

## **WORKING PAPER SERIES**

2014-EQM-05

### **Les coûts et l'impact des plans de secours aux pays en détresse de la périphérie de la zone euro**

Eric Dor

IESEG School of Management (LEM-CNRS)

IESEG School of Management

Lille Catholic University

3, rue de la Digue

F-59000 Lille

[www.ieseg.fr](http://www.ieseg.fr)

Tel: 33(0)3 20 54 58 92

Fax: 33(0)3 20 57 48 55



# **Les coûts et l'impact des plans de secours aux pays en détresse de la périphérie de la zone euro**

**Eric Dor**

**Directeur des Etudes Economiques à l'IESEG School of Management (Paris et Lille)**

**Mai 2014**

## **1 Les programmes en faveur des pays de la périphérie**


### **1.1 Prêts à la Grèce**

#### **a) Premier programme Greek Loan Facility**

Le 2 mai 2010 l'Eurogroupe décida du programme **Greek Loan Facility** qui consistait en des prêts bilatéraux accordés à la Grèce par les autres membres de la zone euro, pour un total initialement fixé à 80 milliards d'€. Cet objectif fut ensuite réduit à 77,3 milliards d'€ après que la Slovaquie eût refusé de participer. Cela impliquait que chaque État de la zone euro devait emprunter et augmenter lui-même sa dette publique pour prêter l'argent ainsi obtenu à la Grèce. Ce programme de prêts bilatéraux était complété par un engagement du FMI à prêter 30 milliards d'€ à la Grèce. Lorsque l'Irlande et le Portugal demandèrent eux-mêmes une assistance des autres pays de la zone euro en novembre 2010 et en avril 2011, ils mirent un terme à leur participation aux prêts à la Grèce. Les prêts des différents états membres étaient coordonnés et administrés par la Commission Européenne, qui surveillait également l'évolution de la situation et des réformes en Grèce et publiait des rapports en fonction desquels on pouvait décider d'autoriser le paiement des tranches successives.

Les prêts à la Grèce portaient un taux d'intérêt variable égal au taux Euribor (Euro interbank offered rate, l'un des deux principaux taux de référence du marché monétaire de la zone euro) à 3 mois augmenté d'une prime de 3 %, avec des frais supplémentaires de 0,5 % facturés une seule fois à chaque tirage. Il avait été décidé que la prime passerait à 4 % pour tout prêt qui serait encore en cours 3 ans après son octroi. En mars 2011, les dirigeants européens octroyèrent une réduction de 1 % du taux d'intérêt facturé sur les prêts bilatéraux à la Grèce et un allongement de leur échéance à 7 ans et demi en échange de l'acceptation d'un programme de privatisation pour un montant total de 50 milliards d'euros.

### Prêts effectivement octroyés à la Grèce en application de la Greek Loan Facility

 Prêts en milliards d'€	% du total	
Allemagne	15,165	28,67%
France	11,389	21,53%
Italie	10,008	18,92%
Espagne	6,650	12,57%
Pays Bas	3,194	6,04%
Belgique	1,942	3,67%
Autriche	1,555	2,94%
Portugal	1,102	2,08%
Finlande	1,004	1,90%
Irlande	0,347	0,66%
Slovénie	0,243	0,46%
Luxembourg	0,140	0,26%
Chypre	0,110	0,21%
Malte	0,051	0,10%
<b>Total</b>	<b>52,9</b>	<b>100,00%</b>

Lorsqu'un nouveau programme d'assistance fut accordé à la Grèce en mars 2012, les pays de la zone euro avaient déjà prêté 52,9 milliards d'€ à la Grèce, et le FMI avait déjà prêté 20,1 milliards d'€. Il fut décidé que ce qui restait encore à prêter par les pays de la zone euro en application de la Greek Loan Facility, donc 24,4 milliards, serait ajouté aux prêts supplémentaires du nouveau programme, mais serait octroyé par le FESF. Les 9,9 milliards qui restaient à prêter par le FMI, furent ajoutés aux nouveaux octrois de crédit que celui-ci s'engageait à octroyer en application du nouveau programme.

