

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

19 juillet 2011 – N° 556

Va-t-on pouvoir arrêter la crise des dettes publiques en Europe ?

Il faut être inquiets quant aux perspectives pour les dettes publiques de la zone euro : quelle que soit la nature du programme de soutien financier à la Grèce et aux autres pays, le recul de l'activité dans ces pays dû aux politiques budgétaires restrictives leur interdit de réduire leur déficit public ; ceci, et les hésitations des européens, accroît le risque de contagion à de grands pays de la zone euro (Espagne, Italie...).

Si de grands pays ne peuvent plus financer leurs déficits publics sur les marchés financiers, les solutions mises en œuvre aujourd'hui (soutien budgétaire de l'ensemble des pays de la zone euro) ne pourront plus être utilisées, et le seul salut sera la monétisation des dettes publiques, par le FMI, la BCE.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Atermoiements des européens

Le programme de soutien à la Grèce, qu'on croyait bouclé, semble en réalité compliqué à mettre au point : la nature de l'implication de prêteurs privés est toujours incertaine (réinvestissement des titres remboursés, **Tableau 1**, dans de nouveaux titres émis par la Grèce, ce qui est le plan français ; échange des titres grecs existants contre des titres de maturité plus longue, ce qui est le plan allemand) ; **certains pays européens demandent des contreparties plus fortes**, même une mise sous tutelle de la politique économique de la Grèce ou une saisie d'une partie du patrimoine de la Grèce ; l'opinion allemande et des pays du Nord de la zone euro **rejette complètement l'idée d'aider la Grèce par des transferts de revenus, par du fédéralisme** sous quelque forme que ce soit ; la durée et le taux d'intérêt des nouveaux financements est toujours incertaine.

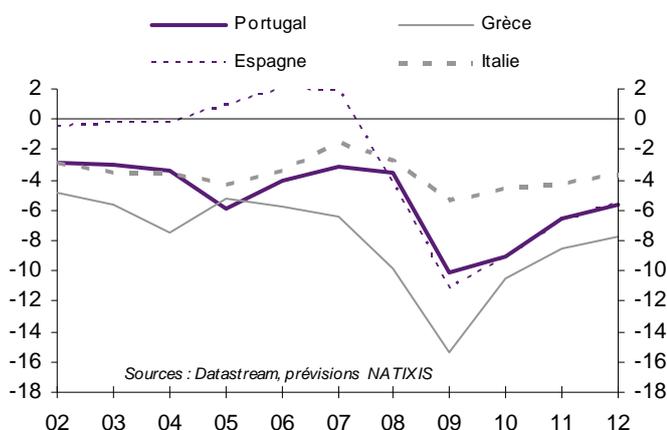
Tableau 1
Echéanciers des tombées de remboursement de la dette grecque

Grèce	Notionnel (cumul par année, Mds d'Euros)
2011	24,05
2012	31,28
2013	22,86
2014	31,32
2015	19,98
2016	13,55
2017	20,83
2018	9,83
2019	23,82
2020	5,00
2021	-
2022	8,93
2023	-
2024	10,46
2025	7,20

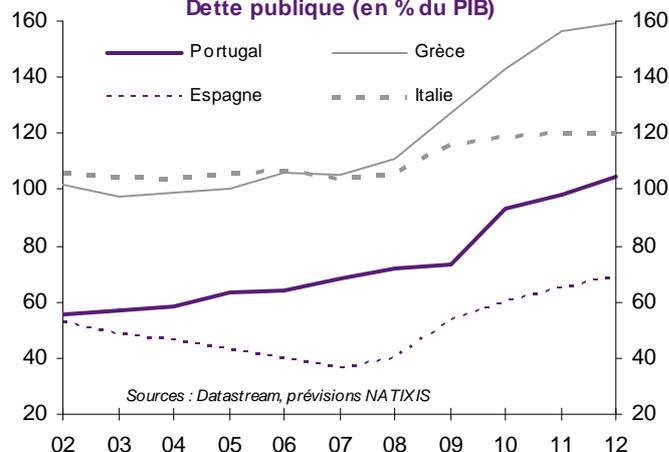
Source : Bloomberg

Cette difficulté et ce délai dans la mise au point du programme d'aide à la Grèce sont extrêmement dangereux ; ils passent aux marchés financiers le message suivant : puisque secourir un petit pays est aussi compliqué et conflictuel, l'Europe serait tout à fait incapable de venir en aide à un grand pays en difficulté (Espagne, Italie...) avec ses finances publiques (**graphiques 1a/1b**).

