

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 juillet 2013 – N°540

Pourquoi l'Europe maintient-elle la fiction de la solvabilité des pays en difficulté ?

A partir de 2009, les autorités européennes ont entretenu la fiction de la solvabilité de la Grèce, alors que l'insolvabilité budgétaire du pays était claire. Ceci s'est terminé par un défaut partiel qui n'a d'ailleurs pas ramené la solvabilité budgétaire.

Aujourd'hui, les autorités européennes continuent à entretenir la fiction de la solvabilité budgétaire d'autres pays de la zone euro à taux d'endettement public très élevé, en particulier de Chypre, du Portugal. Elles sont donc prêtes à prêter à ces pays, même si le problème n'est clairement pas une crise de liquidité. Pourquoi cette attitude des européens, ce qui les différencie aujourd'hui fortement de l'attitude du FMI ?

Probablement parce qu'admettre l'insolvabilité budgétaire d'un pays de la zone euro fait courir un risque majeur de contagion et de crise bancaire. Mais prêter davantage à un pays insolvable, si cela peut rassurer les marchés financiers à court terme, conduit à un problème pire à plus long terme si la situation structurelle du pays est encore la même puisque son niveau d'endettement est encore plus élevé.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

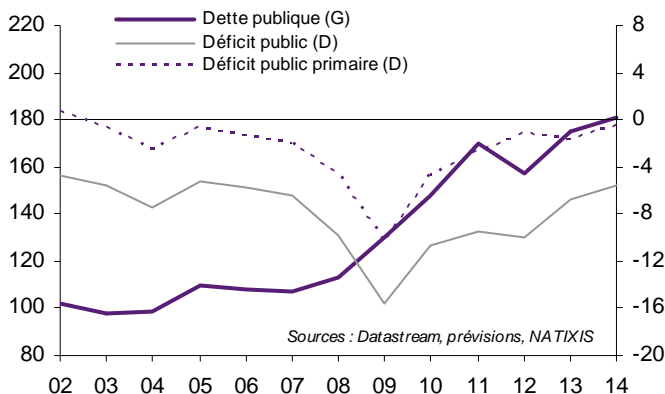
Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

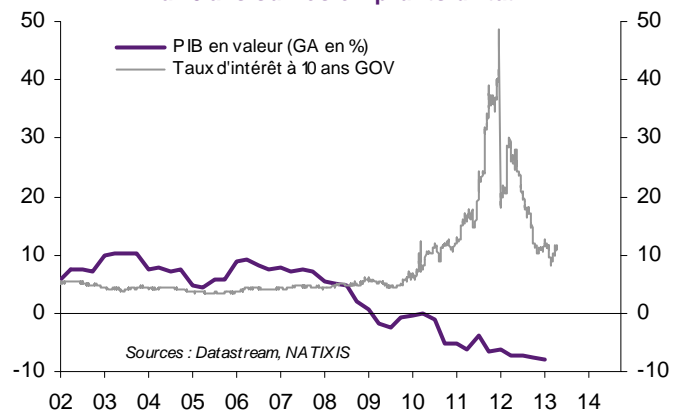
Les autorités européennes entretiennent la fiction de la solvabilité budgétaire des pays en grande difficulté

(1) A partir de 2009, la « Troïka » (Commission européenne, BCE, FMI) a entretenu la fiction de la solvabilité de la Grèce, alors que tout montrait que la Grèce était insolvable : l'excédent budgétaire primaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement de la Grèce était impossible à atteindre compte tenu de la perte d'activité et du niveau des taux d'intérêt (graphiques 1 a/b). Ceci a conduit en 2012 au défaut partiel sur la dette grecque, ce qui n'a d'ailleurs pas rétabli sa solvabilité comme le montre l'évolution ultérieure du taux d'endettement public. Il faudrait en 2013 une réduction de 12 points de PIB du déficit public de la Grèce pour stabiliser son taux d'endettement public !

Graphique 1a
Grèce : dette et déficits publics
(en % du PIB valeur)



Graphique 1b
Grèce : PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



(2) La même attitude apparaît aujourd'hui vis-à-vis d'autres pays de la zone euro, en particulier Chypre et le Portugal, mais peut-être aussi d'autres pays à taux d'endettement public élevé (Italie, Irlande, peut-être même Espagne).