### Répartition par tranches des prêts octroyés en application de la Greek Loan Facility

milliards d'€

 Pays de la zone euro	FMI	
Mai 2010	5,5	20
Sept 2010	6,5	2,6
Dec 2010 - Janv 2011	6,5	2,5
Mars 2011	10,9	4,1
Juillet 2011	8,7	3,2
Décembre 2011	5,8	2,2
<b>Total</b>	<b>52,9</b>	<b>20,1</b>

Source des données Commission Européenne

## **b) Deuxième programme**

Le 14 mars 2012 la Grèce a obtenu l'approbation formelle de la décision du 20 février 2012 de l'Eurogroupe d'un programme de prêts supplémentaires de 120,2 milliards d'€ de la part de la zone euro. Ces nouveaux prêts, ainsi que la partie encore à verser de 24,4 milliards du programme précédent, ce qui correspond à un total de 144,6 milliards d'€, étaient cette fois à accorder par le FESF qui emprunterait ses moyens avec la garantie des pays membres de la zone euro. Le FMI s'est également engagé à prêter 10 milliards supplémentaires à ajouter aux 9,9 milliards encore à prêter en application du premier programme, donc un total de 19,1 milliards d'€. La Grèce a donc obtenu 130,2 milliards de prêts supplémentaires à ajouter aux 34,3 milliards encore à obtenir du programme précédent. Tous ces financements étaient à étaler par tranches jusqu'en 2014. Les États de l'Union monétaire qui ont octroyé des prêts dans le cadre du premier plan de sauvetage de la Grèce acceptaient une nouvelle fois de réduire rétroactivement le taux d'intérêt exigé sur ces prêts pour ramener leur marge à 1,5 %. Les profits éventuels dégagés par la BCE et les banques centrales nationales de l'Eurosystème sur les obligations souveraines grecques achetées dans le cadre du SMP sont offerts à la Grèce pour réduire sa dette.

Ce deuxième programme de sauvetage de la Grèce a été accompagné cette fois d'une restructuration de la dette du pays détenue par des créanciers privés. Certaines modalités de la restructuration de la dette souveraine grecque existante ont été rendues publiques par le gouvernement les 21 et 24 février 2012. Les détenteurs privés de certaines obligations grecques étaient invités à consentir volontairement à l'échange contre un ensemble composé :

- de nouvelles obligations à 30 ans émises par l'État grec, régies par le droit anglais, avec une valeur faciale égale à 31,5 % de celle de la dette échangée : ces obligations portent un taux d'intérêt de 2 % par an jusqu'en 2015, puis de 3 % par an jusqu'en 2021 et de 4,3 % ensuite jusqu'en 2042 ;
- des obligations à 24 mois émises par le FESF ayant une valeur faciale égale à 15% de celle de la dette échangée ;
- des titres détachables donnant droit à un taux d'intérêt de 1% à partir de 2015 qui porte sur une valeur notionnelle égale à la valeur faciale des nouvelles obligations émises par l'État grec reçues en échange, à condition que les croissances nominales et réelles du PIB excèdent des planchers bien définis.

La décote (haircut) sur la valeur nominale (le principal) des obligations est donc de 53,5 % (c'est-à-dire 100 %-31,5 %-15 %). On estime que cet accord sur l'implication du secteur privé, conclu lors de la réunion de l'Eurogroupe du 20 février 2012, implique une perte de plus de 75 % de la valeur nette actualisée de la dette souveraine grecque détenue par les investisseurs concernés.

