro.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

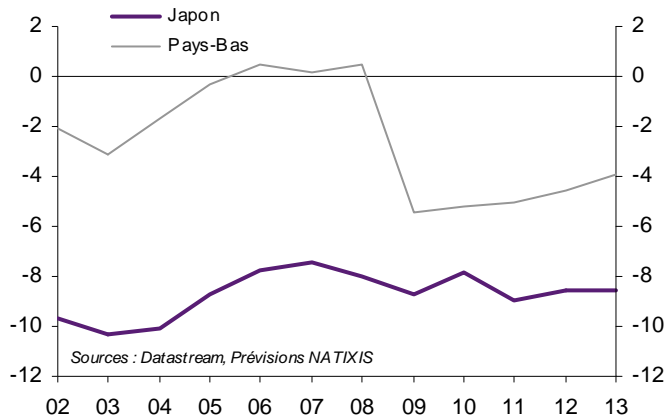
Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

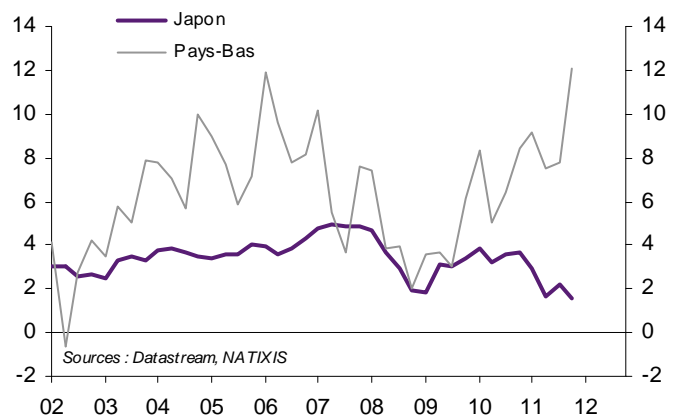
**Crise de solvabilité ou
crise de liquidité ?
Solvabilité externe ou
budgétaire ?**

On connaît la **différence essentielle entre crise de solvabilité** (l'emprunteur ne peut pas rembourser ses dettes) **et crise de liquidité** (l'emprunteur est solvable mais ne trouve pas temporairement de prêteur). On sait qu'il faut aussi **distinguer la solvabilité externe et la solvabilité budgétaire**. **Un pays qui a un déficit budgétaire excessif mais qui n'a pas de déficit extérieur** (par exemple Japon, Pays-Bas, **graphiques 1a-1b**) **n'est pas en crise financière**. L'explication vient de ce qu'il peut, normalement sans difficulté, canaliser son épargne domestique vers le financement du déficit public. La situation dangereuse est donc celle **d'insolvabilité extérieure, éventuellement doublée de l'insolvabilité budgétaire**.

Graphique 1a
Déficit public (en % du PIB)



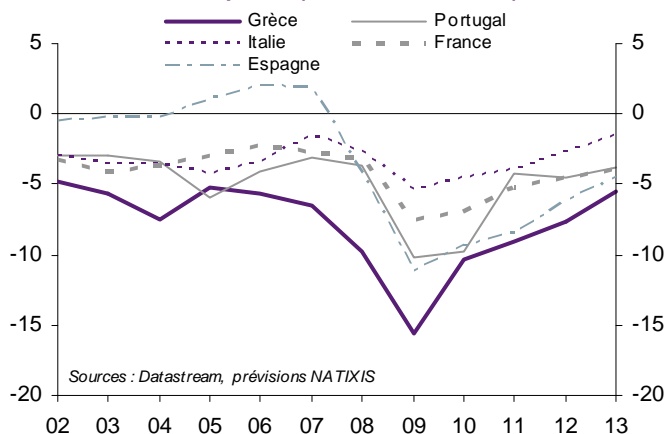
Graphique 1b
Balance courante (en % du PIB)



