

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

6 juin 2012 – N° 398

### **Stock de dette extérieure, privée ou publique, et financement du déficit extérieur**

*Certains pays de la zone euro (Espagne, Portugal, Grèce) ont atteint la limite maximale acceptable pour leur dette extérieure ; ceci rend aujourd'hui très compliqué le financement de leur déficit extérieur.*

*Mais la situation peut être complexe : dans certains cas (Espagne, Portugal), la dette extérieure est surtout une dette extérieure du secteur privé (banques, entreprises), tandis qu'aujourd'hui le besoin de financement extérieur vient surtout du déficit public. On a alors dans ce cas la situation opposée de la situation habituelle : il y a éviction du financement du secteur public par la dette du secteur privé, ce qui vient probablement de ce que les prêteurs ont une limite à leur exposition globale sur les pays.*

*Ceci rappelle qu'un défaut sur la dette extérieure ou la sortie de l'euro affecterait surtout (parfois plus) les détenteurs de dette privée que ceux de dette publique.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

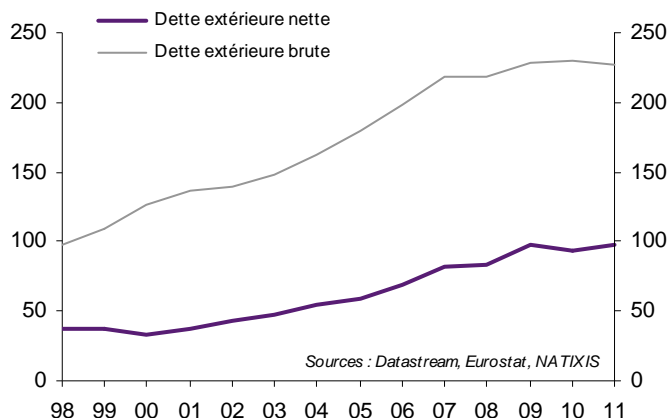
**Patrick ARTUS**

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

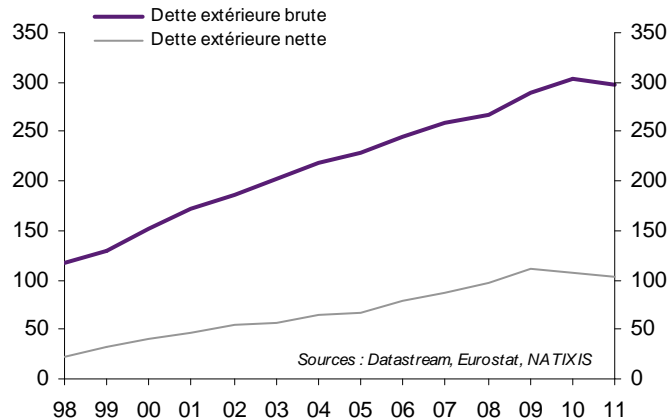
## Excès de dette extérieure et difficulté de financement du déficit extérieur

L'Espagne, le Portugal, la Grèce, ont **une dette extérieure très importante**, qui dépasse le niveau acceptable par les prêteurs non résidents (**graphiques 1a/1b/1c**). La dette extérieure nette est l'écart entre la dette extérieure brute et les actifs extérieurs du pays ; la dette extérieure brute est supérieur à 2 ans de PIB en Espagne, de 3 ans de PIB au Portugal, proche de 2 ans de PIB en Grèce. Ce niveau élevé de dette extérieure **décourage les prêteurs non-résidents**, alors que ces pays ont des déficits extérieurs chroniques (**graphique 2a**), ce qui explique la hausse de leurs taux d'intérêt (**graphique 2b**).

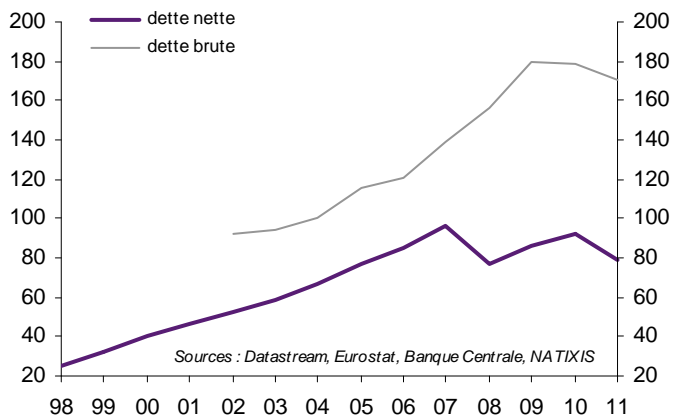
**Graphique 1a**  
Espagne : dette extérieure ( en %PIB valeur)