Le 24 février 2012, le gouvernement grec a officiellement proposé l'échange volontaire d'obligations dont le principal totalisait 205 568 126 249 euros. Au total des obligations furent échangées pour 199 156 515 698 €. La décote de 53,5% a donc permis d'effacer 106,549 milliards d'€ de dette publique de la Grèce. Toutefois les banques grecques avaient beaucoup d'obligations de leur pays à leur actif la restructuration de la dette grecque impliquait des pertes énormes qui réduisaient leurs fonds propres. Il fallait donc le recapitaliser et si les financements supplémentaires de 120,2 milliards d'€ apportés par le nouveau programme étaient tellement élevés, c'est parce qu'ils tenaient compte d'une partie prêtée à la Grèce pour recapitaliser ses banques. Cette partie s'est élevée à 48,2 milliards d'€. La dette publique de la Grèce n'a donc été réellement réduite que de quelques 58 milliards d'€. On note que les investisseurs ont également reçu des bons à court terme émis par le FESF pour les indemniser des intérêts courus sur les anciennes obligations échangées jusqu'au 24 février 2012.

Le 30 mars 2012 l'Eurogroupe a décidé que le FESF continuerait à octroyer les prêts dont le principe avait déjà été décidé auparavant pour la Grèce, le Portugal et l'Irlande. C'est toutefois le MES qui accorderait des prêts qui seraient décidés en application de nouveaux programmes.

Sur les 144,6 milliards à prêter en application du deuxième programme, le FESF a déjà prêté 139,9 milliards d'€ à la Grèce. Comme 0,9 milliards de capacité de financement vont être inutilisés, il reste à prêter 3,8 milliards d'€.

### Prêts octroyés à la Grèce en application du deuxième programme

Milliards d'€

 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	FESF	FMI
Mars 2012	34,6	1,6
Mars 2012	5,9	
Avril 2012	3,3	
Avril 2012	25	
mai 2012	4,2	
juin 2012	1	
Décembre 2012	7	
Décembre 2012	11,3	
Décembre 2012	16	
janvier 2013	2	
Février 2013	1,4	3,24
Février 2013	1,4	
avril 2013	2,8	
mai 2013	4,2	
mai 2013	7,2	1,74
juin 2013	3,3	
juillet 2013	2,5	1,8
décembre 2013	0,5	
avril 2014	6,3	3,5
<b>total</b>	<b>139,9</b>	<b>11,88</b>

Source des données FESF

Sur les 144,6 milliards à prêter en application du deuxième programme, le FESF a déjà prêté 139,9 milliards d'€ à la Grèce. Ces prêts ont une maturité moyenne de 32,38 ans. Comme 0,9 milliards de capacité de financement vont être inutilisés, il reste à prêter 3,8 milliards d'€.

## Prêts octroyés à la Grèce en application du deuxième programme

Milliards d'€

	FESF	FMI
Mars 2012	34,6	1,6
Mars 2012	5,9	
Avril 2012	3,3	
Avril 2012	25	
mai 2012	4,2	
juin 2012	1	
Décembre 2012	7	
Décembre 2012	11,3	
Décembre 2012	16	
janvier 2013	2	
Février 2013	1,4	3,24
Février 2013	1,4	
avril 2013	2,8	
mai 2013	4,2	
mai 2013	7,2	1,74
juin 2013	3,3	
juillet 2013	2,5	1,8
décembre 2013	0,5	
avril 2014	6,3	3,5
<b>total</b>	<b>139,9</b>	<b>11,88</b>

Source des données FESF

Pour des questions de fluctuations de taux de change, le total à prêter par le FMI en application du deuxième programme, composé du reste de 9,9 milliards du premier programme et de financements supplémentaires, est maintenant évalué à 19,1 milliards d'€ plutôt que 19,9 initialement. Il reste donc 7,2 milliards d'€ à prêter.

Pour des questions de fluctuations de taux de change, le total à prêter par le FMI en application du deuxième programme, composé du reste de 9,9 milliards du premier programme et de financements supplémentaires, est maintenant évalué à 19,1 milliards d'€ plutôt que 19,9 initialement, d'après le Ministère Fédéral allemand des finances. Il reste donc 7,2 milliards d'€ à prêter.

