

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 Août 2012 – N° 540

### **A nouveau le débat connu : crise de liquidité ou crise de solvabilité ?**

*Si un pays est confronté à une crise de liquidité, budgétaire ou extérieure, il est normal et nécessaire qu'une institution internationale lui prête, en utilisant la création monétaire, pour éviter le défaut de ce pays et pour empêcher que la crise de liquidité ne se transforme en crise de solvabilité.*

*Mais si un pays est confronté à une crise de solvabilité, toujours budgétaire ou extérieure, il ne sert à rien de lui prêter davantage, puisqu'il est insolvable.*

*Il faut restructurer ses dettes, et mettre en place des politiques économiques qui restaureront sa solvabilité.*

*Cette distinction crise de liquidité/crise de solvabilité continue à être oubliée dans la zone euro. Faut-il que l'EFSS-ESM et l'UE persistent à prêter à la Grèce et au Portugal. Faut-il que la BCE et l'EFSS-ESM prête à l'Espagne ? Ou faut-il accepter un traitement plus radical des problèmes de ces pays ? L'Italie est-elle seulement confrontée à une crise de liquidité ?*

**Nous concluons :**

- *que la Grèce, le Portugal et l'Espagne sont aujourd'hui insolubles, tant du point de vue budgétaire que du point de vue extérieur ;*
- *que l'Italie sera budgétairement soluble en 2013 et n'est pas loin de la solvabilité externe.*

**Seuls les prêts à l'Italie auraient donc un sens.**

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

**La distinction cruciale :  
crise de liquidité ou  
crise de solvabilité ?**

**Une crise de liquidité** (budgétaire ou extérieure) **pour un pays est une situation où le pays ne peut plus s'endetter** (pour financer son déficit extérieur ou son déficit budgétaire) **alors qu'il est solvable** (budgétairement et extérieurement), les investisseurs refusant cependant de lui prêter davantage.

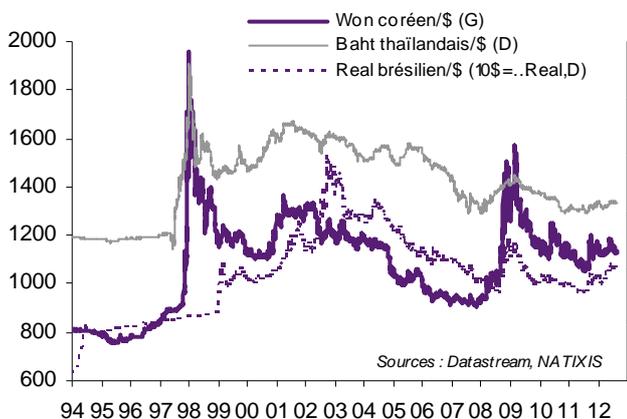
**Une crise de solvabilité** (budgétaire ou extérieure) **pour un pays est une situation où le pays ne peut pas rembourser ses dettes** (publique ou extérieure), d'où matériellement le retrait des prêteurs.

**Lorsqu'un pays est touché par une crise de liquidité, il faut qu'une institution internationale lui prête à la place des prêteurs privés** ; si elle ne le fait pas, le pays est en défaut, et la crise de liquidité peut se transformer en crise de solvabilité, par exemple si les emprunteurs doivent vendre à des prix très faibles des actifs pour assurer le service de leur dette.

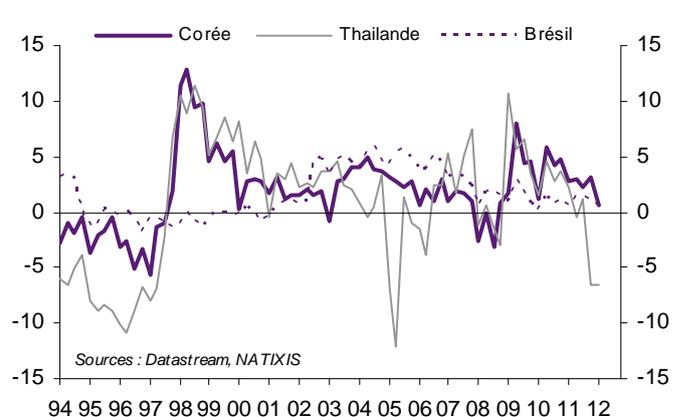
**Lorsqu'un pays est touché par une crise de solvabilité, il est inutile de lui prêter davantage**, puisqu'il ne peut pas rembourser ses dettes. **Il faut alors restructurer (réduire) ses dettes, et mettre en place des politiques qui restaurent la solvabilité** (budgétaire ou externe) **du pays**.

