

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

23 août 2012 – N° 548

Comment empêcher de sortir de l'euro des pays insolubles ?

Certains pays de la zone euro (Espagne, Grèce) sont insolubles : la dynamique de leur dette publique et de leur dette extérieure reste divergente même avec des taux d'intérêt faibles, compte tenu des difficultés de leurs économies réelles.

Il existe cependant une volonté politique forte dans la zone euro pour que ces pays ne quittent pas la zone euro, alors que la technique usuelle pour résoudre un pays insoluble est une forte dévaluation.

Comment maintenir dans l'euro des pays insolubles ?

- *La solution n'est pas de leur prêter davantage, d'où la bizarrerie du débat sur les prêts de l'EFSF-ESM et de la BCE ;*
- *Une politique coopérative de soutien de la croissance de long terme dans ces pays, afin d'améliorer leur solvabilité, ne semble pas être envisagée aujourd'hui ;*
- *La restructuration de la dette aiderait au retour à la solvabilité mais elle n'est certainement pas envisagée pour l'Espagne ;*
- *Il ne reste alors comme possibilité qu'un subventionnement permanent de ces pays, afin d'éviter que leurs besoins de financement (extérieur et public) ne fassent croître perpétuellement leurs taux d'endettement.*

Les autorités européennes sont-elles conscientes de cette problématique ?

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

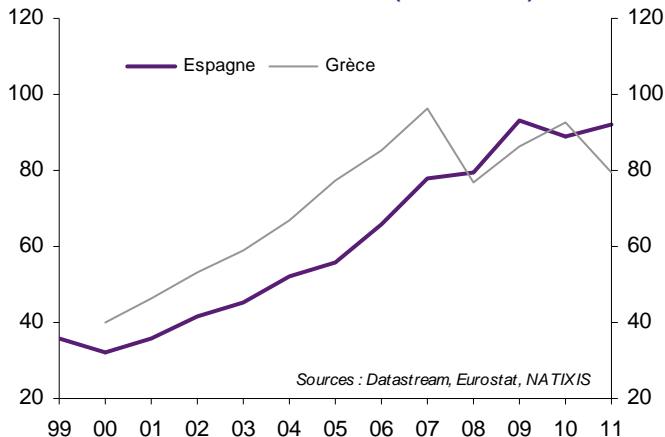
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

BANQUE DE FINANCEMENT & D'INVESTISSEMENT / ÉPARGNE / SERVICES FINANCIERS SPÉCIALISÉS

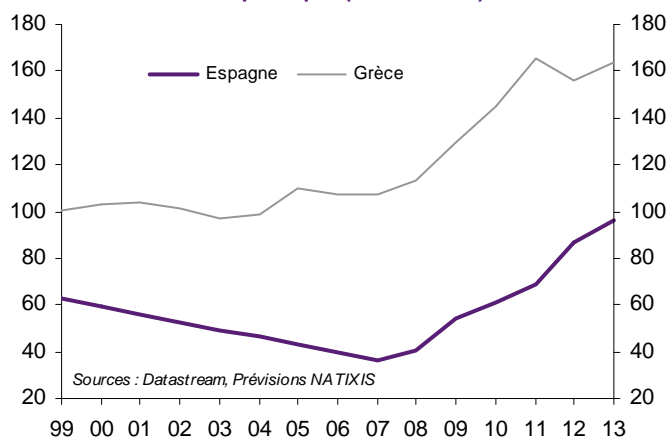
L'Espagne et la Grèce sont insolvables

L'Espagne et la Grèce sont aujourd'hui confrontées à la **divergence de leurs dettes publiques et de leurs dettes extérieures** (graphiques 1 a/b, compte tenu de la restructuration effectuée de la dette grecque).