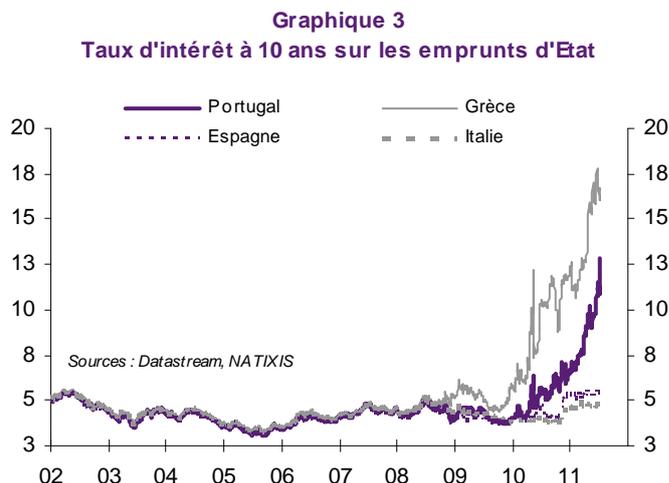
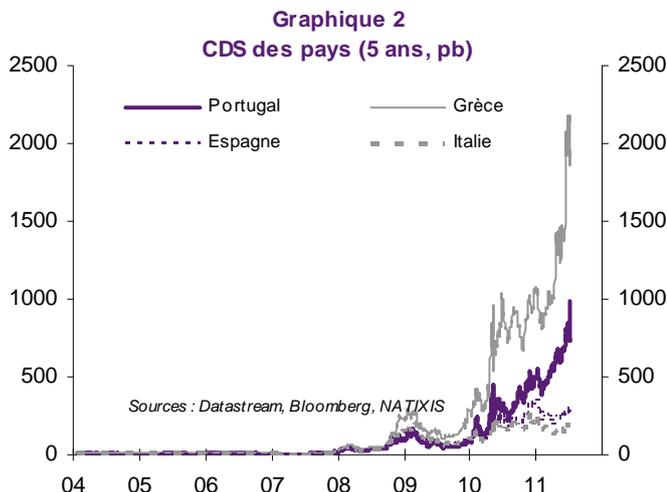
Graphique 1a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 1b
Dette publique (en % du PIB)



Ceci déclenche non seulement un mouvement de spéculation contre le dettes publiques de ces pays de la part des *hedge funds*, mais ceci se fait sur le marché des dérivés (des CDS des pays, **graphique 2**), et n'a pas d'effet direct sur les coûts de financement des pays ; **mais aussi un mouvement de défiance de la part des investisseurs institutionnels**, qui hésitent maintenant à investir en dette espagnole, italienne et même française, ce qui accroît les taux d'intérêt payés par ces pays (**graphique 3**), et devient réellement dangereux.



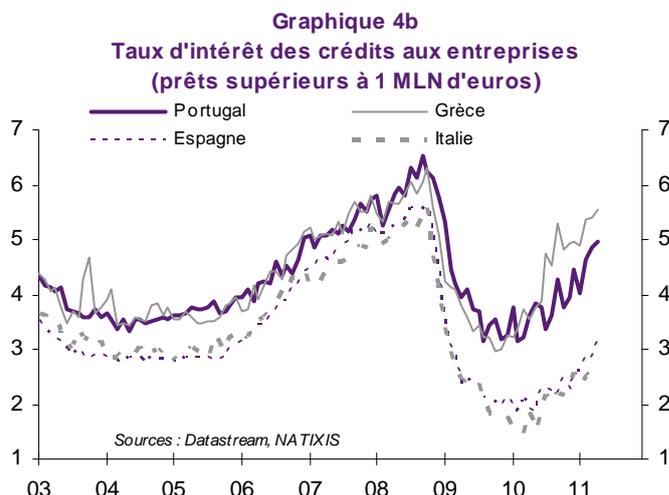
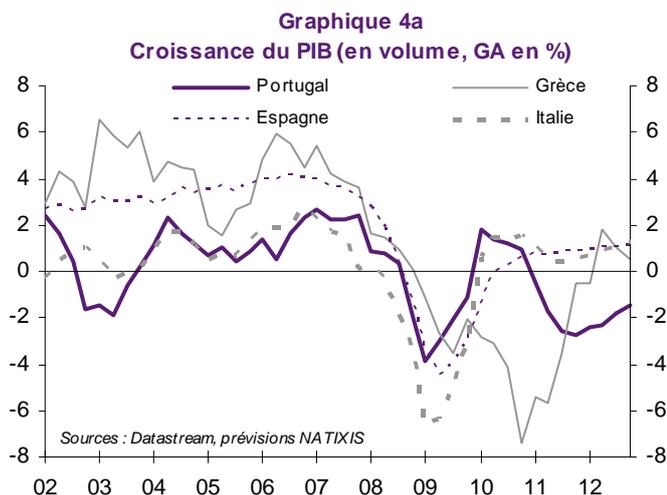
Les attermoissements de l'Europe accroissent donc considérablement le risque de contagion de la crise à d'autres pays.