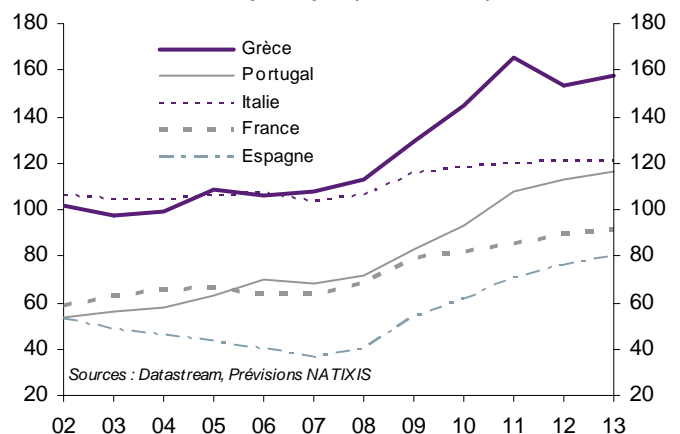
Où observe-t-on **cette situation dangereuse aujourd'hui dans la zone euro ?**

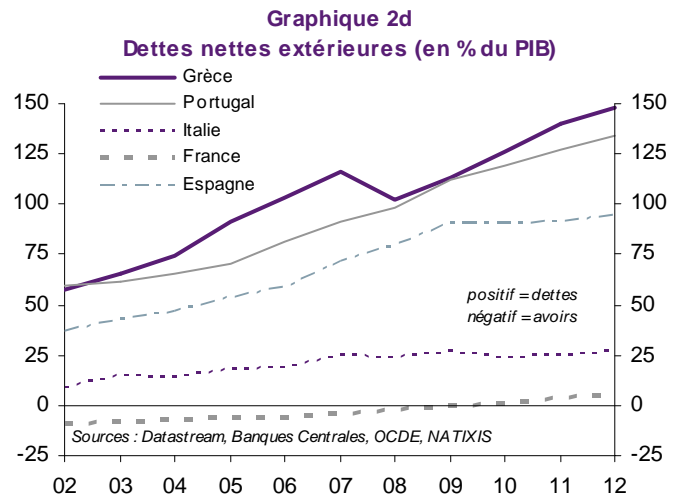
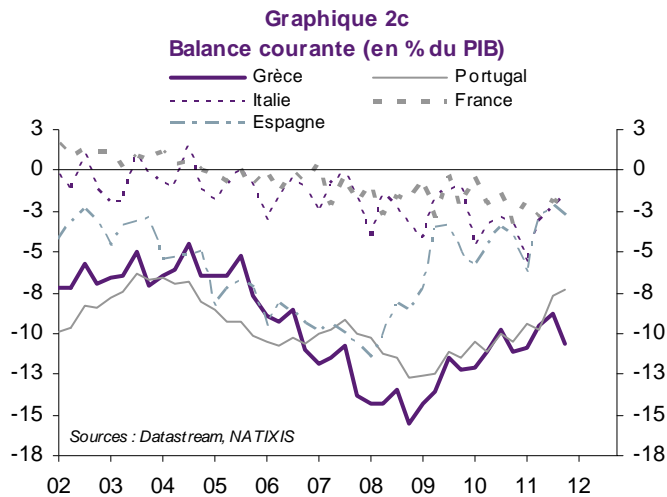
- **en Grèce**, malgré la restructuration déjà faite de la dette publique, avec une divergence qui se poursuit du taux d'endettement public (après restructuration) et du taux d'endettement extérieur ;
- **au Portugal et en Espagne** avec également la poursuite de la hausse des deux taux d'endettement ;
- **l'Italie et la France** ont des déficits extérieurs et publics (**graphiques 2a-2b-2c-2d**) mais :
 - le déficit public de l'Italie est faible ;
 - le déficit courant de l'Italie est faible ;
 - les dettes extérieures de la France et de l'Italie sont de petite taille.

Graphique 2a
Déficit public (en % du PIB, valeur)



Graphique 2b
Dette publique (en % du PIB)





Nous pensons donc que le problème d'insolvabilité externe (et budgétaire) est concentré sur trois pays : la Grèce, le Portugal, l'Espagne.

Quelle politique économique si un pays n'assure pas sa solvabilité externe ?

En cas de crise de solvabilité externe, la préconisation usuelle de politique économique est :

- (1) De réduire (restructurer) la dette extérieure (ou publique compte tenu de la forte détention par les non résidents de la dette publique, **tableau 1**). Ceci a été fait dans le seul cas de la Grèce (**Encadré 1**), et probablement **insuffisamment** puisque la partie de la dette détenue par des prêteurs publics (EFSF, pays de l'UE, BCE, FMI, 189 Mds € en tout) n'a pas été restructurée.

