

Flash Economie

23 février 2018 - 214

Une crise des dettes publiques de la zone euro est beaucoup moins probable aujourd'hui qu'en 2010

Beaucoup d'investisseurs s'inquiètent du risque de retour d'une crise des dettes publiques (périphériques) de la zone euro, avec le niveau élevé des taux d'endettement publics, avec l'arrêt du Quantitative Easing et la remontée des taux d'intérêt à long terme, avec le risque de retour du risque politique. Mais une crise des dettes publiques de la zone euro est beaucoup moins probable aujourd'hui qu'en 2010 :

- les pays périphériques de la zone euro ont aujourd'hui des excédents extérieurs : la crise des dettes publiques ne peut pas être déclenchée par une crise de balance des paiements, c'est-à-dire par l'arrêt de l'achat de la dette des pays par les non-résidents, puisque les pays n'ont plus besoin des non-résidents pour financer leurs déficits publics ;
- la détention des dettes publiques de la zone euro est devenue davantage domestique (le poids des non-résidents dans la détention de la dette a diminué). Pour qu'il y ait une crise de la dette, il faudrait donc que les résidents du pays refusent de détenir leur propre dette nationale, ce qui est très improbable ;
- la solvabilité budgétaire des pays périphériques de la zone euro est aujourd'hui assurée, ce qui n'était pas le cas en 2010.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

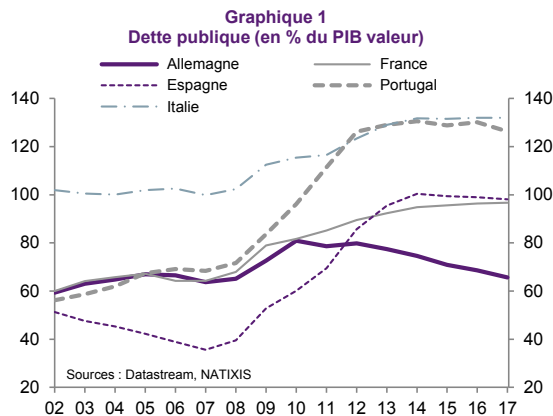
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

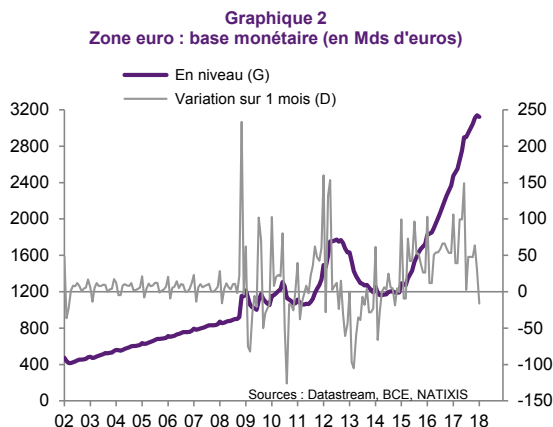
Les investisseurs s'inquiètent du risque de retour d'une crise des dettes publiques de la zone euro

Avec :

- le niveau élevé des taux d'endettement publics (graphique 1), sauf en Allemagne ;

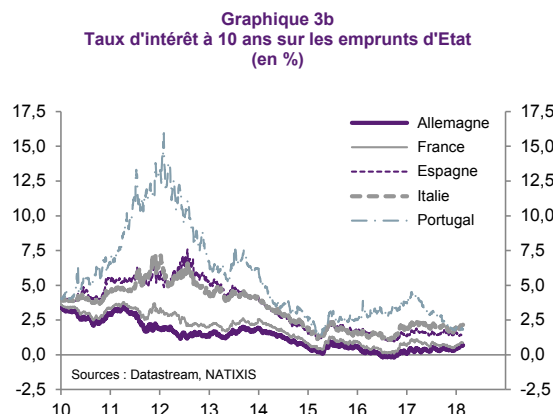
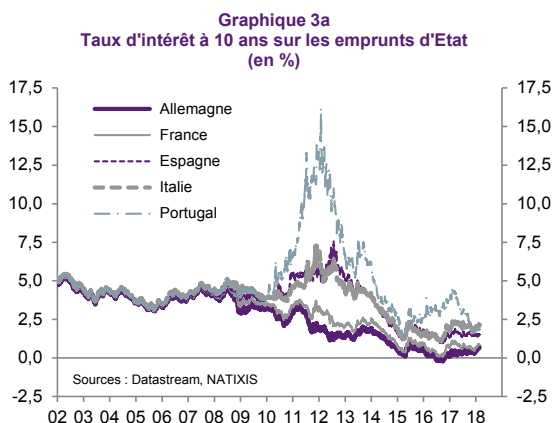


- l'arrêt du Quantitative Easing de la BCE en 2018 (graphique 2) et donc le risque de remontée des taux ;

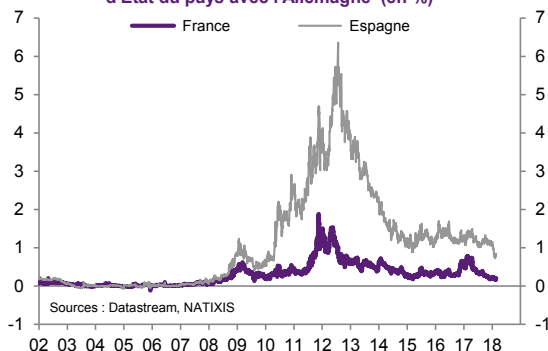


- le risque de retour du risque politique, s'il est difficile de former un gouvernement en Italie...