S'il s'agit d'un problème de solvabilité externe, **une dévaluation est souvent alors mise en place** pour rééquilibrer le commerce extérieur, comme on l'a vu en Corée et en Thaïlande en 1997, au Brésil en 1998 par exemple (**graphiques 1 a/b**).

**Graphique 1a**  
**Taux de change**



**Graphique 1b**  
**Balance commerciale (en % du PIB)**



Nous défendons ici l'idée suivante : **il est indispensable que les dirigeants européens aient à l'esprit cette distinction entre crise de liquidité et crise de solvabilité quand ils traitent les crises des pays de la zone euro.**

**Grèce, Portugal ;  
Espagne, Italie : crise  
de liquidité ou crise de  
solvabilité ?**

**# 1 Grèce et Portugal**

Les autorités européennes ont décidé de soutenir la Grèce et le Portugal par des prêts de l'EFSF-ESM, de l'UE, du FMI (**tableau 1**).

Tableau 1

## Encours de prêts de l'EFSF (en Mds d'euros)

	Paiements effectués	Paiements en attente	Total
<b>Portugal</b>	17,4	8,6	26
<b>Grèce</b>	108,9	70,7	179,6
<b>Total</b>	<b>126,3</b>	<b>79,3</b>	<b>205,6</b>

## Grèce

PSI			
	29,7	0,3	30
Intérêts courus	4,8	0,7	5,5
ECB collateral	35	0	35
<b>Total</b>	<b>69,5</b>	<b>1</b>	<b>70,5</b>
<b>2nd Plan</b>			
Recapitalisation des banques	25	23	48
Reste du programme	14,4	46,7	61,1
<b>Total</b>	<b>39,4</b>	<b>69,7</b>	<b>109,1</b>

## Portugal (en Mds €)

Date de paiement	Montant
22/06/2011	3,7
29/06/2011	2,2
20/12/2011	1
12/01/2012	1,7
19/01/2012	1
30/05/2012	5,2
17/07/2012	2,6
<b>Total</b>	<b>17,4</b>

## Grèce (en Mds €)

	Date de paiement	Montant
ECB collateral	07/03/2012	35,0
PSI	12/03/2012	26,6
	10/04/2012	3,0
	25/04/2012	0,1
Intérêts courus	12/03/2012	4,6
	10/04/2012	0,2
	25/04/2012	0,0
2nd Plan Tranche 1	19/03/2012	5,9
2nd Plan Tranche 2	10/04/2012	3,3
2nd Plan Tranche 3*	19/04/2012	25,0
2nd Plan Tranche 4	10/05/2012	4,2
2nd Plan Tranche 5	28/06/2012	1,0
	<b>Total</b>	<b>108,92</b>

(\*) Bank recapitalisation

Sources : BCE, EFSF, FMI, NATIXIS

## Encours de prêts du FMI et de l'UE

## Grèce : paiements effectués

Date	Montant (milliards euros)	Répartition
mai-10	20	14,5 UE
		5,5 FMI
sept-10	9,1	6,5 UE
		2,6 FMI
déc-10 à jan-11	9	6,5 UE
		2,5 FMI
mars-11	15	10,9 UE
		4,1 FMI
juil-11	11,9	8,7 UE
		3,2 FMI
déc-11	8	5,8 UE
		2,2 FMI
janv-12	7,5	5,9 UE
		1,6 FMI

## Portugal : paiements effectués

Dates	Montant (milliards euros)	Répartition
déc-11	13,6	FMI
avr-12	5,2	FMI
juil-12	1,5	FMI