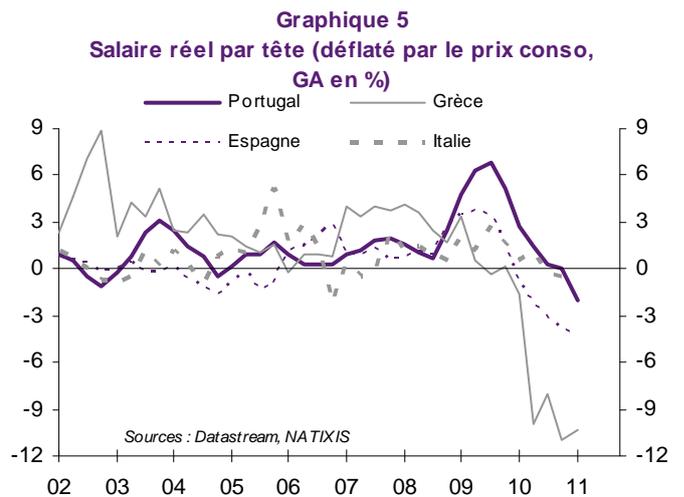
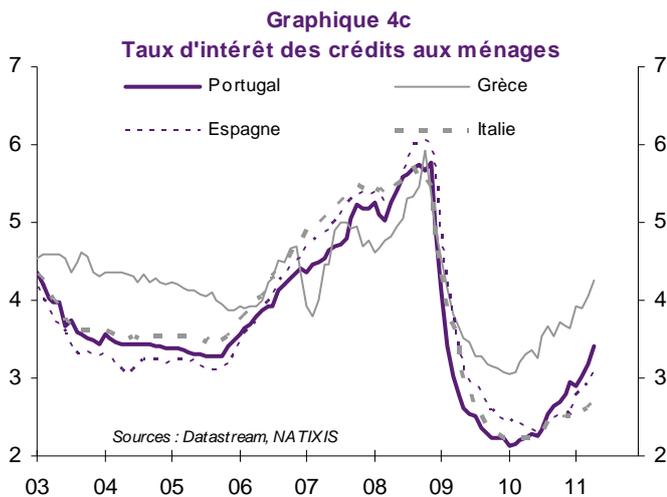
Même un programme de soutien financier n'arrêterait pas la crise

Mais il faut se rendre compte que même si un programme raisonnable de soutien à la Grèce et aux autres pays en difficulté était finalisé, la situation serait loin d'être stabilisée.

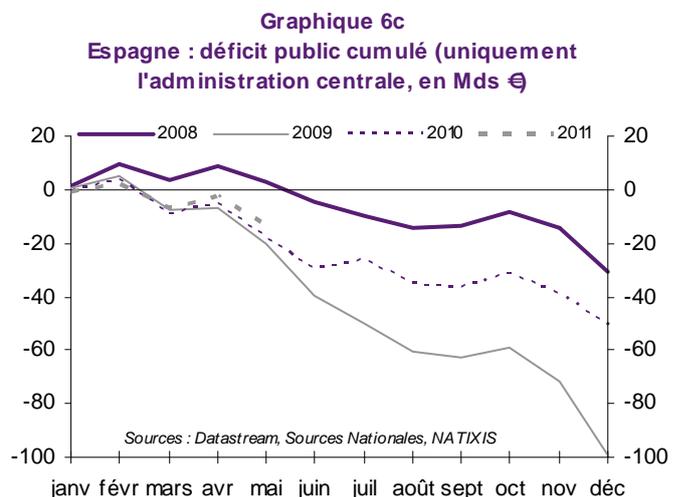
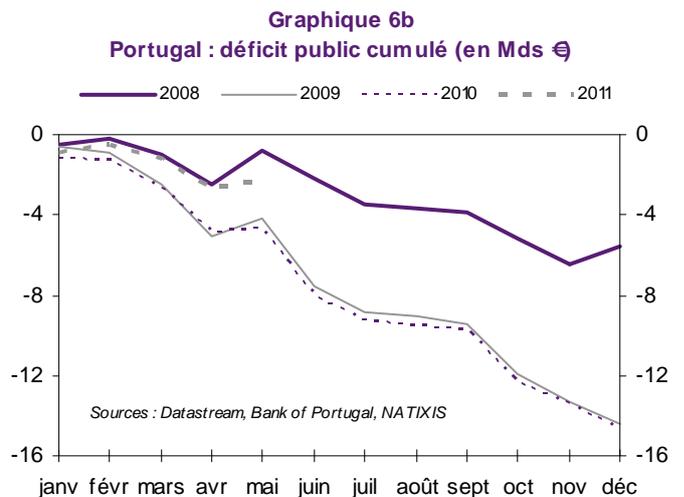
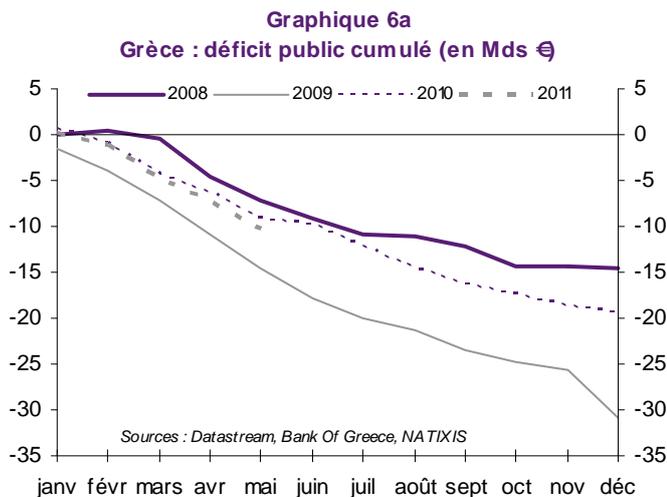
En effet, la croissance dans ces pays (graphique 4a) est violemment affectée par les programmes de rigueur budgétaire et par les hausses de taux d'intérêt des crédits aux ménages et aux entreprises (graphiques 4b/4c) qui suivent celles des taux d'intérêt sur les dettes publiques ; la croissance sur un an est de -5% en Grèce, de 0% à peu près au Portugal et en Irlande, de moins de 1% en Espagne et en Italie.