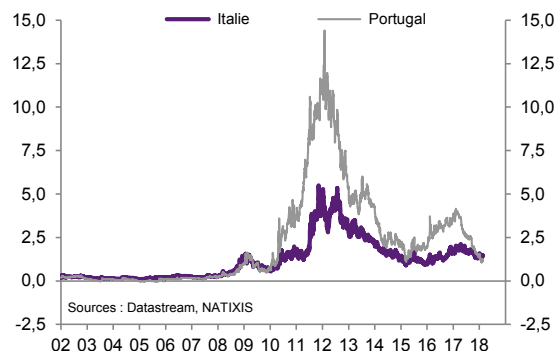
les investisseurs craignent parfois le retour d'une crise des dettes (périphériques) de la zone euro, comme de 2010 à 2014 (graphiques 3a/b et 4a/b).



Graphique 4a
Ecart des taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat du pays avec l'Allemagne (en %)



Graphique 4b
Ecart des taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat du pays avec l'Allemagne (en %)



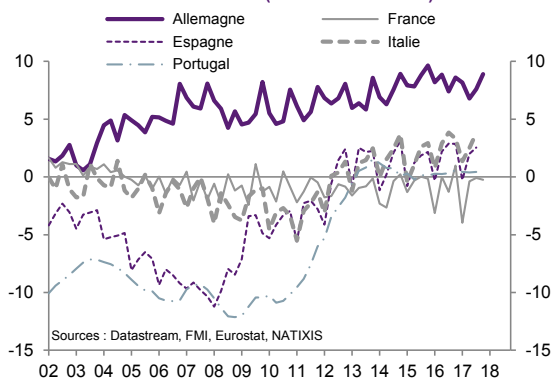
Mais le risque d'une crise des dettes publiques périphériques de la zone euro est beaucoup plus faible qu'en 2010

Nous utilisons **trois arguments** pour montrer que le risque d'une crise des dettes publiques périphériques de la zone euro est beaucoup plus faible aujourd'hui qu'en 2010.

1) Premier argument : les pays périphériques de la zone euro ont aujourd'hui des excédents extérieurs

Alors qu'en 2010 les pays périphériques de la zone euro avaient des déficits extérieurs, aujourd'hui ils ont des excédents extérieurs (graphique 5).

Graphique 5
Balance courante (en % du PIB valeur)



La crise de 2010 a été déclenchée par l'arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro (il s'agit d'une **crise de balance des paiements**, d'un « sudden stop »). Lorsque l'Allemagne a arrêté de prêter ses excédents d'épargne aux autres pays de la zone euro, ceux-ci d'une part ont eu un problème de financement de leurs déficits publics et de leurs dettes publiques, d'où la hausse des taux d'intérêt (graphiques 4a/b plus haut), d'autre part ils ont dû faire disparaître leurs déficits extérieurs (graphique 5 plus haut).

Une crise de la dette due à une crise de balance des paiements ne peut plus se produire aujourd'hui puisque les pays périphériques de la zone euro ont des excédents extérieurs : leurs déficits publics sont financés par leur épargne nationale, ils sont passés d'emprunteurs nets à prêteurs nets.

2) Second argument : la détention des dettes publiques de la zone euro est devenue domestique

Le tableau 1 montre le poids de non-résidents dans la détention des dettes publiques.

Tableau 1 : Part de la détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'Etat (en %)

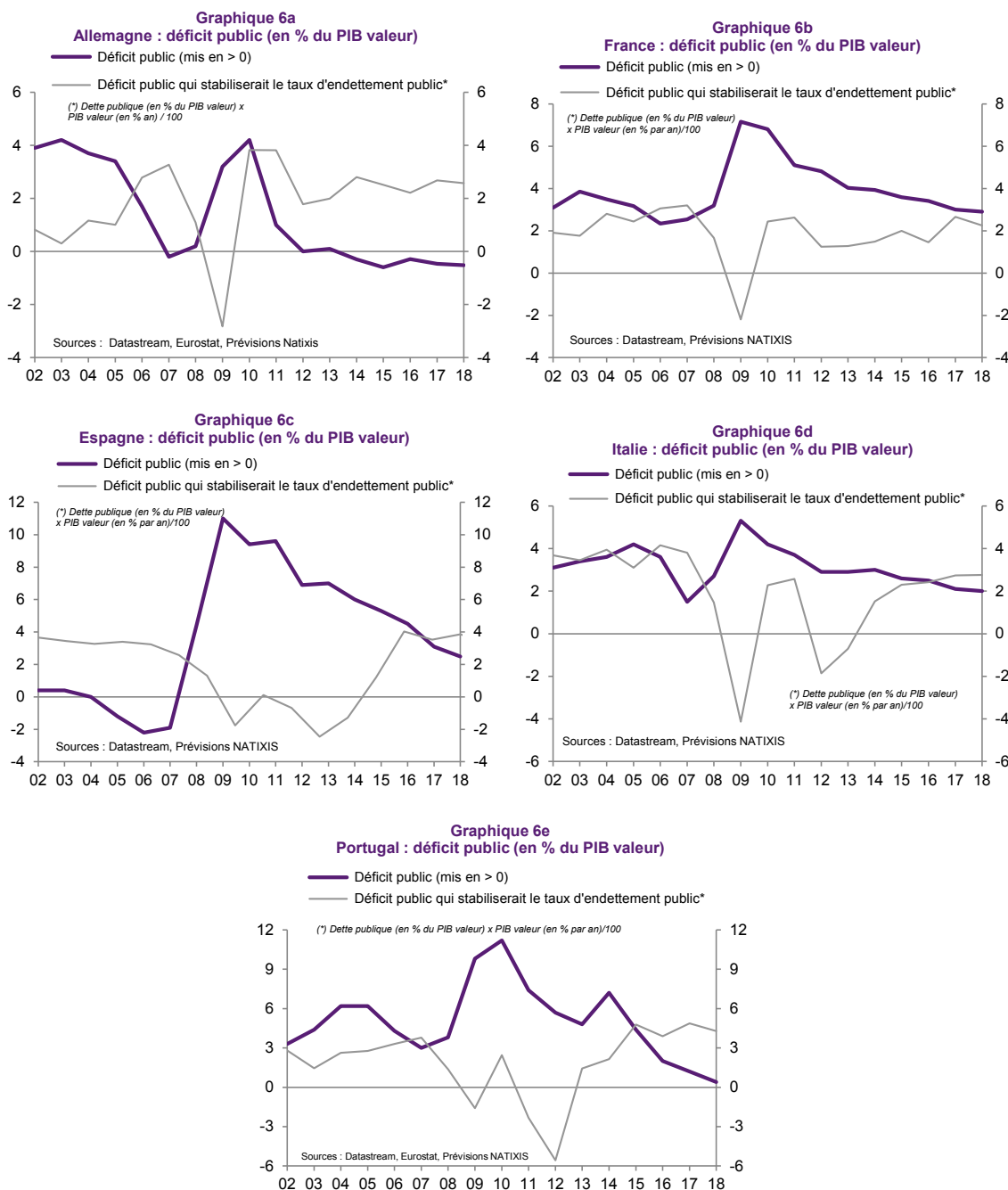
	Allemagne	France	Espagne	Italie	Portugal
2002	48,4	41,9	44,3	39,6	-
2003	48,8	48,0	41,8	43,5	-
2004	49,2	52,7	46,6	43,3	-
2005	52,8	56,5	46,0	48,2	-
2006	55,1	59,0	44,7	50,6	-
2007	57,9	60,5	42,6	49,1	84,1
2008	59,2	64,1	47,8	47,7	84,6
2009	60,6	67,8	46,1	49,9	82,0
2010	66,2	67,0	54,7	46,4	67,9
2011	71,2	64,0	51,5	41,9	60,6
2012	72,6	61,9	36,1	37,0	52,2
2013	71,8	63,5	41,1	35,7	51,2
2014	73,4	63,6	47,1	38,1	53,8
2015	69,1	61,9	50,9	37,8	53,4
2016	64,0	58,5	48,4	35,6	43,1
2017	61,2	56,4	45,0	35,7	42,0

Sources : Banques Centrales, AFT, Trésor Public, Natixis

Depuis la crise de 2008-2009, et la crise de la zone euro de 2010 à 2014, **ce poids a significativement baissé dans tous les pays, particulièrement dans les pays de la périphérie**. De plus en plus, **pour qu'il y ait une crise des dettes publiques, il faudrait que les investisseurs de chaque pays vendent la dette publique de leur pays**, ce qui est peu probable.

3) Troisième argument : les pays périphériques de la zone euro assurent aujourd'hui leur solvabilité budgétaire

Les graphiques 6a/b/c/d/e comparent le déficit public et le déficit public qui stabilise le taux d'endettement public pour l'Allemagne, la France, l'Espagne, l'Italie, le Portugal.



En 2010, l'Espagne, l'Italie, le Portugal n'assuraient pas leur solvabilité budgétaire alors qu'elle est assurée aujourd'hui : le fait que la solvabilité budgétaire soit aujourd'hui assurée (sauf en France) réduit certainement le risque de crise des dettes publiques périphériques de la zone euro.

Synthèse : certainement, un risque beaucoup plus faible

Le risque de retour d'une crise des dettes publiques en Espagne, en Italie, au Portugal est certainement très faible :

- ces pays ont des excédents extérieurs, ne sont donc pas menacés par une crise de balance des paiements ;
- la détention domestique de la dette publique est devenue plus importante ;
- la solvabilité budgétaire de ces pays est assurée.