Sources : BCE, EFSF, FMI, NATIXIS

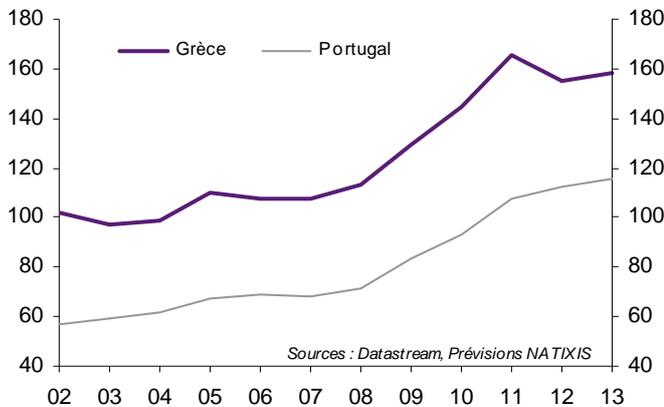
Ce soutien, qui accroît les dettes publiques des deux pays (au-delà de la restructuration pour la Grèce, **graphique 2**), implique donc que **l'analyse des européens est que la Grèce et le Portugal sont confrontés à une crise de liquidité.**

Est-ce le cas ?

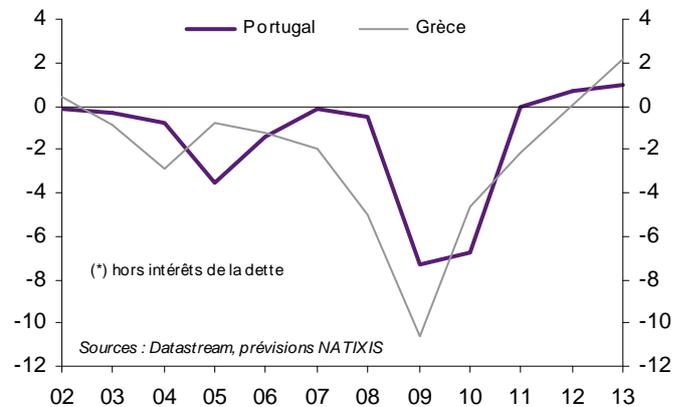
- en ce qui concerne la **solvabilité budgétaire**, il faudrait que l'excédent budgétaire primaire (**graphique 3a**) soit suffisant pour éviter la hausse du taux d'endettement public, donc supérieur au produit de la dette publique par l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance (**graphiques 3 b/c**) ;
- Même si ces deux pays étaient **confrontés à des taux d'intérêt faibles**, il faudrait un excédent budgétaire primaire de 8 points de PIB en Grèce et de 5 points de PIB au Portugal, qui ne sont absolument pas atteints (**graphique 3a**) ;
- en ce qui concerne la **solvabilité extérieure**, il faudrait que l'excédent primaire de la balance courante (le déficit courant hors intérêts sur la dette extérieure, **graphiques 4 a/b**) soit suffisant pour éviter la hausse du taux d'endettement extérieur (**graphique 4c**).

Or la Grèce a un déficit courant primaire de 7 points de PIB et le Portugal de 3 ½ points de PIB : **la Grèce et le Portugal sont aujourd'hui insolubles autant du point de vue budgétaire que du point de vue extérieur.**

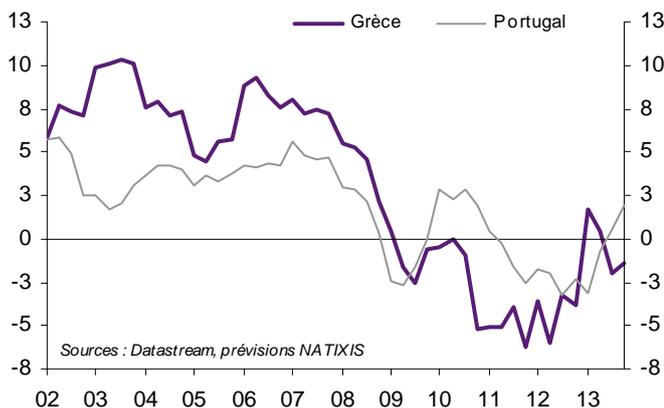
**Graphique 2**  
Dette publique (en % du PIB)