Graphique 1a
Dettes extérieures nettes (en % du PIB)

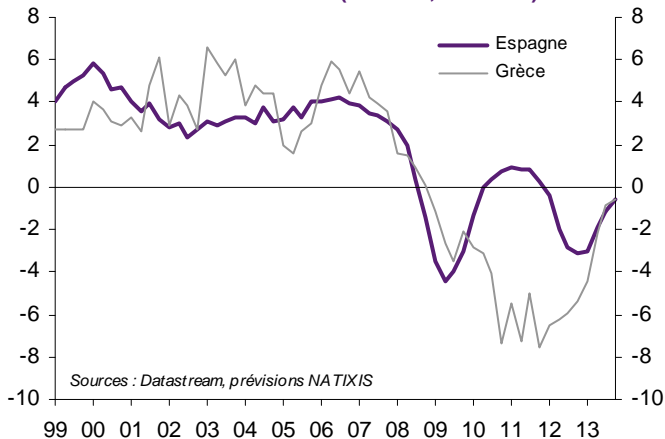


Graphique 1b
Dettes publiques (en % du PIB)

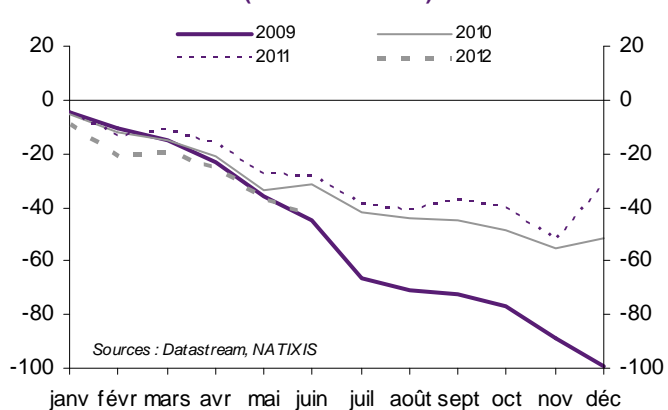


La faiblesse de l'activité (graphique 2) fait apparaître une **incapacité à réduire les déficits publics** (graphiques 3 a/b) et le maintien d'un déficit budgétaire primaire en Espagne, d'un excédent primaire en Grèce insuffisant pour stabiliser le taux d'endettement public (graphique 4), d'où la hausse des taux d'endettement publics.

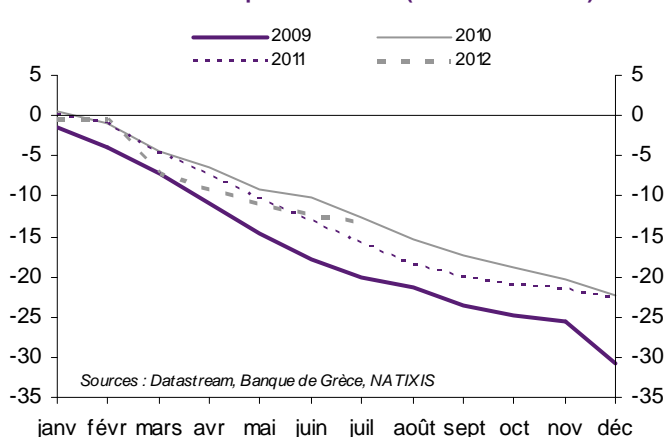
Graphique 2
Croissance du PIB (volume, GA en %)



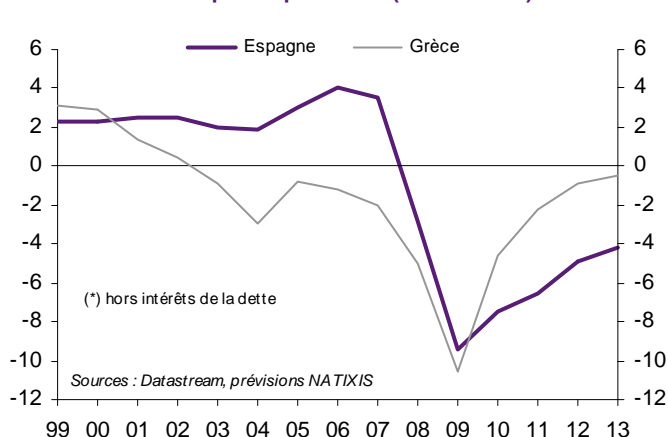
Graphique 3a
Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