Quand on regarde :

- l'évolution des déficits publics (graphique 2a) et des déficits publics primaires (graphique 2b) ;
- les perspectives de croissance (graphiques 2 c/d) ;
- les niveaux de taux d'intérêt (graphique 2e).

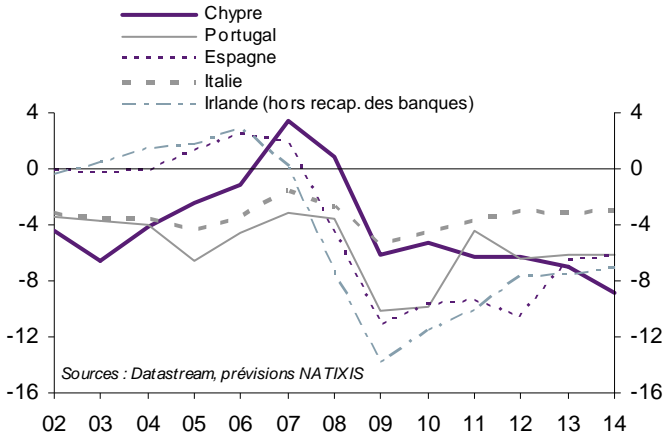
On voit que, en 2013, il faudrait une réduction du déficit public (une hausse de l'excédent public primaire) de :

17 points de PIB à Chypre (!),
9,5 points de PIB au Portugal,
6,5 points de PIB en Espagne,
4 points de PIB en Italie,
4,5 points de PIB en Irlande,

pour stabiliser le taux d'endettement public (graphique 2f).

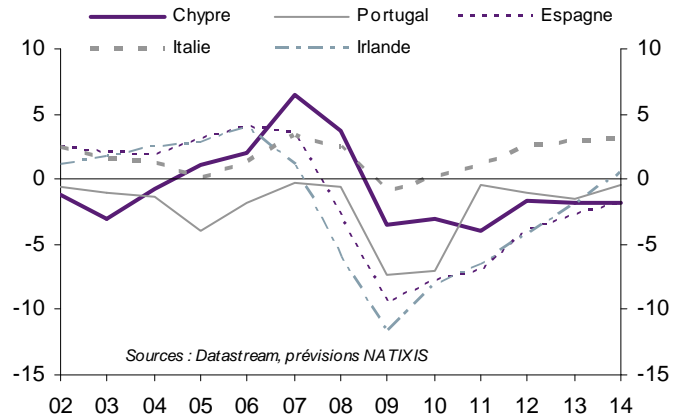
Graphique 2a

Déficit public (en % du PIB valeur)



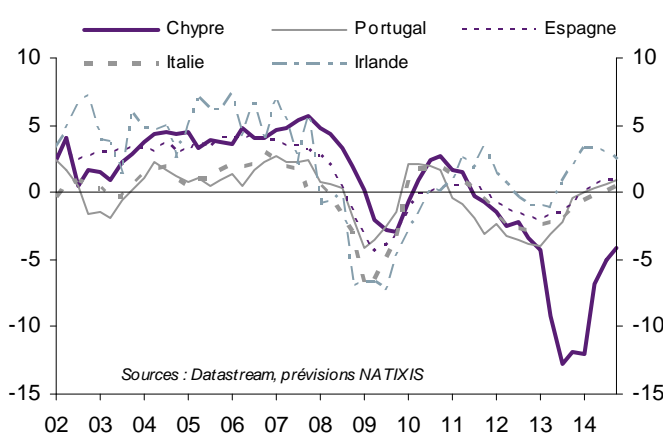
Graphique 2b

Déficit public primaire (en % du PIB valeur)



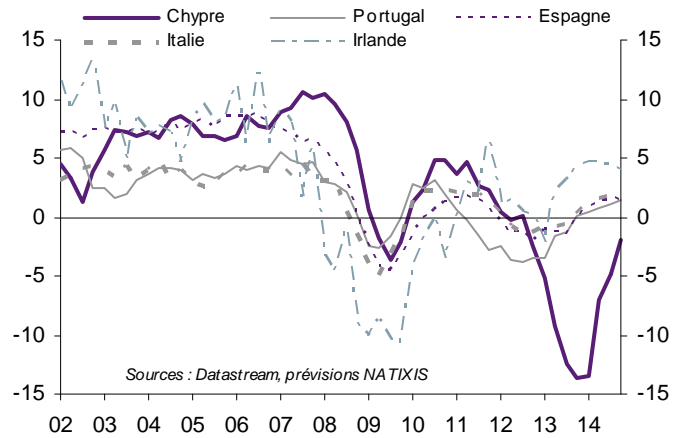
Graphique 2c

Croissance du PIB (volume, GA en %)