Le salaire réel a reculé de 10% sur un an en Grèce (!), de 4% en Espagne, de plus de 2% au Portugal, de 1% en Italie (graphique 5) ; l'emploi a baissé de 5% en un an en Grèce, de 2% en Espagne, etc...





La contraction violente de l'activité rend très difficile la réduction du déficit public pour la Grèce (**graphique 6a**) ; même si la Grèce reçoit des prêts à 4% de la part de l'Europe et du FMI, avec une croissance (une décroissance) de 5% sur un an, il faudrait qu'elle réduise aujourd'hui son déficit public de 18 points de PIB (!) pour stabiliser son taux d'endettement public, ce qui n'a évidemment pas de sens et est impossible. L'Espagne et le Portugal pourtant réduisent toujours leur déficit public (**graphiques 6b/6c**).



Quelle est donc, malheureusement, aujourd'hui l'évolution la plus probable si aucun progrès majeur n'est fait rapidement ?

Que va-t-il se passer et que faudra-t-il faire ?

D'une part, la contagion de la crise vers de grands pays (Espagne, Italie) ; d'autre part, la poursuite des difficultés de la Grèce (du Portugal, de l'Irlande) en raison de l'effondrement de l'activité de ces pays qui leur interdit absolument de venir à bout de leurs déficits publics.

Que faudrait-il faire pour éviter ces évolutions épouvantables ? Pour que la Grèce, et peut-être aussi pour que le Portugal, puissent réduire leur déficit public, il faudrait à la fois que **l'Europe leur prête à des taux d'intérêt beaucoup plus bas (peut-être même à 0%) et que l'étau des politiques budgétaires restrictives qui leur sont demandées soit desserré** (retour beaucoup plus lent à des déficits publics faibles, qui sont aujourd'hui exigés dès 2013 ou 2014, **tableau 2**) afin de permettre le retour à la croissance.

Tableau 2
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (2008-2014)

	Grèce	Portugal	Espagne	Italie
2008	- 7,7	- 3,5	- 4,2	- 2,7
2009	- 15,4	- 10,0	- 11,2	- 5,2
2010	- 10,6	- 8,6	- 9,3	- 5,0
2011	- 7,6	- 5,9	- 6,0	- 3,9
2012	- 6,5	- 4,5	- 4,4	- 2,7
2013	- 4,9	- 3,0	- 3,0	- 1,5
2014	- 2,6	-	-	- 0,2

Sources : sources nationales, Natixis

Cette évolution est cependant improbable, ce qui veut dire que **la probabilité d'extension de la crise des dettes publiques aux grands pays de la zone euro est loin d'être nulle**, comme on le voit déjà pour l'Italie.

Synthèse : que faire si la crise se généralise ?

Si cette extension aux grands pays de la zone euro se déclenche, d'abord **les conséquences potentielles sont horribles** : la dette publique de l'Espagne et de l'Italie atteint 2800 milliards d'euros, celle de la Grèce 350 : la crise serait multipliée par un facteur de 8 !

La réponse à la crise ne pourrait plus être une réponse budgétaire de l'Europe : l'Espagne ne peut plus contribuer à un fonds européens de soutien à l'Espagne ! **La seule solution serait alors une réponse monétaire** : des prêts ou des achats de dettes des pays par le FMI, par la BCE, financés par la création monétaire et non par des contributions budgétaires.

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 conseils, 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 conseils 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