### 1.2 Prêts à l'Irlande

En novembre 2010, le Conseil Européen s'est mis d'accord sur un programme de soutien à l'Irlande de maximum 85 milliards d'euros à un horizon de 3 ans, dont 50 milliards d'euros pour les besoins des finances publiques de l'État irlandais lui-même, et jusqu'à 35 milliards pour permettre à cet État de recapitaliser les banques domestiques.

## Répartition des financements à l'Irlande

Milliards d'€

MESF	22,5
FESF	17,7
FMI	22,5
Royaume Uni	3,8
Suède	0,6
Danemark	0,4
Réserves publiques de l'Irlande	17,5
Total	85

L'Irlande a déjà reçu la totalité des prêts de 17,7 milliards d'€ du FESF. Ces prêts ont une maturité moyenne de 20,8 ans. Le MESF a déjà prêté la totalité de ses 22,5 milliards d'€, avec un versement récent de 0,8 milliards d'€ en mars 2014. Depuis décembre 2013 le FMI a également prêté la totalité de son financement à l'Irlande.

### 1.3 Prêts au Portugal

Le 17 mai 2011, le Conseil européen a approuvé un programme de prêt de 78 milliards d'euros au Portugal, avalisé par le FMI le 20 mai. Le FESF et le MESF doivent prêter chacun 26 milliards. Les 26 milliards restants sont prêtés par le FMI. Le programme couvre la période 2011-2014. Les prêts du MESF sont octroyés à un taux d'intérêt égal à son propre coût de refinancement augmenté d'une prime de 2,15 %. Le taux d'intérêt des prêts du FESF est égal au taux auquel celui-ci emprunte les moyens nécessaires augmenté d'une prime de 2,08 %. Pour la première tranche des prêts du MESF, les taux en vigueur facturés au Portugal étaient ainsi de 5 % à 5 ans et de 5,7 % à 10 ans. Au moment où ce plan a été établi le Portugal a cessé de participer aux plans grecs et irlandais dans lesquels il était impliqué à hauteur de sa part dans le capital de la BCE.

Le FESF a déjà prêté la totalité de ses 26 milliards d'€ au Portugal depuis avril 2014. La maturité moyenne de ces prêts est de 20,8 ans. Le MESF a également prêté toute la partie qui lui revient, ainsi que le FMI.

### 1.4 Prêts à l'Espagne

En juillet 2012 l'Eurogroupe avait décidé le lancement d'un programme d'assistance à l'Espagne pour recapitaliser les banques du pays, avec un financement pouvant atteindre 100 milliards d'€. Le programme était valide pour une durée d'un an et demi. L'Espagne n'a eu besoin ensuite que de 41,4 milliards d'€, un cumul atteint en février 2013. La maturité de ces prêts octroyés par le MES excède 12 ans.

### 1.5 Prêts à Chypre

Un plan d'assistance à Chypre a été communiqué le 2 avril 2013 et approuvé par les pays de la zone euro le 24 avril 2013. Le MES doit prêter 9 milliards d'€ à Chypre, avec le soutien du FMI qui va prêter 1 milliard d'€. Le programme court jusqu'en 2016. Le MES a déjà prêté 4,75 milliards d'€. La maturité moyenne de ces prêts est de 14,9 ans

## **2 Les mécanismes européens**

### **2.1 Le MESF**

Le Conseil européen, suite aux décisions adoptées lors de la réunion des 9 et 10 mai 2010, a établi le règlement 407-2010 qui instaure un Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), ou *European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)*, qui permet à tout État de l'Union européenne en difficulté d'obtenir un prêt ou une ligne de crédit. Pour se procurer les fonds nécessaires, la Commission est habilitée à contracter, au nom de l'Union européenne, des emprunts sur les marchés des capitaux ou auprès d'institutions financières. L'argent ainsi emprunté est alors utilisé pour octroyer un prêt ou une ligne de crédit à l'État en difficulté.