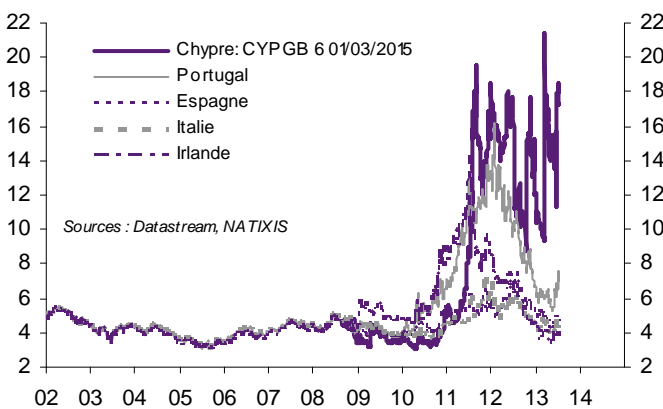
Graphique 2d

PIB en valeur (GA en %)



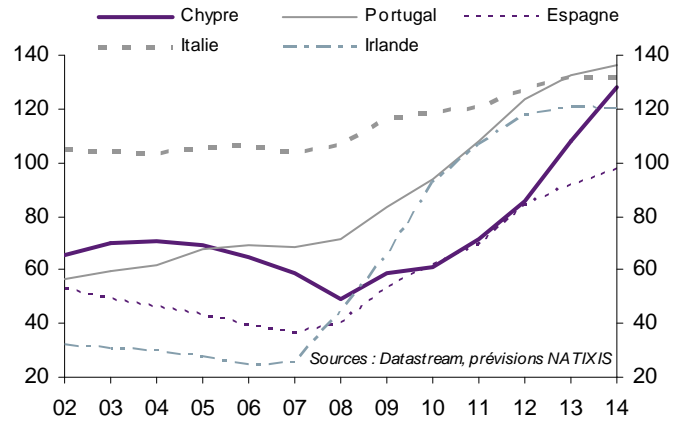
Graphique 2e

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 2f

Dettes publiques (en % du PIB valeur)



Ceci montre qu'on peut avoir de graves doutes sur la solvabilité budgétaire de tous ces pays (en particulier Chypre et Portugal), et que le taux d'endettement public va monter au moins jusqu'à :

145% du PIB à Chypre,
150% du PIB au Portugal,
100% du PIB en Espagne,
140% du PIB en Italie,
125% du PIB en Irlande.

Pourquoi les autorités européennes refusent-elles d'admettre l'insolvabilité budgétaire de certains pays de la zone euro ?

Cette attitude est devenue très différente de celle du FMI, qui est revenu sur la crise grecque avec une sorte d'autocritique : admettant que la Grèce n'était pas solvable et que le programme d'aide à la Grèce (**tableau 1**) n'avait donc pas de sens.

Tableau 1
Plans d'aide à la Grèce

Plan 1 : Mai 2010 - Mars 2012

	UE*	FMI	Total
Prévu	80,0	30,0	110,0
Versé	53,0	20,0	73,0
Reste	27,0	10,0	37,0

Plan 2 : 2012-2014

	EFSF/ESM	FMI**	PSI	Haircut	Total
Prévu	109,0	28,0	35,5	107,0	279,5
- Recapitalisation des banques	48,0				
- Reste du 1er plan***	24,4				
- Nouveaux prêts	36,7				
Versé maj 09/07/2013	96,1	4,9	34,5	107,0	242,5
Reste	12,9	23,1	1,0	0,0	37,0