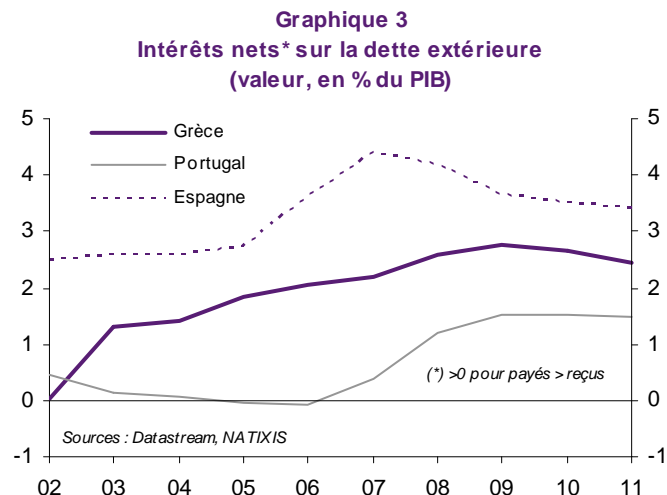
Tableau 1
Pourcentage de la dette publique détenue par les non résidents (2011)

Grèce	79
Portugal	86,5
Espagne	55
France	67
Italie	50

Sources : FoF, BOJ, Natixis

Dans une situation de croissance nominale presque nulle, il faudrait faire disparaître le déficit de la balance courante (graphique 2c plus haut) pour assurer la solvabilité extérieure.

Les intérêts payés sur la dette extérieure (**graphique 3**) expliquent en Grèce 22% du déficit de la balance courante, au Portugal 18%, mais en Espagne la totalité. Une forte réduction de la dette publique aurait donc, en Espagne, l'effet de réduire fortement le déficit courant.



Encadré 1 Restructuration de la dette grecque

L'accord du 21 février précise les principales mesures qui doivent permettre d'assurer la soutenabilité de la dette publique hellénique à long terme. Il vise à ramener le ratio de dette publique à 120,5% du PIB à l'horizon 2020.

Participation du secteur privé

- estimée à environ 200 mds €, la dette entre les mains des investisseurs privés a subi une décote de 53,5%. Autrement dit, la dette publique a été réduite d'environ 107 mds €;
- par ailleurs, les investisseurs privés s'engagent à un échange de titres sur le montant restant avec des intérêts augmentant progressivement d'ici 2014.

Participation du secteur public

- les pays membres de l'Union Européenne ramèneront de manière rétroactive leur marge d'intérêt sur les prêts bilatéraux consentis à la Grèce à 150 points de base. Cette opération permettra d'alléger d'environ 2,8 points de PIB le ratio de dette à l'horizon 2020 ;
- les banques centrales et la BCE qui détiennent des obligations grecques utiliseront leur coupon à la réduction de la dette publique grecque, ce qui permettra une baisse du ratio de dette de 1,4 point de PIB d'ici 2020.

Engagements de l'Etat grec

- dans le cadre d'une conditionnalité stricte, le gouvernement grec s'engage à poursuivre la réduction de son déficit public jusqu'à -1% PIB à l'horizon 2016 ;
- engagement des deux principaux partis de gouvernement (le PASOK et Nouvelle Démocratie) de respecter la stratégie de consolidation fiscale et de réformes structurelles après les élections législatives d'avril 2012.

Les engagements du gouvernement, la participation du secteur privé et de l'Eurosystème autorisent la mise en place du second plan d'aide financière de 130 mds € d'ici 2014. Celui-ci s'accompagne de la création d'un compte spécial pour provisionner les futurs paiements d'intérêts des dettes restantes sous contrôle de la Troïka et prévoit 48 mds € de soutien au système bancaire grec.

Ce plan est-il suffisant ?