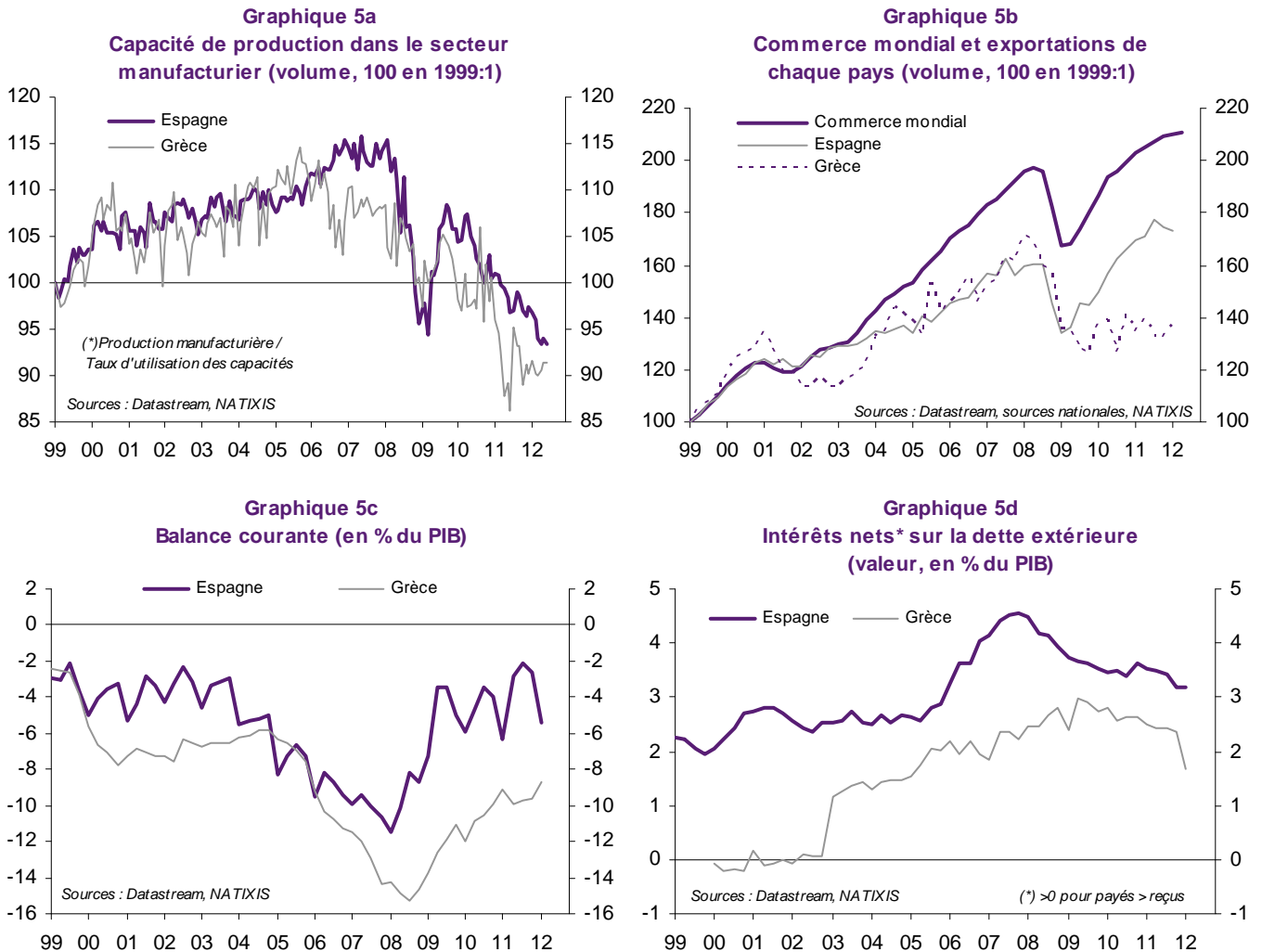
Graphique 3b
Grèce : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



Graphique 4
Déficit public primaire* (en % du PIB)



La perte de capacité de production de l'industrie (graphique 5a) affaiblit la capacité à exporter (graphique 5b) et conduit au maintien d'un déficit de la balance courante (graphique 5c) supérieur aux intérêts payés sur la dette extérieure (graphique 5d), d'où la hausse des taux d'endettement extérieurs.