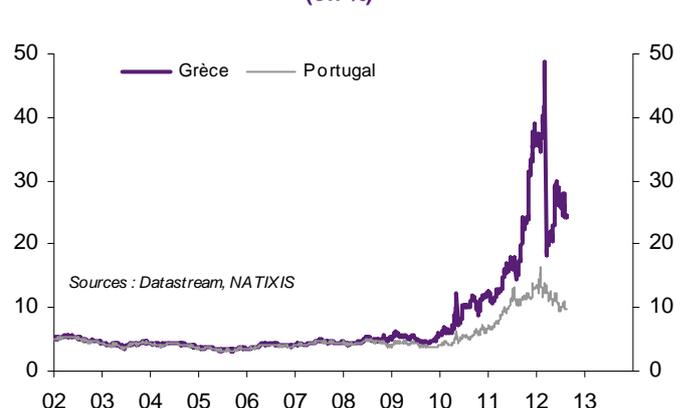
**Graphique 3a**  
Solde budgétaire primaire\* (en % du PIB)



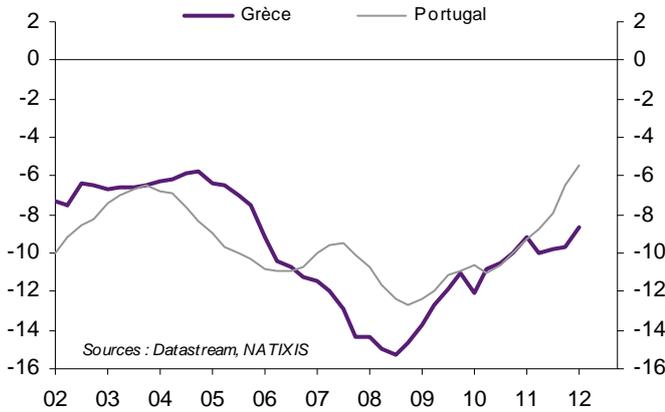
**Graphique 3b**  
PIB (en valeur, GA en %)



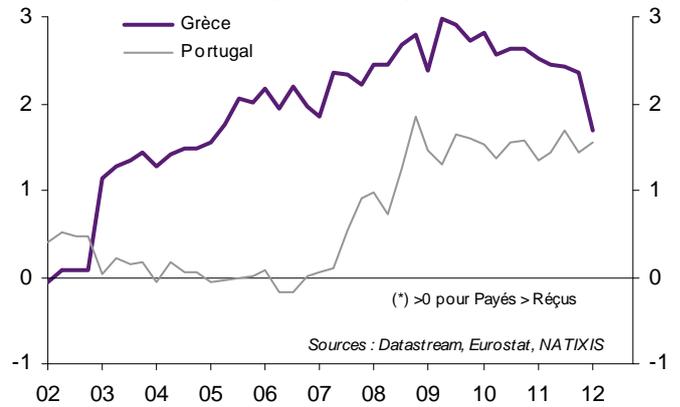
**Graphique 3c**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



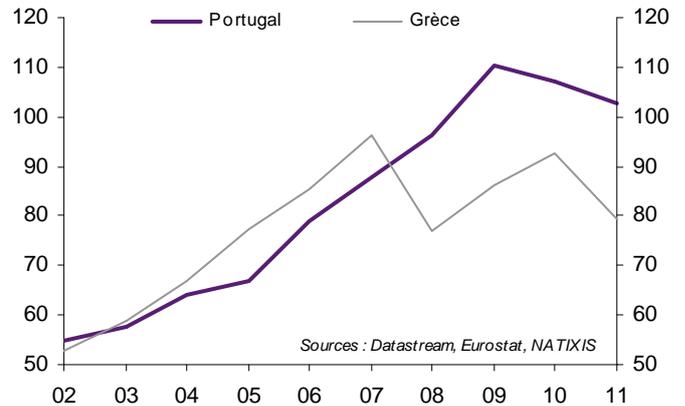
**Graphique 4a**  
Balance courante (en % du PIB)