Le montant de la seconde enveloppe d'aide financière internationale apparaît comme suffisant dans le cadre des prévisions du FMI et de l'UE pour permettre à la Grèce de faire face à ses besoins de financement d'ici 2014 (environ 85 mds € de retombées et 21 mds € de déficit budgétaire y compris les intérêts de la dette) auxquels s'ajoutent les 48 mds nécessaires à la recapitalisation des banques et desquels il faut décompter les recettes des privatisations (initialement estimé à 50 mds € d'ici 2015, l'agence en charge de celles-ci a récemment revu ce montant à 19 mds).

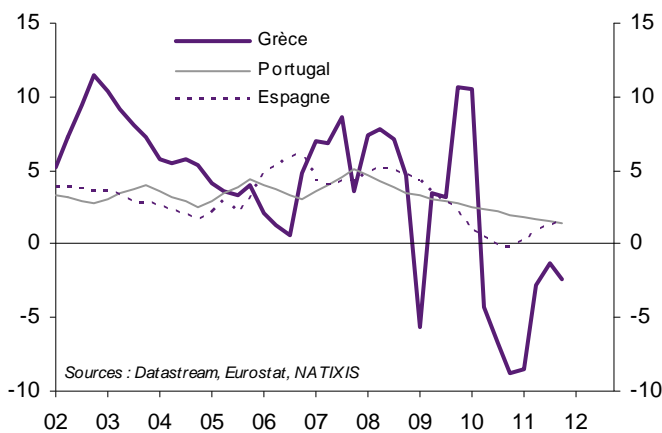
Cependant, le cadre macroéconomique retenu nous paraît toujours trop optimiste au vu de la situation dans laquelle se trouve l'économie grecque. Un retour de la croissance du PIB à 2,4% à l'horizon 2014 nous paraît ambitieux. La Grèce devrait connaître cette année encore un recul du PIB de l'ordre de 5,5% après une baisse de 6,9% en 2011. Nous n'envisageons par ailleurs pas de retour à la croissance avant 2014.

(2) La seconde préconisation de politique économique pour un pays n'assurant pas sa solvabilité externe est une amélioration forte de sa compétitivité visant à faire disparaître son déficit extérieur.

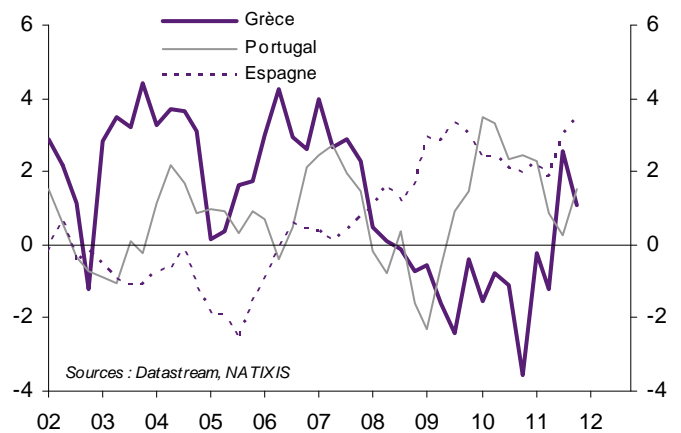
D'habitude (Espagne, Italie en 1992-93 ; Mexique en 1994-95 ; Brésil-Russie en 1998 ; Turquie-Argentine en 2000-2001...), ceci est assuré par une **forte dépréciation du taux de change**. Puisqu'elle est impossible dans la zone euro, il faut une **amélioration de la compétitivité-coût due à des gains de productivité plus rapides ou à une réduction des coûts salariaux**. Qu'observe-t-on en Grèce, au Portugal, en Espagne ?

Il y a **freinage des salaires nominaux**, et même baisse des salaires nominaux en Grèce (**graphique 4a**) ; effort de **redressement de la productivité** en Espagne et au Portugal (**graphique 4b**) ; de ce fait, **baisse du coût salarial unitaire** en Grèce, en Espagne et stabilisation au Portugal (**graphiques 4c-4d**) ; **redressement des exportations en Espagne et au Portugal (graphiques 4e-4f) et au total amélioration nette de la balance commerciale en Espagne et au Portugal (graphiques 4g-4h).**