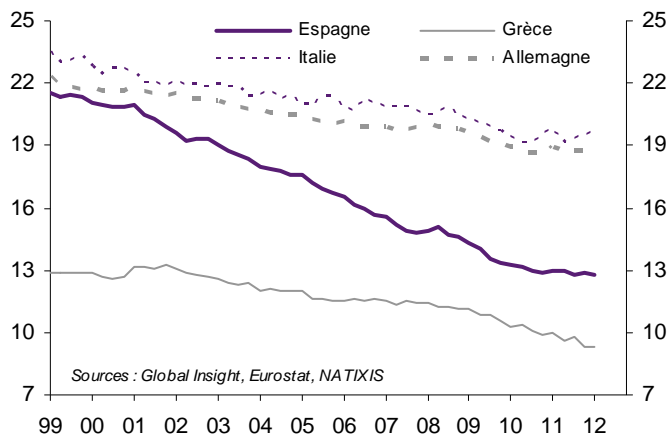


Avec la très faible taille de l'industrie en Espagne et en Grèce (graphiques 6 a/b), la disparition du déficit extérieur de ces deux pays nécessiterait une compression insupportable de la demande intérieure (graphique 6c).

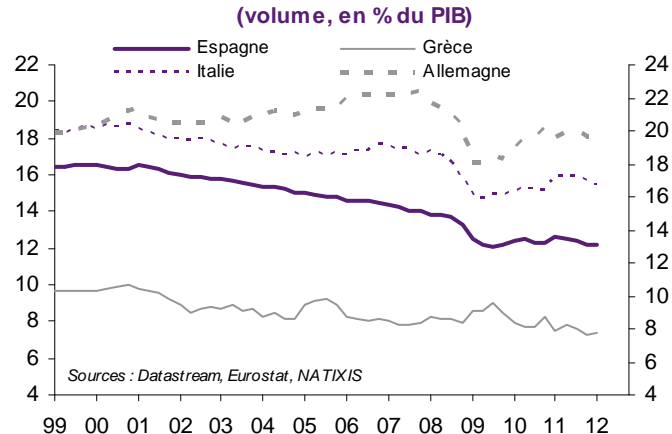
On peut donc bien conclure que, dans les conditions présentes, l'Espagne et la Grèce sont insolvables, du point de vue budgétaire et du point de vue extérieur.

Cette insolvabilité subsisterait même avec des taux d'intérêt beaucoup plus bas : puisqu'il y a déficit budgétaire primaire (avec excédent primaire faible prévu en 2013 en Grèce) et déficit courant primaire (hors paiement des intérêts sur la dette) et que la croissance nominale est proche de zéro (graphique 7), l'insolvabilité serait toujours présente même avec des taux d'intérêt presque nuls.

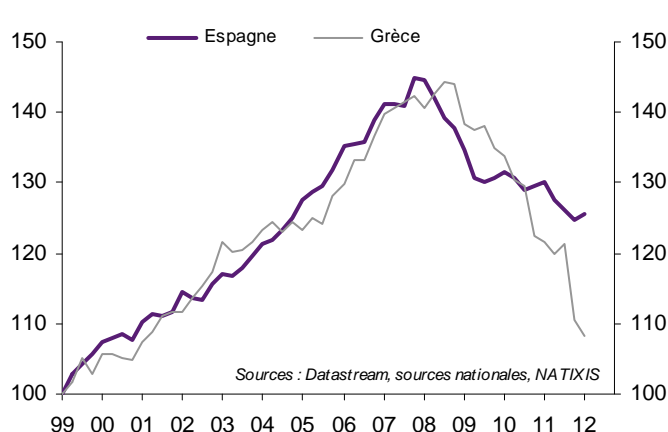
Graphique 6a
Emploi manufacturier (en % du total)



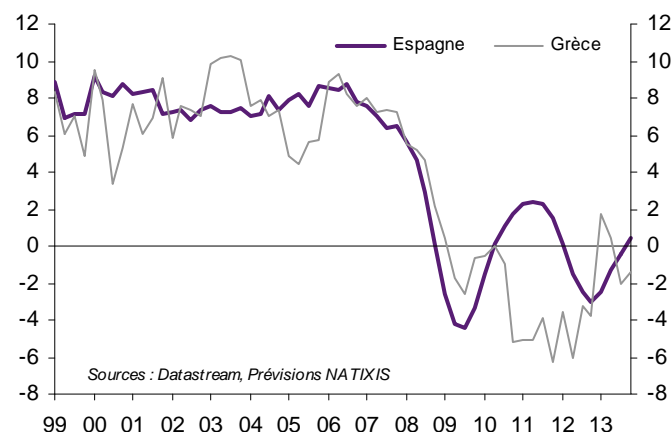
Graphique 6b
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (volume, en % du PIB)



Graphique 6c
Demande intérieure (volume, 100 en 1999:1)



Graphique 7
PIB en valeur (GA en %)



Comment maintenir dans l'euro des pays insolvable ?