**Graphique 4b**  
Intérêts nets\* payés sur la dette extérieure  
(en % du PIB)



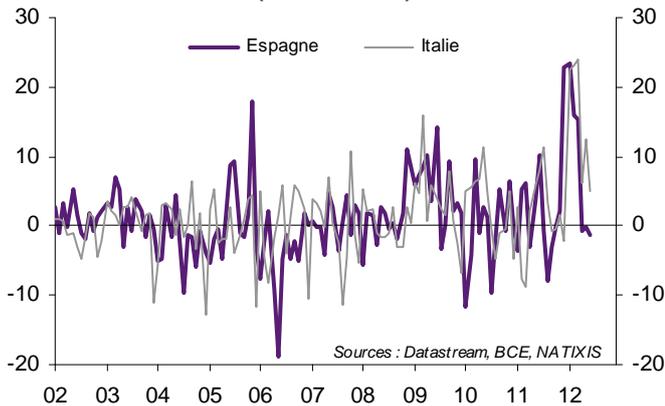
**Graphique 4c**  
Dette extérieure nette (en % du PIB)



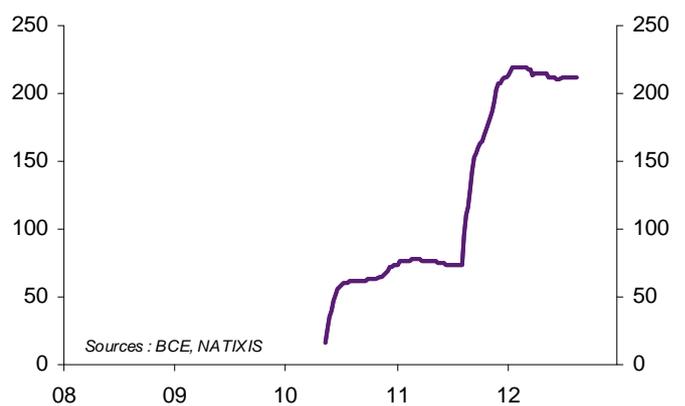
## # 2 Espagne et Italie

L'Espagne et l'Italie peuvent recevoir des financements de l'Europe sous différentes formes : repos à long terme de la BCE permettant aux banques d'acheter des dettes publiques (à la fin de 2011 et au début de 2012, **graphique 5a**) ; achats de dette publique par la BCE, **graphique 5b** ; dans le futur, prêts de l'EFSF-ESM aux Etats ; recapitalisation des banques par l'ESM.

**Graphique 5a**  
Achats de dettes publiques par les banques  
(Mds d'euros)



**Graphique 5b**  
BCE : encours de dette publique (en Mds d'€)



Le fait que l'Europe s'organise pour prêter davantage à l'Espagne et à l'Italie montre que **la crise de ces pays est considérée comme étant une crise de liquidité**. Est-ce le cas ? Reprenons l'analyse de la **solvabilité budgétaire et de la solvabilité extérieure de ces deux pays**.

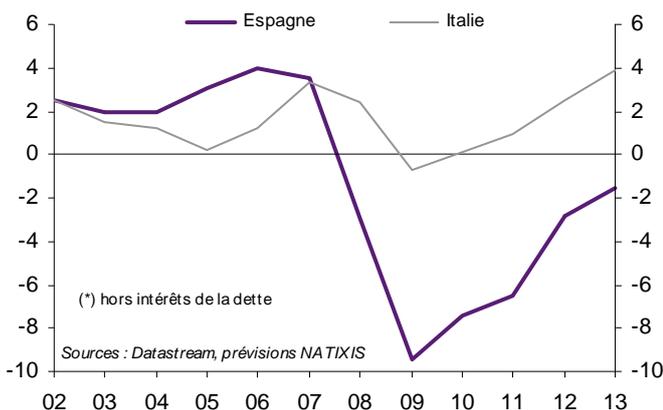
- **Solvabilité budgétaire**

Supposons que les taux d'intérêt à long terme auxquels ces deux pays sont confrontés soient « normaux » (autour de 4%). Compte tenu des perspectives de croissance (**graphique 6b**) et des taux d'endettement public, il faudrait un excédent budgétaire primaire de 3 ¼ % du PIB en Espagne et de 3 ½ % du PIB en Italie : **l'Italie sera solvable du point de vue budgétaire en 2013, l'Espagne est insolvable (graphiques 6 a/c/d)**.