Sources : EFSF, FMI, CE, NATIXIS

* Greek Loan Facility

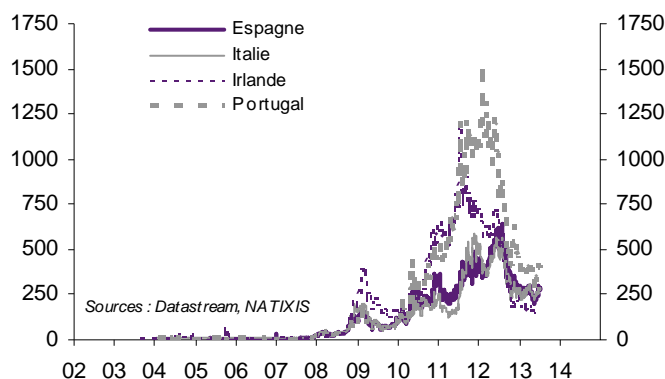
** dont 8,2 mds seront versés après 2014

*** Le reste des 27 mds non-déboursé a été reconduit à hauteur de seulement 24,4 mds dans le 2ème plan en raison du refus de participation de la Slovaquie et du retrait du Portugal et de l'Irlande eux-mêmes sous assistance européenne

Le maintien de l'hypothèse de solvabilité par les autorités européennes pour des pays qui présentent des signes clairs d'insolvabilité s'explique probablement :

- **par la crainte des autorités européennes de la contagion à d'autres pays si l'insolvabilité d'un pays est admise.** Si aujourd'hui l'Europe déclarait par exemple que le Portugal est insolvable, il y aurait un risque évident de contagion aux autres pays à dette publique très élevée (Italie, Irlande). **Il manque clairement un mécanisme de stabilisation dans la zone euro : celui qui couperait la contagion d'un pays à l'autre** (par exemple déclenchement préventif de l'OMT sur les autres pays) si un pays est analysé comme étant budgétairement insolvable. On sait qu'aujourd'hui la corrélation entre les perceptions des risques souverains est très forte (**graphique 3**).

Graphique 3
CDS souverain (5 ans, en pb)



- par la crainte de déclenchement d'une crise bancaire en raison de l'importance de la détention de dette publique par les banques de la zone euro (tableau 2). Pour l'éviter, il faudrait qu'il existe un mécanisme européen de recapitalisation des banques qui soit déclenché automatiquement en cas de restructuration d'une dette publique.

On comprend donc pourquoi l'Europe maintient la fiction de la solvabilité des pays en difficulté.

Tableau 2
Encours de dettes souveraines des pays de la Zone euro
détenus par les banques des pays de la Zone euro
(Juin 2012, en Mds d'€)

Banques de --> Dettes de	Allemagne	Autriche	Belgique	Chypre	Espagne	Finlande	France
Allemagne	313,87	1,13	0,81	0,05	1,50	0,15	33,87
Autriche	11,41	10,08	0,65	0,00	0,21	0,00	3,05
Belgique	6,60	0,11	22,13	0,04	1,02	0,16	36,37
Chypre	0,06	0,00	0,00	2,94	0,00	0,00	0,09
Espagne	17,72	0,05	0,33	0,00	152,54	0,00	7,17
Estonie	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,83	0,08	0,07	0,00	0,05	0,88	1,49
France	13,49	0,19	2,32	0,47	3,05	0,06	114,61
Grèce	0,13	0,00	0,03	0,47	0,03	0,00	0,35
Irlande	0,71	0,04	0,39	0,32	0,00	0,00	1,03
Italie	30,90	0,14	0,96	0,11	4,26	0,00	38,68
Luxembourg	0,25	0,02	0,42	0,00	0,63	0,00	0,23
Malte	0,08	0,00	0,00	0,13	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	7,82	0,13	0,21	0,00	0,57	0,00	15,17
Portugal	3,46	0,00	0,06	0,00	4,50	0,00	1,21
Slovaquie	0,90	7,63	1,32	0,00	0,00	0,00	0,67
Slovénie	0,33	0,54	0,27	0,04	0,00	0,00	1,34
Zone euro	408,57	20,14	29,97	4,55	168,36	1,26	255,32

Source : European Banking Authority

Tableau 2 (suite)
Encours de dettes souveraines des pays de la Zone euro
détenus par les banques des pays de la Zone euro
(Juin 2012, en Mds d'€)