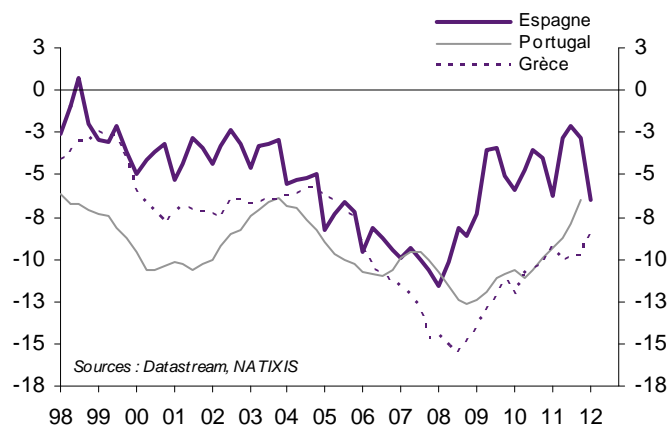
**Graphique 1b**  
Portugal : dette extérieure ( en %PIB valeur)



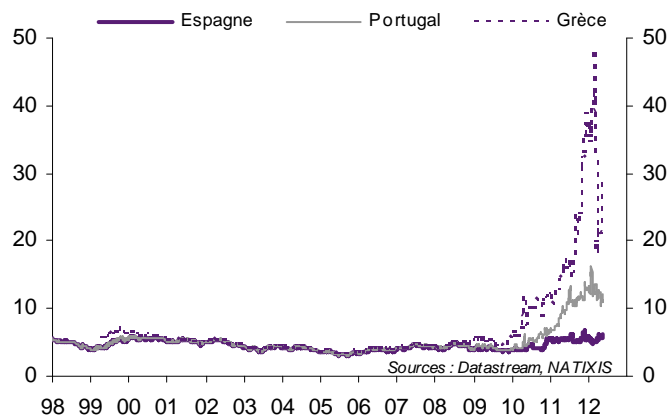
**Graphique 1c**  
Grèce: dette extérieure (en % du PIB)



**Graphique 2a**  
Balance courante (en % du PIB, valeur)



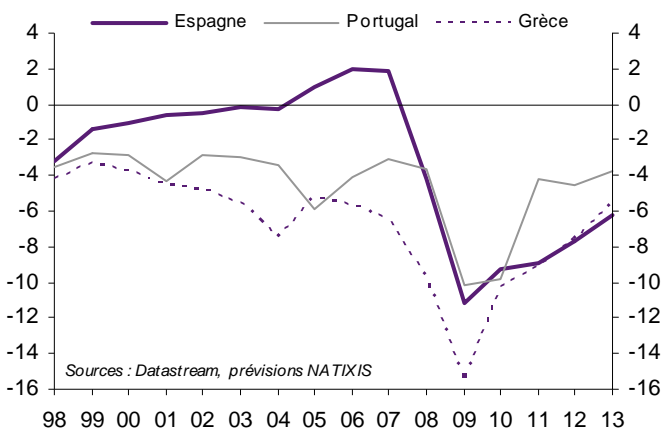
**Graphique 2b**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



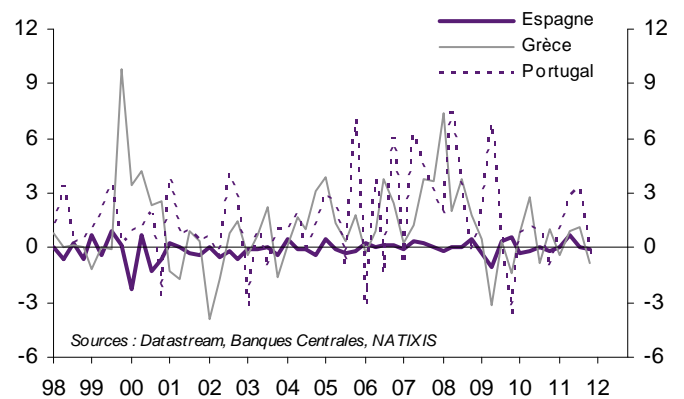
### Composition de la dette extérieure

Nous nous intéressons ici à la **structure de la dette extérieure entre dette publique et dette privée** (bancaire, d'entreprise). En effet, **avant la crise, la structure des besoins de financement** pouvait être très différente de celle qui est apparue depuis la crise. **Au Portugal et en Grèce**, il y avait déjà **déficit public**, mais **pas en Espagne (graphique 3a)** : **l'endettement obligataire** des entreprises (**graphique 3b**, Grèce, Portugal) et des banques (**graphique 3c**, Espagne) était très important. **Le taux d'autofinancement** des entreprises était très faible en Espagne et au Portugal (**graphique 3d**) ; **les crédits au secteur privé** augmentaient très rapidement en Grèce et en Espagne (**graphique 3e**). **On avait donc avant la crise une forte contribution aussi du secteur privé à l'endettement des pays.**