Lorsqu'un pays est insolvable, la technique usuelle consiste à :

- restructurer sa dette ;
- mettre en place une dépréciation très importante du change.

S'il est parfois évoqué de restructurer la dette de la Grèce détenue par les investisseurs publics (**tableau 1**), compte tenu de sa taille **on n'envisage pas de restructurer la dette de l'Espagne**.

Tableau 1
Détenition de la dette grecque après la restructuration

	Mds d'euros	en % du Total
FMI	20,1	6,5
UE	52,9	17
Banques étrangères	62	20
Banques grecques	23	7,4
BCE	45	14,5
EFSF	107,7	34,7

Source: NATIXIS

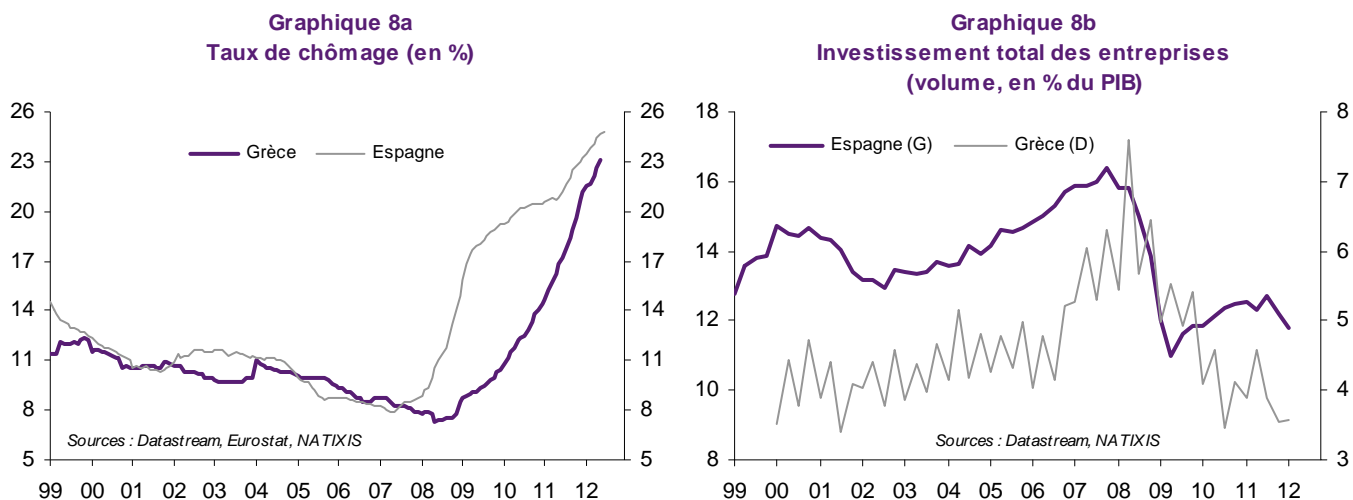
De plus, puisque ces pays ont **des déficits primaires difficiles à réduire, ils resteraient insolvable même sans dette** (extérieure ou publique) : la dette se reconstituerait immédiatement.

Par ailleurs, les autorités européennes ont manifesté fortement leur volonté de conserver l'Espagne et la Grèce dans l'euro. Comment garder dans l'euro des pays insolvable ?

(1) La solution ne peut pas être de leur prêter davantage, puisqu'ils sont déjà trop endettés et que même avec des taux d'intérêt plus bas ils restent insolvable. **On ne résout pas un problème d'insolvabilité en accroissant les taux d'endettement.**

C'est pour cela que **la solution pour sortir de la crise ne peut pas être seulement des achats de dette grecque et espagnole ou des prêts à la Grèce et à l'Espagne par l'EFSF-ESM et par la BCE**. Ces prêts évitent la cessation de paiements aujourd'hui de ces pays mais, le problème de solvabilité (extérieure et budgétaire) étant toujours présent, ils ne font que repousser le problème.