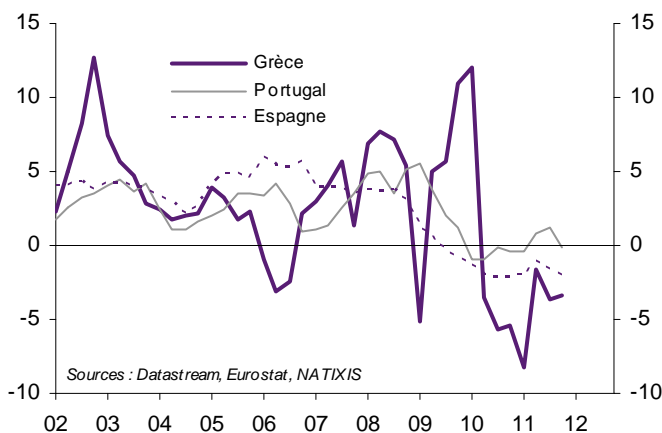
Graphique 4a
Salaire nominal par tête (GA en %)



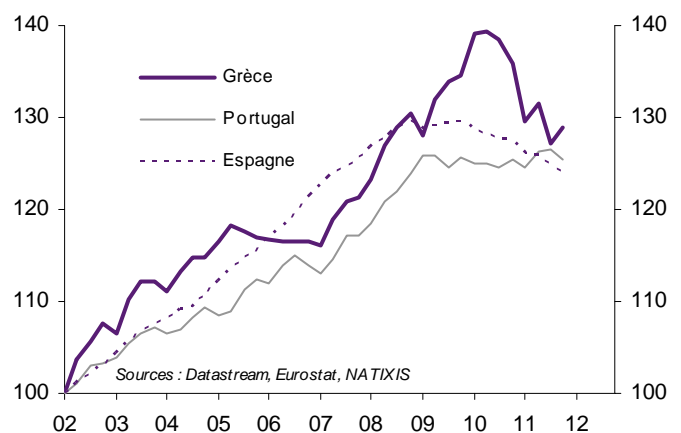
Graphique 4b
Productivité par tête (GA en %)



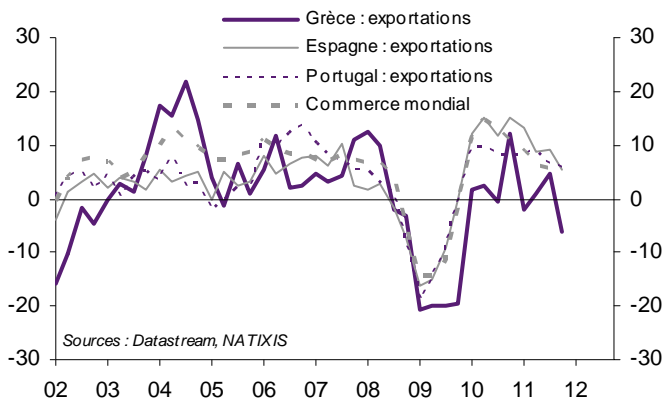
Graphique 4c
Coût salarial unitaire (GA en %)



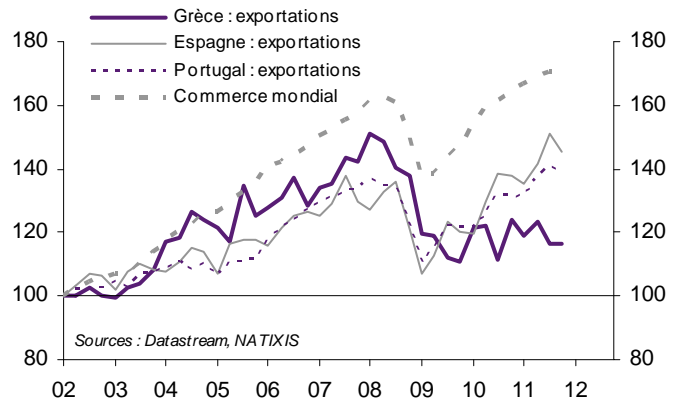
Graphique 4d
Coût salarial unitaire (100 en 2002:1)