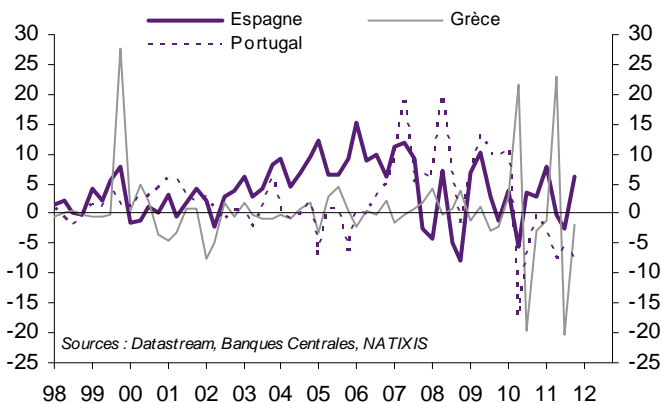
**Graphique 3a**  
Déficit public (en % du PIB, valeur)



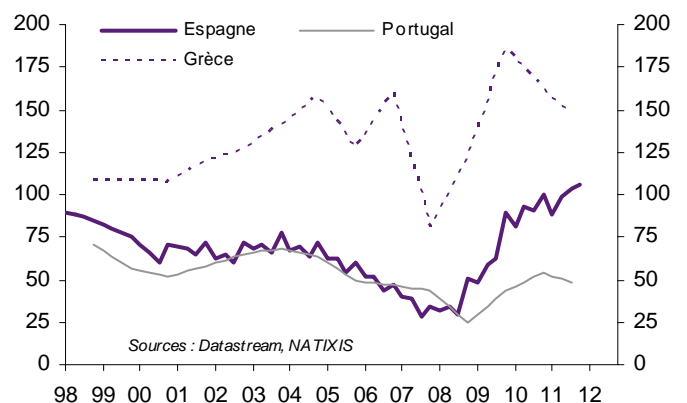
**Graphique 3b**  
Emissions d'obligations par les entreprises non financières (en % du PIB)



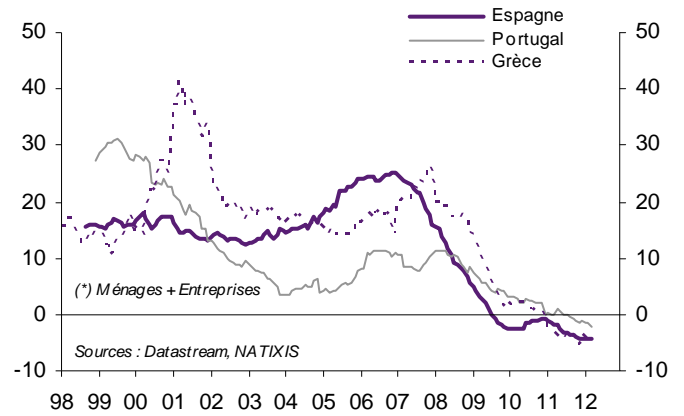
**Graphique 3c**  
Emissions d'obligations par les banques (en % du PIB)



**Graphique 3d**  
Taux d'autofinancement



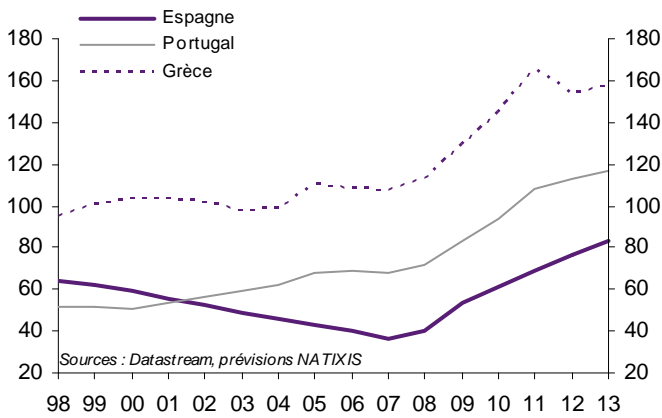
**Graphique 3e**  
Crédits au secteur privé\* (GA en %)



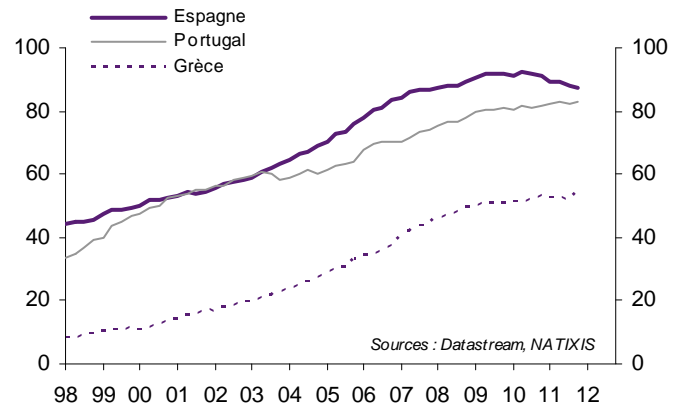
La contrepartie de la dette extérieure brute est donc aujourd'hui :

- plutôt la dette publique (graphique 4a, tableau 1) en Grèce ;
- plutôt la dette privée (graphiques 4b/4c/4d, graphique 3f plus haut) en Espagne et au Portugal.

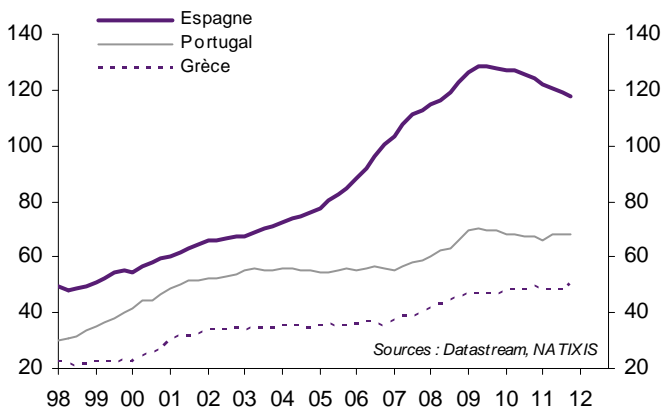
**Graphique 4a**  
Dette publique (en % du PIB)



**Graphique 4b**  
Dette des ménages (en % du PIB)



**Graphique 4c**  
Dette des entreprises (en % du PIB)



**Graphique 4d**  
Encours d'obligations émises par les banques (en % du PIB)

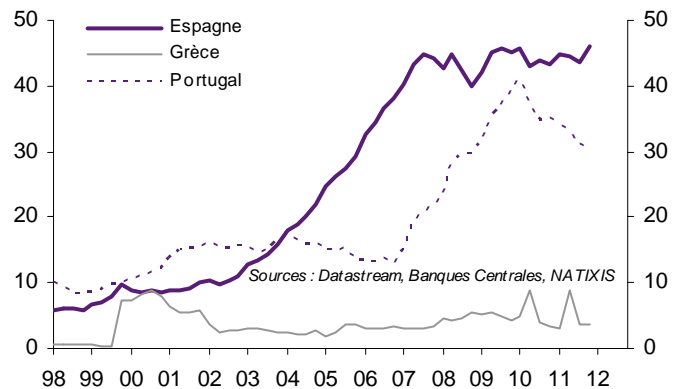


Tableau 1  
Pourcentage de la dette publique détenue par les non-résidents (2011)

Espagne	55
Portugal	86,5
Grèce	79

Sources : FoF, BOJ, Natixis

**Synthèse : une situation complexe**

Lorsque la dette extérieure est surtout composée de dette publique (Grèce), la situation est assez simple : on peut parler de la « dette » du pays sans préciser davantage ; une restructuration de la dette publique conduit à une restructuration équivalente de la dette extérieure. Mais, en Espagne et au Portugal, on a une situation plus complexe où la dette extérieure est surtout composée de dette privée, même si dans la période récente le besoin de financement extérieur vient essentiellement du secteur public. C'est alors l'excès d'endettement privé du passé qui rend difficile aujourd'hui le financement de l'Etat : l'effet d'éviction va de la dette privée vers la dette publique. Une sortie de l'euro et une dévaluation dans ce second cas, affecterait davantage les détenteurs de dette privée que de dette publique.