(2) On pourrait envisager une politique européenne coopérative de soutien à la croissance de long terme de ces pays. La Grèce et l'Espagne connaissent un **recul de leur croissance potentielle** avec la perte de capital humain due au chômage (**graphique 8a**), avec le recul de l'investissement des entreprises (**graphique 8b**).

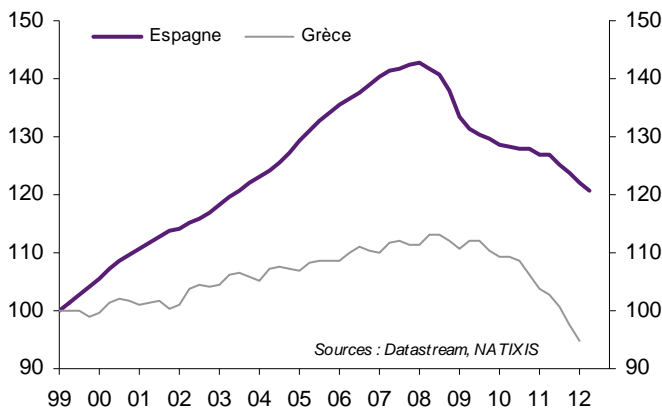


La perte de croissance potentielle les condamne à une insolvabilité durable. **Une politique coopérative consisterait en un financement par l'ensemble des pays européens de politiques de soutien à l'emploi et à l'investissement en Espagne et en Grèce** : incitations fiscales, subventions...

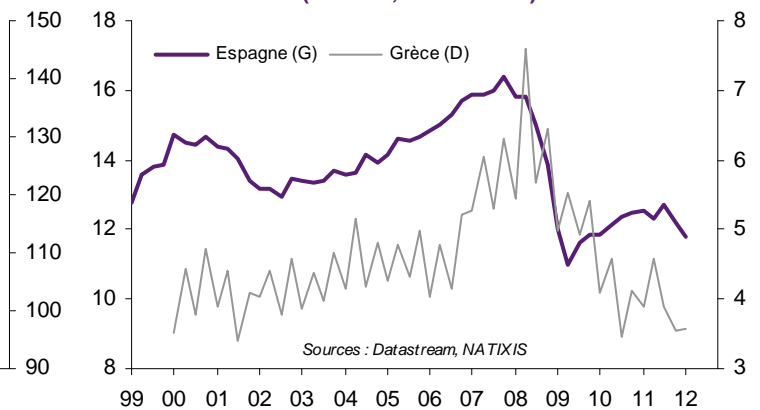
Si ces deux pays ne sont pas capables d'attirer des investissements étrangers productifs créateurs d'emplois (**graphiques 9 a/b/c**), ils resteront **piégés dans l'équilibre de croissance nulle où ils ne peuvent pas redevenir solvables**. Aujourd'hui l'emploi et l'investissement continuent à reculer, malgré l'apparition d'investissements directs étrangers (**graphique 9c**).

Mais on ne voit pas aujourd'hui un tel programme européen de soutien à la croissance de ces pays.

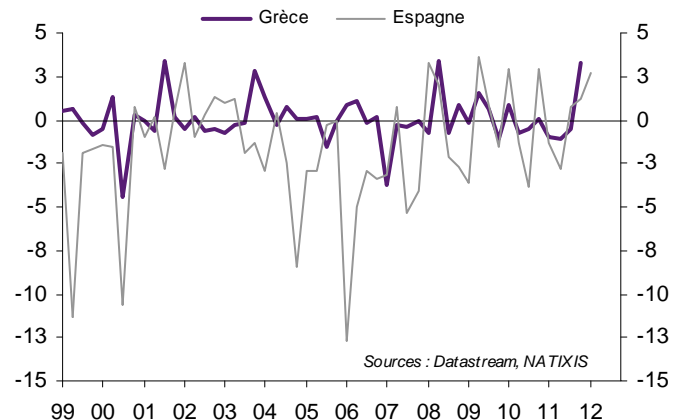
Graphique 9a
Emploi total (100 en 1999:1)