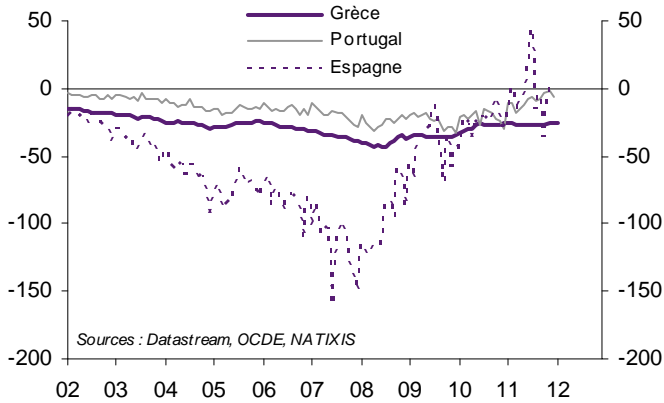
Graphique 4e
Commerce mondial et exportations
(volume, GA en %)



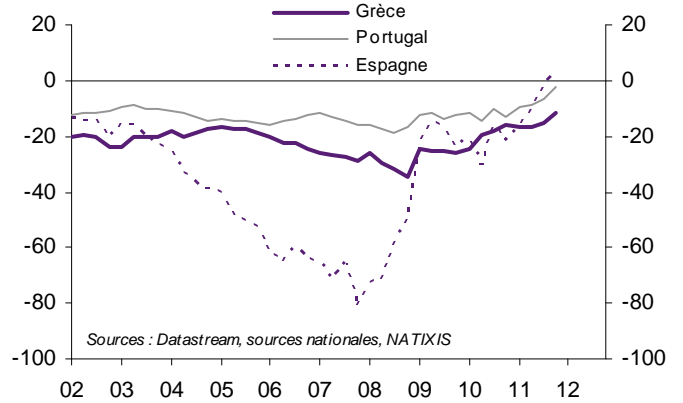
Graphique 4f
Commerce mondial et exportations
(volume, 100 en 2002:1)



Graphique 4g
Balance commerciale en biens manufacturés
(en Mds d'euros, annualisée)

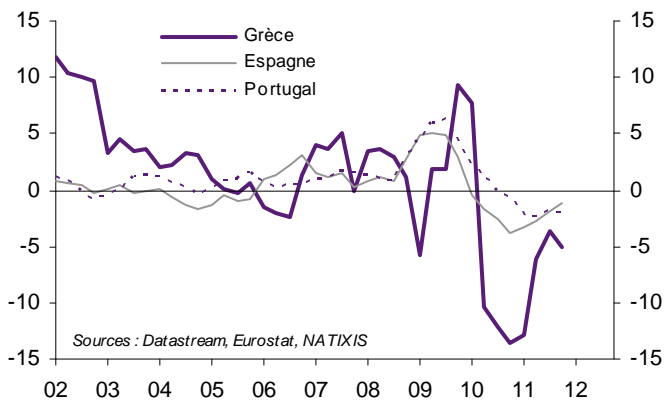


Graphique 4h
Balance commerciale des biens et services
(en Mds d'euros, annualisée)

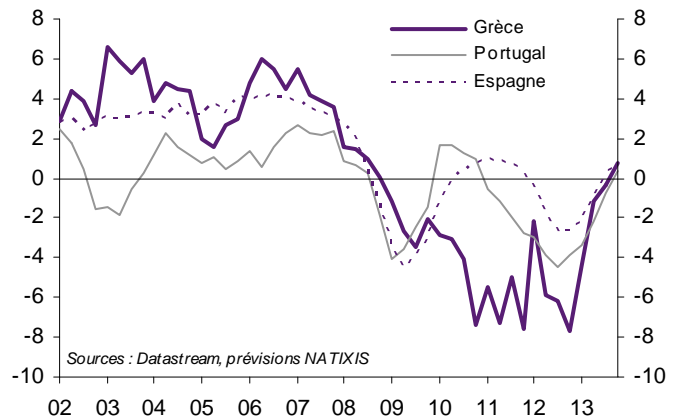


Le problème est que l'amélioration de la compétitivité-coût par la baisse des salaires réels (graphique 5a) a un coût très important en demande, en croissance et en emplois (graphiques 5b-5c) : s'il y a réduction du déficit commercial, son coût est extrêmement élevé.