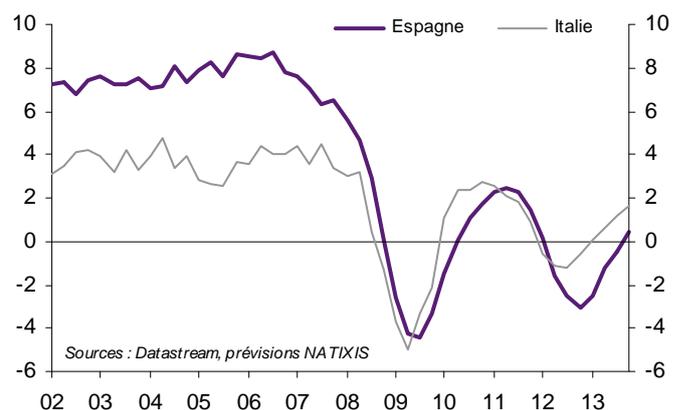
- **Solvabilité externe**

L'Espagne a un **déficit courant primaire** (hors intérêts sur la dette extérieure) de 2% du PIB, l'Italie de 1 ½ % du PIB, alors qu'il faudrait à l'Espagne un excédent courant primaire de 3 ½ % du PIB et à l'Italie de ½ % du PIB : **l'Italie n'est pas très loin de la solvabilité extérieure, l'Espagne en est très loin (graphiques 7 a/b/c)**.

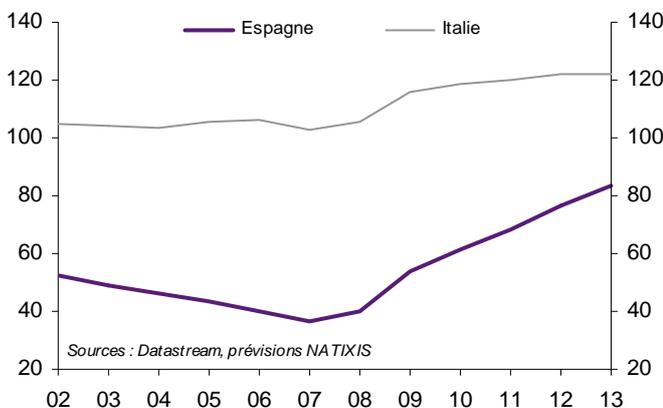
**Graphique 6a**  
Solde budgétaire primaire\* (en % du PIB valeur)



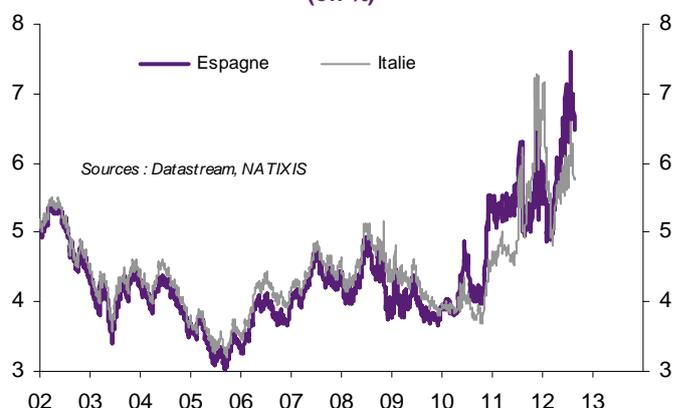
**Graphique 6b**  
PIB en valeur (GA en %)