Graphique 9b
Investissement total des entreprises
(volume, en % du PIB)



Graphique 9c
Investissement direct net (en % du PIB)



Synthèse : il ne reste alors que le subventionnement des besoins de financement de ces pays

Si l'Espagne et la Grèce :

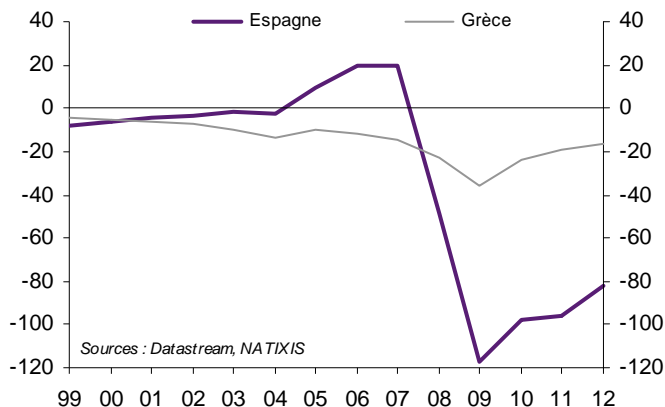
- **sont insolubles** (incapables de stabiliser leurs taux d'endettement public et extérieur) ;
- **doivent rester dans l'euro** ;
- **ne peuvent pas faire l'objet d'une restructuration massive de leurs dettes** (qui d'ailleurs ne suffirait pas à les rendre solvables à nouveau) ;
- **ne bénéficient pas de politiques européennes de soutien de leur croissance potentielle** ;
- **étant insolubles, ne peuvent pas voir leurs problèmes réglés par un supplément d'endettement**, même fourni à des taux d'intérêt plus faibles par l'EFSF-ESM et la BCE,

alors la seule solution pour concilier insolvabilité et maintien dans l'euro est le subventionnement par l'Europe des besoins de financement de l'Espagne et de la Grèce.

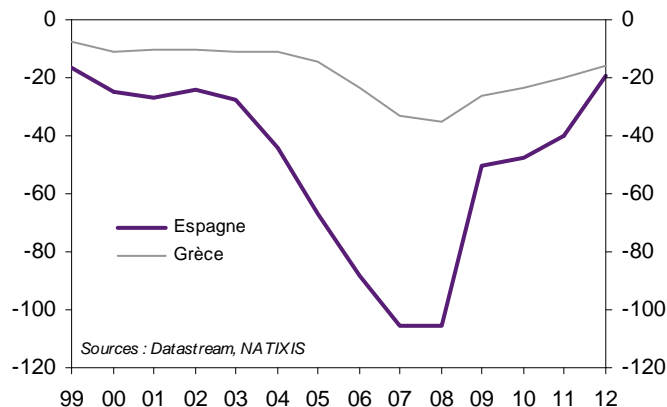
Si l'Espagne et la Grèce financent par l'endettement leur déficit public et leur déficit extérieur, quel que soit le prêteur, et si ces déficits ne peuvent pas être réduits, compte tenu des problèmes des économies réelles et de l'absence de politique européenne de soutien de la croissance potentielle, leur insolvabilité s'accroît.

Il ne reste alors, pour concilier déficits (insolvabilité) et maintien dans l'euro que le subventionnement : les autres pays de la zone euro transfèrent vers l'Espagne et la Grèce les montants nécessaires au financement des déficits (**graphiques 10 a/b**), de manière à ce que ces déficits n'accroissent pas l'endettement.

Graphique 10a
Déficit public (en Mds d'euros)



Graphique 10b
Balance courante (en Mds d'euros)



Pour chaque pays, **le besoin de financement est le maximum du déficit public et du déficit extérieur** (le financement par l'Europe du déficit public finance aussi le déficit extérieur) soit 35 mds € au total par an.

Les dirigeants européens comprennent-ils que, s'ils ne subventionnent pas ces pays, leur insolvabilité rend impossible leur maintien dans l'euro ? Qu'il serait préférable de les aider à redevenir solvables, par des politiques européennes de soutien à la croissance de long terme ?