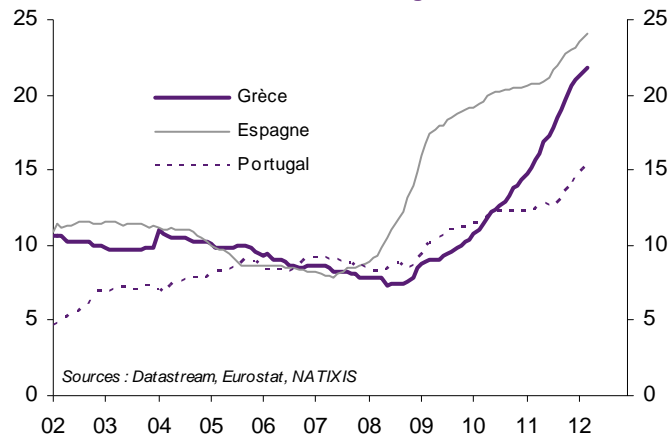
Graphique 5a
Salaires réels par tête
(déflaté par le prix conso, GA en %)



Graphique 5b
Croissance du PIB en volume (GA en %)



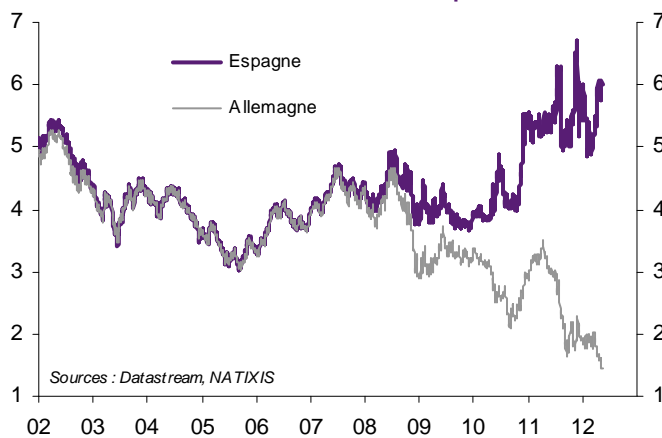
Graphique 5c
Taux de chômage



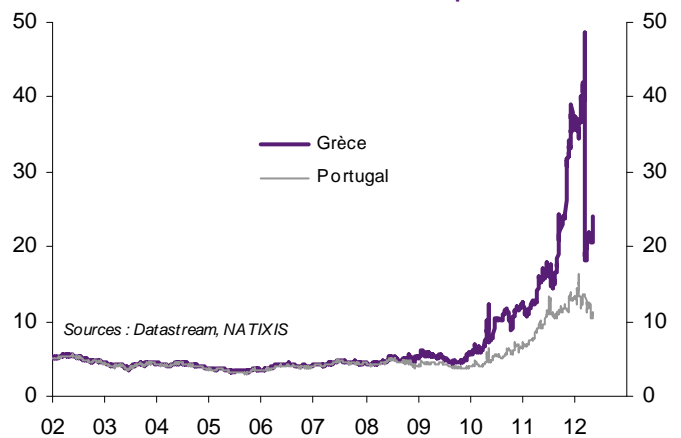
**Synthèse : la
resolvabilisation de la
Grèce, de l'Espagne,
du Portugal est loin
d'être achevée**

On comprend pourquoi la crise de la zone euro réapparaît périodiquement (graphiques 6a-6b) : pour que la crise disparaisse, il faudrait que les pays qui subissent une crise de solvabilité externe (Grèce, Espagne, Portugal) retrouvent leur solvabilité externe. C'est la solvabilité externe qui est essentielle : les pays qui ont des déficits publics excessifs mais qui n'ont pas de déficit extérieur ne sont pas en crise.

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



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



Pour qu'un pays retrouve sa solvabilité externe, il faut normalement :

- **réduire sa dette** (extérieure, ce qui peut se faire en réduisant sa dette publique en raison de la forte détention par les non résidents des dettes publiques), **ce qui n'a été fait et insuffisamment que dans le cas de la Grèce ;**
- **améliorer fortement sa compétitivité** pour faire disparaître le déficit extérieur, **ce qui est un dispositif très lent et très coûteux en emplois quand on ne peut pas utiliser le taux de change, même s'il finit, on le voit en Espagne et au Portugal, pour réduire le déficit extérieur.**

Les principes de base de résolution d'une crise de solvabilité externe n'ayant été que partiellement appliqués, il est normal que cette crise se poursuive dans la zone euro.