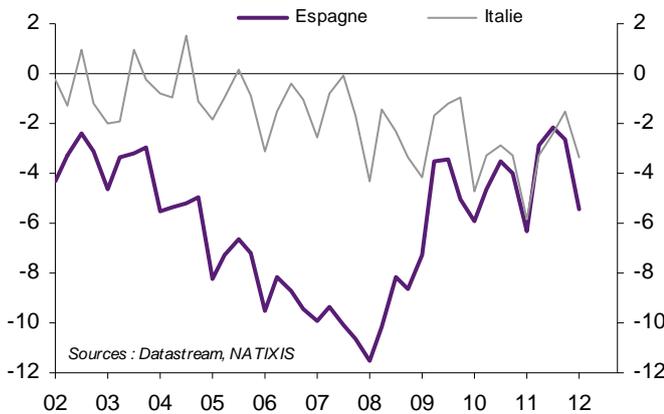
**Graphique 6c**  
Dette publique (en % du PIB valeur)



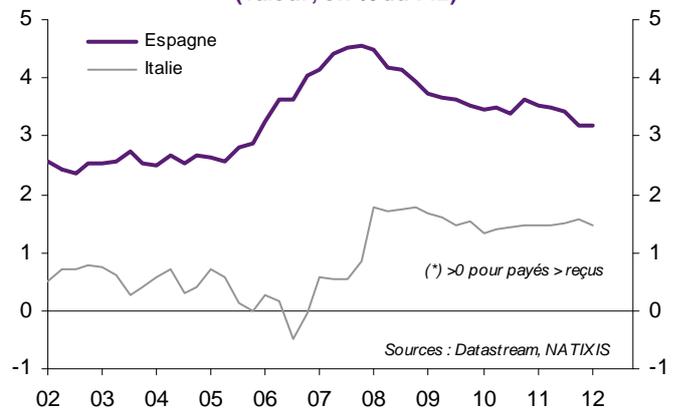
**Graphique 6d**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'État (en %)



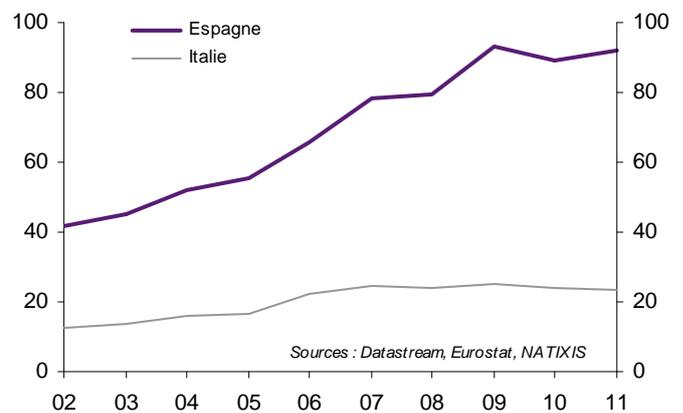
Graphique 7a  
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 7b  
Intérêts nets\* sur la dette extérieure  
(valeur, en % du PIB)



Graphique 7c  
Dette extérieure nette (en % du PIB)



**Synthèse : faut-il se réjouir lorsque les prêts de l'Europe aux pays en difficulté sont accrus ?**

**La demande collective est que l'Europe s'organise pour financer les pays en difficulté** (par la BCE, par l'EFSF-ESM).

**Mais l'organisation de ces prêts n'a de sens que si les pays sont confrontés à une crise de liquidité ; s'ils sont confrontés à une crise de solvabilité, qui persiste même si leurs taux d'intérêt reviennent à un niveau « raisonnable », il ne sert à rien de leur prêter davantage** puisqu'ils ne pourront pas rembourser leurs dettes.

Nous examinons les cas d'une part de **la Grèce et du Portugal** (financés par l'EFSF, l'UE, le FMI), d'autre part de **l'Espagne et de l'Italie** (financées par la BCE et peut-être plus tard par l'ESM).

**On doit conclure que la Grèce, le Portugal et l'Espagne sont insolvables ; l'Italie assurera sa solvabilité budgétaire en 2013 et n'est pas très loin de la solvabilité extérieure.** Seuls les prêts à l'Italie ont alors un sens.

## AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne acceptée d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

**This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.**

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA