NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

28 juillet 2011 – N°. 585

Quand un pays a une dette publique trop élevée, il doit faire défaut : seule la forme du défaut peut être choisie

Un pays qui a une dette publique trop élevée, sauf cas exceptionnel (Japon et les Etats-Unis aujourd'hui) ne peut pas éviter le défaut car il est confronté, lorsque l'aversion pour le risque est normale, à des taux d'intérêt plus élevés que son taux de croissance et donc à la nécessité de mettre en place un excédent budgétaire primaire impossible à atteindre. Ceci s'applique aujourd'hui à la Grèce, au Portugal, à l'Irlande, peut être dans le futur à l'Italie, la Belgique. Un tel pays est donc condamné au défaut.

Mais le défaut peut prendre plusieurs formes :

- ***l'inflation sans réaction de la Banque Centrale : la baisse des taux d'intérêt réels et la baisse de la valeur de la dette existante sont bien une forme de défaut ; elle ne se produira pas dans la zone euro, elle pourrait se produire aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ; elle n'est pas utilisable dans les pays où les taux d'intérêt sont déjà très élevés ;***
- ***un subventionnement de l'endettement du pays par d'autres pays, c'est-ce qui se produirait si on resolvabilisait la Grèce, les autres pays d'Europe du Sud par des prêts de l'UE à des taux d'intérêt très faibles. Il s'agit bien d'un défaut (perte de valeur de la dette) financé par les contribuables européens ;***
- ***le rachat de la dette du pays sur le marché secondaire à un prix décoté, faisant bien subir une perte aux vendeurs. On sait cependant que l'efficacité de cette technique est douteuse (absence de vendeurs, ou remontée très rapide des prix) ;***
- ***un défaut explicite : une partie de la dette du pays n'est pas remboursée.***

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Les pays ayant un taux d'endettement public très élevé finissent par devoir faire défaut

Les pays qui ont un taux d'endettement public très élevé sont confrontés au problème suivant : **l'excédent budgétaire primaire qui est nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public est trop élevé pour pouvoir être atteint.**

Cet excédent public primaire est donné par :

Dette publique (%PIB) x (taux d'intérêt nominal à long terme – croissance nominale)

Le problème est que :

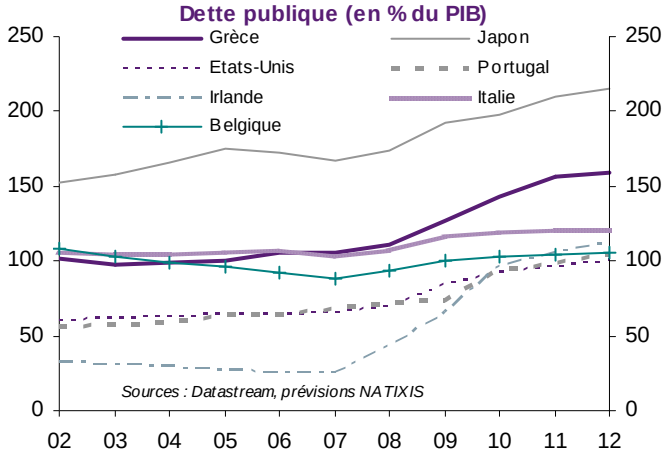
- le taux d'endettement public est élevé ;
- si les investisseurs sont rationnels, si l'aversion pour le risque a un niveau normal, les pays très endettés sont confrontés à des taux d'intérêt élevés ;
- s'il y a hausse des taux d'intérêt, et si la politique budgétaire devient restrictive pour réduire le déficit et la dette publique, la croissance devient faible.

On parvient donc à un excédent budgétaire primaire trop élevé pour pouvoir être mis en place.

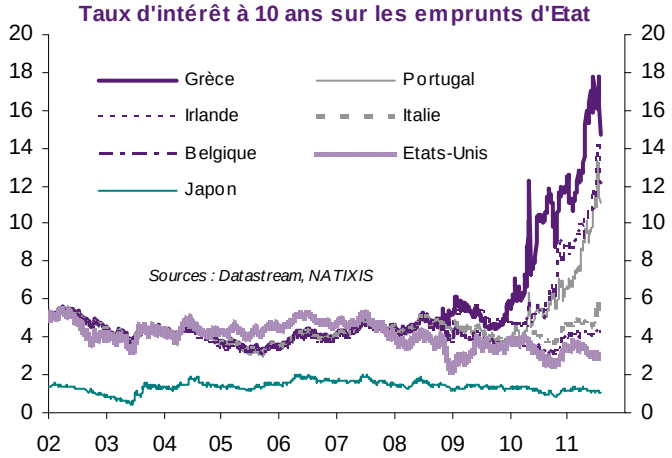
Qu'observe-t-on aujourd'hui ?

(1) le taux d'endettement public est élevé en Grèce, **au Japon, aux Etats – Unis, au Portugal, en Irlande, en Italie, en Belgique** (**graphique 1**).
(2) le taux d'endettement public élevé a conduit à des taux d'intérêt en hausse en Grèce, au Portugal, en Irlande, en Italie, à un moindre degré en Belgique (**graphique 2**).
(3) la croissance recule avec la hausse des taux d'intérêt et les politiques budgétaires restrictives en **Grèce, au Portugal, en Italie, en Irlande** (**graphiques 3a/b et 4a/b**).

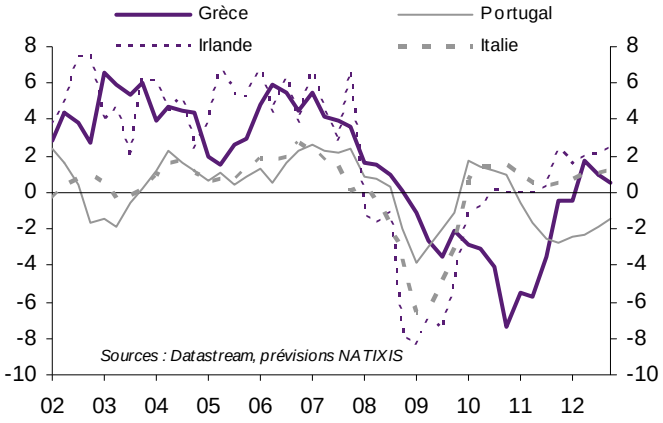
Graphique 1
Dette publique (en % du PIB)



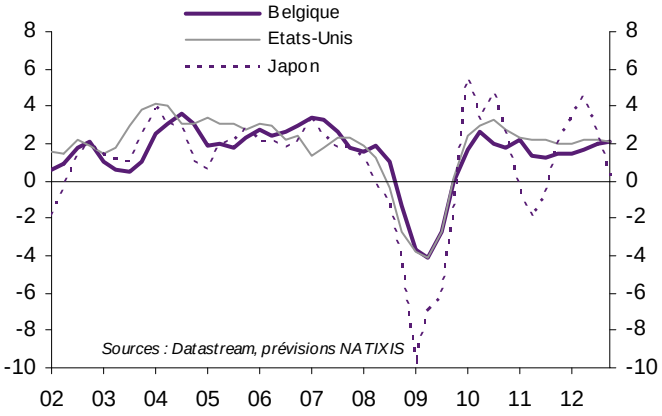
Graphique 2
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



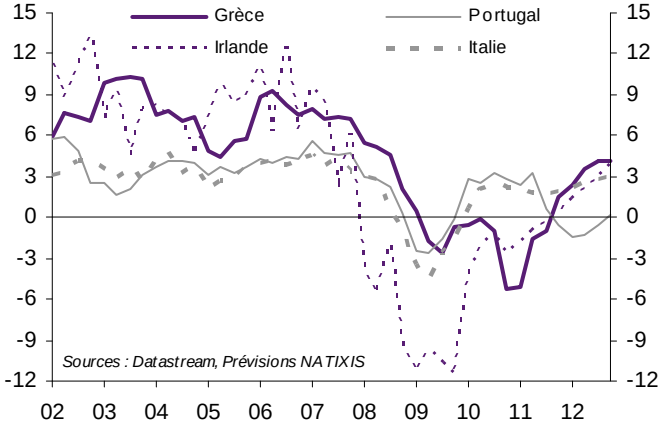
Graphique 3a
Croissance du PIB volume (GA en %)



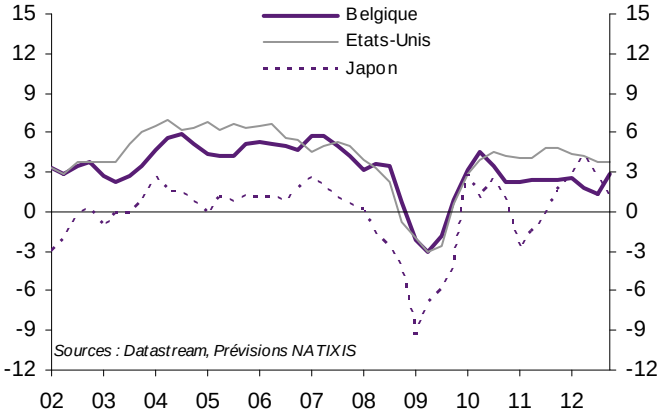
Graphique 3b
Croissance du PIB volume (GA en %)



Graphique 4a
PIB valeur (GA en %)

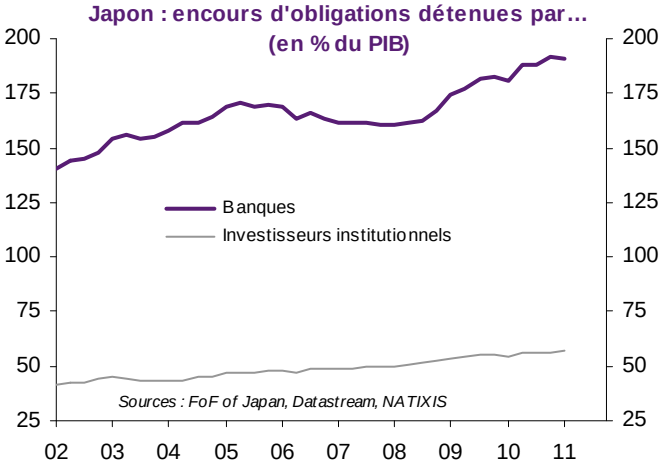


Graphique 4b
PIB valeur (GA en %)

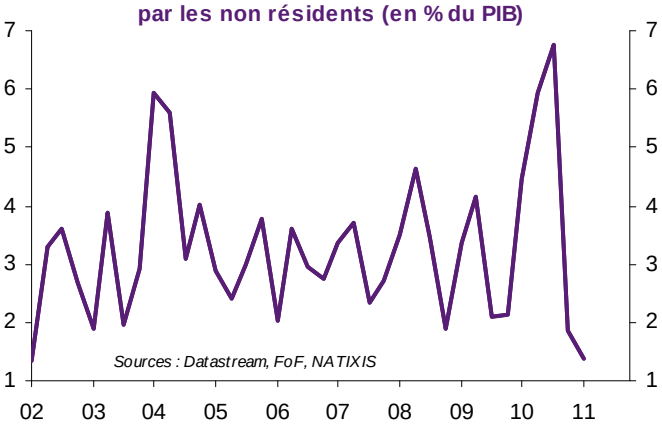


Les cas des Etats-Unis et du Japon sont particuliers : malgré le taux d'endettement public élevé, le Japon a des taux d'intérêts très bas grâce à la forte détention de titres publics par les intermédiaires financiers (**graphique 5a**) ; les Etats-Unis grâce à la demande mondiale de titres publics américains (**graphique 5b**).

Graphique 5a
Japon : encours d'obligations détenues par…
(en % du PIB)



Graphique 5b
Etats-Unis : achats nets d'obligations publiques
par les non résidents (en % du PIB)

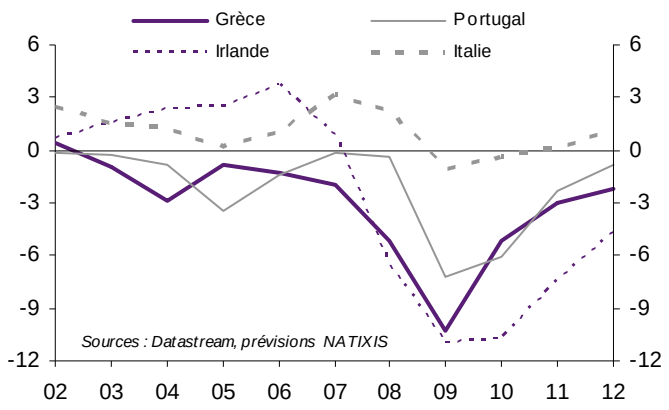


Pour les autres pays, la situation est difficile : en Grèce, au Portugal, en Irlande, l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance est tel que stabiliser le taux d'endettement public est impossible. L'excédent budgétaire primaire nécessaire pour stabiliser le taux d'endettement public est de :

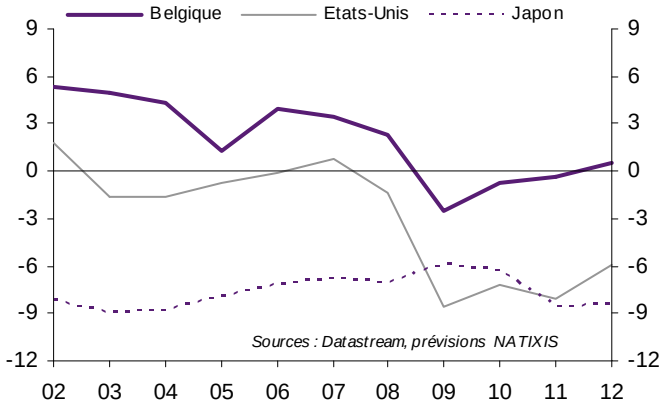
- 2,1% du PIB en Belgique
- 4,4% du PIB en Italie

alors que (**graphiques 6a/b**) en 2011 l'Italie et la Belgique ont un budget primaire seulement équilibré.

Graphique 6a
Déficit public primaire (en % du PIB)



Graphique 6b
Déficit public primaire (en % du PIB)



Un défaut est donc nécéssaire, sous quelle forme ?

Les pays où :

- le taux d'endettement public est très élevé ;
- en conséquence le taux d'intérêt est élevé ;
- et où, circonstance aggravante, la croissance est affaiblie (Grèce, Portugal, Irlande, peut être plus tard Italie…) **ne peuvent pas mettre en place l'excédent budgétaire primaire qui permettrait de stabiliser leur taux d'endettement public. En conséquence, ils doivent faire défaut, mais sous quelle forme ?**

1 – Forme 1 du défaut : l'inflation sans réaction de la politique monétaire

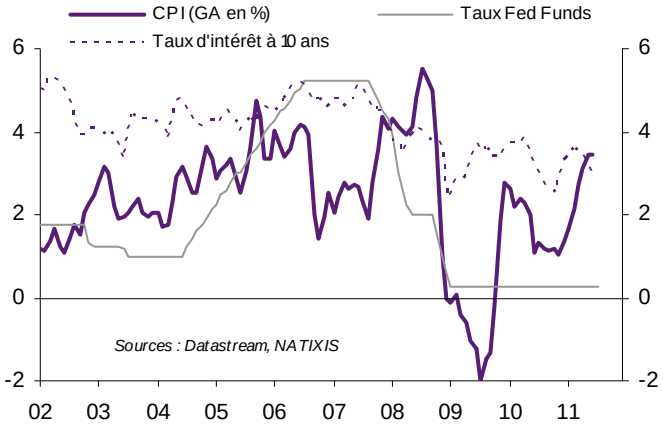
S'il y a hausse de l'inflation de manière à ce que les taux d'intérêt réels deviennent très faibles ou négatifs, le taux d'endettement est réduit et il y a bien défaut puisque les prêteurs sont spoliés par la baisse de la valeur réelle de leurs avoirs.

Cette forme de défaut est praticable :

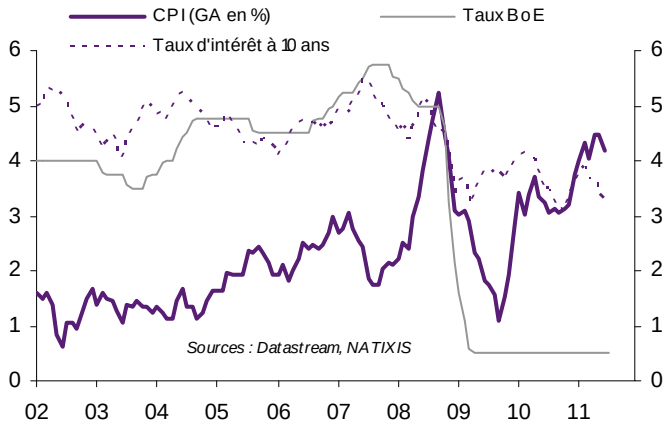
- si les taux d'intérêt ne sont pas déjà très élevés (ce qui exclut l'Europe du Sud) ;
- **si la Banque Centrale est consentante** (ce qui exclut la zone euro).

Mais il est possible qu'elle soit utilisée aux Etats-Unis (**graphique 7a**) et au **Royaume-Uni** (**graphique 7b**).

Graphique 7a
Etats-Unis : inflation et taux d'intérêt



Graphique 7b
Royaume-Uni : inflation et taux d'intérêt



2 – Forme 2 du défaut : subventionnement de la dette par d'autres pays

Même si l'Europe prête à 4 ou 5% aux pays de la zone euro en difficulté, compte tenu de leur croissance nominale (graphiques 4a/b plus haut), **ils ne peuvent pas stabiliser leur taux d'endettement public.**

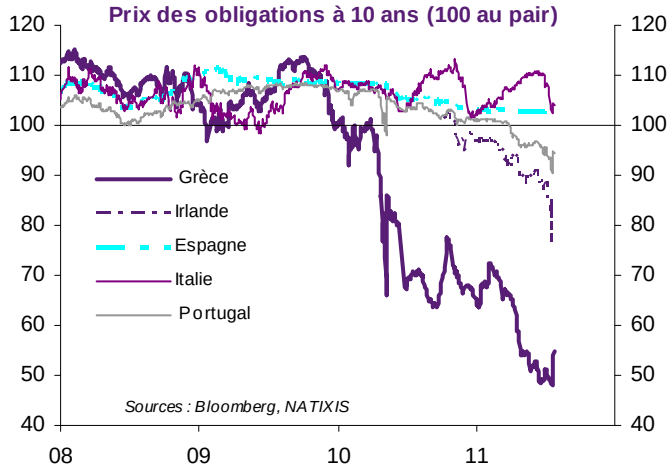
Mais l'Europe pourrait prêter beaucoup moins cher (à 0% ?) **à la Grèce, au Portugal, à l'Irlande…** Il s'agit bien d'un défaut, puisque la valeur actuarielle de la dette est artificiellement réduite. Le coût du défaut serait alors supporté par les contribuables des autres pays européens.

3 – Forme 3 du défaut : rachat de la dette sur le marché secondaire

Il a été suggéré que des Fonds Européens (l'EFSF-ESM par exemple) ou la BCE **rachètent la dette des pays en difficulté sur le marché secondaire aux prix faibles auxquels ces dettes sont valorisées** (**graphique 8**).

Il s'agirait bien d'un défaut : les vendeurs ne sont remboursés que d'une fraction de la valeur norminale de ces dettes. **Le problème est que cette technique est inefficace : il y a très peu de vendeurs** (qui vendent à un prix très faible alors que les achats du fonds vont faire remonter les prix), **et les prix de la dette reviennent de ce fait très vite vers la normale**.

Graphique 8
Prix des obligations à 10 ans (100 au pair)



4 – Forme 4 du défaut : un vrai défaut ; les prêteurs ne sont que partiellement remboursés.

Synthèse : que va-t-il se passer dans la zone euro ?

Les pays où :

- le taux d'endettement public est très élevé ;
- les taux d'intérêt sont fortement accrus ;
- la croissance est faible…

ne peuvent pas mettre en place l'excédent budgétaire primaire qui stabiliserait leur taux d'endettement public, et doivent faire défaut. Ceci concerne dans la zone euro la Grèce, le Portugal, l'Irlande, peut-être même l'Italie. Ceci ne concerne pas les Etats-Unis et le Japon, grâce à la situation exceptionnelle de forte demande pour les titres publics de ces pays.

Quelle forme le défaut peut-il prendre dans la zone euro ?

- l'inflation et les taux d'intérêt réels négatifs : la BCE ne l'acceptera pas ;
- des prêts à taux d'intérêt très bas de l'Europe : cette piste coopérative semble s'éloigner, alors qu'elle aurait pu être utilisée, prêter à 3 ½ % pour le secteur public, entre 4 et 6 % pour le secteur privé sont trop chers ;
- **les rachats de la dette à prix bas sur le marché secondaire sont normalement inefficaces** si l'objectif est de faire disparaître une partie substantielle de la dette ;
- un vrai défaut ?

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 accepte 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 évènements 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

GROUPE BPCE

Natixis - 47, quai d'Austerlitz 75013 Paris - France - Tel.: +33 1 58 32 30 00 - **www.natixis.com**