### **2.2 Le FESF**

Le principe du fonctionnement du FESF est d'emprunter des capitaux en émettant des obligations. Le remboursement de celles-ci est garanti conjointement par les États de la zone euro selon une répartition proportionnelle à leur fraction dans la partie du capital de la BCE détenu par des pays de la zone euro. Le produit de ces emprunts est alors utilisé par le FESF pour prêter à des États en difficulté qui ne peuvent plus emprunter eux-mêmes à des taux acceptables sur les marchés. Au cas où le FESF ne pourrait rembourser des obligations qu'il a émises parce que les États auxquels il a lui-même prêté cet argent ont fait défaut sur leur dette, les États ayant apporté leur garantie rembourseraient ces obligations à sa place. Les investisseurs sont donc censés avoir confiance et n'exiger que des taux d'intérêt faibles sur les obligations du FESF de façon à ce que celui-ci puisse prêter cet argent à un taux bas aux États en détresse.

Au sommet des 24 et 25 mars 2011, il avait été décidé de porter la capacité effective de prêt à 440 milliards à partir du 30 juin 2011. C'est pourquoi le montant total théorique des garanties offertes par les États de la zone euro allait être relevé à 780 milliards d'euros. Après déduction de la partie de ces garanties qui aurait dû être prise en charge par les États sous programme (Grèce, Irlande, Portugal), les garanties effectivement disponibles s'élevaient à 726 milliards d'euros. Les taux d'intérêt facturés par le FESF sur ces prêts est égal au taux auquel il emprunte lui-même ses moyens, augmenté d'une marge de coût opérationnelle. Pour pouvoir emprunter aux taux les plus bas possibles, le FESF doit être perçu comme un débiteur sans risque, de sorte qu'il bénéficie des meilleures notes des agences de notation. C'est pourquoi, en plus des garanties octroyées à ses emprunts par les différents États de la zone euro, le FESF recourt à des mécanismes de rehaussement de crédit. Depuis la réforme de cet instrument, cela consiste dans une sur-garantie des emprunts à hauteur de 165 %. Ce qui explique que les plafonds de garantie de 726 milliards d'euros, après division par 1,65, permettent une capacité effective d'emprunt, et ensuite de prêt aux États en détresse, de 440 milliards d'euros.

Un tableau en annexe montre l'évolution détaillée des plafonds de garanties supportées par les différents pays.

### **2.3 Le MES**


Le Mécanisme européen de stabilisation financière et le Fonds européen de stabilité Financière ont été remplacés par le Mécanisme Européen de Stabilité. Son capital souscrit total est initialement de 700 milliards, dont 80 milliards payables en 5 annuités égales, et 620 milliards sous forme de capital



et garanties appelables. La capacité effective de prêt s'élèvera à 500 milliards. En effet, contrairement au FESF qui n'est fondé que sur des garanties, l'existence de capital permettra de ne plus devoir recourir à du rehaussement de crédit.

Comme La Lettonie a rejoint la zone euro en janvier 2014, elle a du participer au MES. Elle doit souscrire au capital pour 1,93 milliard d'€, et en payer effectivement 221,2 millions d'€ en 5 tranches de millions d'€ 44,24 étalées sur 5 ans. Elle a déjà payé une partie de la première tranche. Le capital souscrit du MES a donc augmenté pour atteindre 701,93 milliards d'€.

### Répartition du capital du MES Milliards d'€


 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	clef	capital souscrit	capital payé
Autriche	2,78%	19,48	2,23
Belgique	3,47%	24,34	2,38
Chypre	0,20%	1,37	0,16
Estonie	0,19%	1,3	0,15
Finlande	1,79%	12,58	1,44
France	20,33%	142,7	16,31
Allemagne	27,07%	190,02	21,72
Grèce	2,81%	19,72	2,25
Irlande	1,59%	11,14	1,27
Italie	17,86%	125,4	14,33
Lettonie	0,27%	1,93	0,22
Luxembourg	0,25%	1,75	0,2
Malte	0,07%	0,51	0,06
Pays Bas	5,70%	40,02	4,57
Portugal	2,50%	17,56	2,01
Slovaquie	0,82%	5,77	0,66
Slovénie	0,43%	2,99	0,34
Espagne	11,87%	83,33	9,52
Total		701,94	80,22

En avril 2014, avec la réception d'une cinquième tranche de 15,7 milliards d'€ de la part des pays membres de la zone euro, le MES a atteint son niveau cible de capital payé, avec 80,2 milliards d'€.

### 3 Répartition des expositions aux pays de la périphérie en raison des plans d'assistance


#### Répartition de l'exposition à la Grèce en raison des plans d'assistance

Milliards d'€

 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	prêts bilatéraux	part implicite MESF	garanties sur des emprunts du FESF qui financent ses prêts	partie du capital souscrit qui couvre des prêts déjà octroyés du MES	Total
Autriche	1,555	-	4,169	-	5,724
Belgique	1,942	-	5,204	-	7,146
Chypre	0,110	-	0,294	-	0,404
Estonie		-	0,378	-	0,378
Finlande	1,004	-	2,686	-	3,690
France	11,389	-	30,540	-	41,929
Allemagne	15,165	-	40,669	-	55,834
Grèce	-	-	-	-	-
Irlande	0,347	-	-	-	0,347
Italie	10,008	-	26,833	-	36,841
Lettonie	-	-	-	-	-
Luxembourg	0,140	-	0,378	-	0,518
Malte	0,051	-	0,140	-	0,191
Pays Bas	3,194	-	8,562	-	11,756
Portugal	1,102	-	-	-	1,102
Slovaquie	-	-	1,483	-	1,483
Slovénie	0,243	-	0,700	-	0,943
Espagne	6,650	-	17,837	-	24,487
Total	52,900	-	139,9	-	192,8

#### Répartition de l'exposition à l'Irlande en raison des plans d'assistance


Milliards d'€

 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	prêts bilatéraux	part implicite MESF	garanties sur des emprunts du FESF qui financent ses prêts	partie du capital souscrit qui couvre des prêts déjà octroyés du MES	Total
Autriche	-	0,526	0,527	-	1,053
Belgique	-	0,703	0,658	-	1,362
Chypre	-	0,023	0,037	-	0,060
Estonie	-	0,023	0,048	-	0,071
Finlande	-	0,360	0,340	-	0,700
France	-	4,007	3,864	-	7,871
Allemagne	-	4,453	5,145	-	9,598

Grèce	-	0,460	-	-	0,460
Irlande	-	-	-	-	-
Italie	-	3,051	3,395	-	6,446
Lettonie	-	0,023	-	-	-
Luxembourg	-	0,046	0,048	-	0,093
Malte	-	0,011	0,018	-	0,029
Pays Bas	-	0,897	1,083	-	1,980
Portugal	-	0,326	-	-	0,326
Slovaquie	-	0,132	0,188	-	0,320
Slovénie	-	0,068	0,089	-	0,157
Espagne	-	2,024	2,257	-	4,281
Total		17,1	17,7		34,8