Banques de --> Dettes de	Irlande	Italie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Portugal	Slovénie
Allemagne	0,28	22,50	0,07	0,01	26,90	0,05	0,14
Autriche	0,36	8,85	0,10	0,00	3,84	0,02	0,19
Belgique	0,00	0,25	0,18	0,00	14,25	0,02	0,10
Chypre	0,00	0,01	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00
Espagne	0,00	3,42	0,17	0,00	0,74	0,11	0,00
Estonie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,10	0,04	0,01	0,00	1,23	0,00	0,02
France	1,00	1,08	0,13	0,02	14,05	0,18	0,08
Grèce	0,00	0,04	0,00	0,00	0,75	0,07	0,00
Irlande	13,85	0,15	0,00	0,01	0,16	0,56	0,01
Italie	0,29	184,17	0,95	0,01	3,08	0,98	0,01
Luxembourg	0,00	0,00	2,27	0,00	0,14	0,00	0,01
Malte	0,00	0,00	0,00	1,55	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	0,36	0,32	0,03	0,02	60,87	0,01	0,07
Portugal	0,02	0,25	0,17	0,00	0,63	24,06	0,00
Slovaquie	0,00	3,44	0,00	0,01	0,11	0,04	0,01
Slovénie	0,00	0,85	0,00	0,00	0,07	0,00	1,88
Zone euro	16,25	225,38	4,08	1,64	126,85	26,12	2,52

Source : European Banking Authority

Synthèse : quelles conséquences ?
Seulement repousser dans le temps et aggraver les difficultés ?

Si un pays est budgétairement insolvable mais s'il est déclaré solvable et qu'on lui prête davantage, sont taux d'endettement public continue à augmenter, ce qu'on voit clairement aujourd'hui (graphique 2f plus haut).

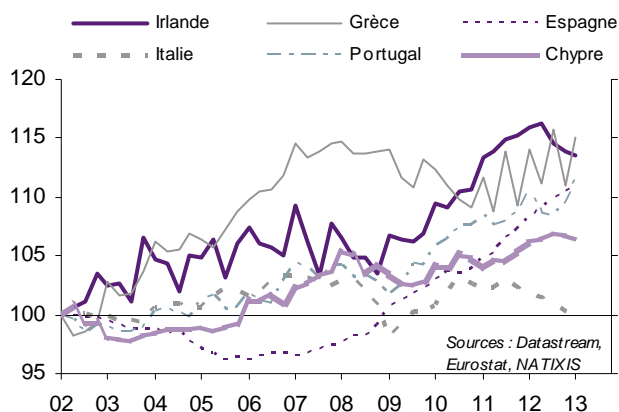
Ultérieurement, le pays sera toujours insolvable, et encore plus puisque son taux d'endettement public sera encore plus élevé, donc normalement aussi la prime de risque souverain qu'il doit payer.

Le seul cas où continuer à prêter à un pays insolvable se justifie est celui où ce comportement lui donne le temps de redevenir solvable grâce à une hausse de sa croissance potentielle, donc de ses gains de productivité.

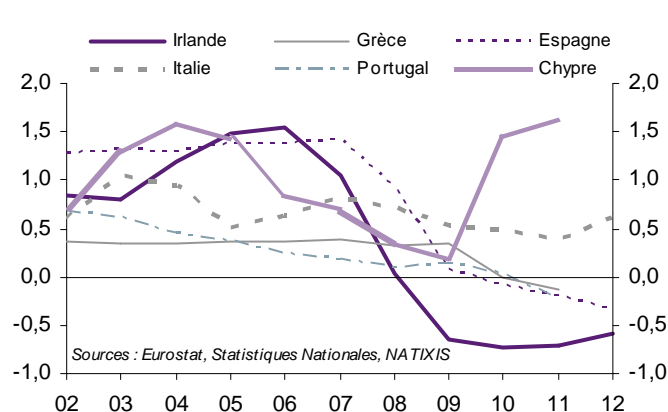
Voit-on cela aujourd'hui ?

Malheureusement, **les gains de productivité (graphique 4a)** ralentissent ou stagnent, sauf en Espagne et peut-être en Irlande, **et la situation est aggravée par l'émigration (Espagne, Grèce, Portugal, Irlande, graphique 4b)** qui réduit le PIB potentiel et la base fiscale des pays.

Graphique 4a
Productivité par tête (100 en 2002:1)



Graphique 4b
Flux migratoires nets (en % de la population)



On ne voit donc pas l'intérêt aujourd'hui dans la zone euro de maintenir la fiction de la solvabilité budgétaire de tous les pays.