### Répartition de l'exposition au Portugal en raison des plans d'assistance

Milliards d'€

 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	prêts bilatéraux	part implicite MESF	garanties sur des emprunts du FESF qui financent ses prêts	partie du capital souscrit qui couvre des prêts déjà octroyés du MES	Total
Autriche	-	0,609	0,775	-	1,384
Belgique	-	0,815	0,967	-	1,782
Chypre	-	0,026	0,055	-	0,081
Estonie	-	0,026	0,070	-	0,097
Finlande	-	0,417	0,499	-	0,916
France	-	4,642	5,676	-	10,318
Allemagne	-	5,159	7,558	-	12,718
Grèce	-	0,533	-	-	0,533
Irlande	-	0,309	-	-	0,309
Italie	-	3,535	4,987	-	8,521
Lettonie	-	0,026	-	-	0,026
Luxembourg	-	0,053	0,070	-	0,123
Malte	-	0,013	0,026	-	0,039
Pays Bas	-	1,039	1,591	-	2,630
Portugal	-	-	-	-	-
Slovaquie	-	0,153	0,276	-	0,429
Slovénie	-	0,079	0,130	-	0,209
Espagne	-	2,345	3,315	-	5,660
Total	-	19,8	26,0	-	45,8


## Répartition de l'exposition à l'Espagne suite au plan d'assistance

Milliards d'€

 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	prêts bilatéraux	part implicite MESF	garanties sur des emprunts du FESF qui financent ses prêts	partie du capital souscrit qui couvre des prêts déjà octroyés du MES	Total
Autriche	-	-	-	1,149	1,149
Belgique	-	-	-	1,436	1,436
Chypre	-	-	-	0,081	0,081
Estonie	-	-	-	0,077	0,077
Finlande	-	-	-	0,742	0,742
France	-	-	-	8,416	8,416
Allemagne	-	-	-	11,207	11,207
Grèce	-	-	-	1,163	1,163
Irlande	-	-	-	0,657	0,657
Italie	-	-	-	7,396	7,396
Lettonie	-	-	-	0,114	0,114
Luxembourg	-	-	-	0,103	0,103
Malte	-	-	-	0,030	0,030
Pays Bas	-	-	-	2,360	2,360
Portugal	-	-	-	1,036	1,036
Slovaquie	-	-	-	0,340	0,340
Slovénie	-	-	-	0,176	0,176
Espagne	-	-	-	4,915	4,915
Total	-	-	-	41,4	41,4

## Répartition de l'exposition à Chypre suite aux plans d'assistance


Milliards d'€

 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	prêts bilatéraux	part implicite MESF	garanties sur des emprunts du FESF qui financent ses prêts	partie du capital souscrit qui couvre des prêts déjà octroyés du MES	Total
Autriche	-	-	-	0,124	0,124
Belgique	-	-	-	0,155	0,155
Chypre	-	-	-	0,009	0,009
Estonie	-	-	-	0,008	0,008

Finlande	-	-	-	0,080	0,080
France	-	-	-	0,910	0,910
Allemagne	-	-	-	1,211	1,211
Grèce	-	-	-	0,126	0,126
Irlande	-	-	-	0,071	0,071
Italie	-	-	-	0,799	0,799
Lettonie	-	-	-	0,012	0,012
Luxembourg	-	-	-	0,011	0,011
Malte	-	-	-	0,003	0,003
Pays Bas	-	-	-	0,255	0,255
Portugal	-	-	-	0,112	0,112
Slovaquie	-	-	-	0,037	0,037
Slovénie	-	-	-	0,019	0,019
Espagne	-	-	-	0,531	0,531
Total	-	-	-	4,475	4,475

**Répartition de l'exposition totale à la Grèce, l'Irlande, le Portugal, l'Espagne et Chypre suite aux plans d'assistance**

**Milliards d'€**

 IESEG SCHOOL OF MANAGEMENT	prêts bilatéraux	part implicite MESF	garanties sur des emprunts du FESF qui financent ses prêts	partie du capital souscrit qui couvre des prêts déjà octroyés du MES	Total
Autriche	1,555	1,135	5,471	1,273	9,435
Belgique	1,942	1,519	6,830	1,591	11,881
Chypre	0,110	0,049	0,386	0,090	0,634
Estonie	0,000	0,049	0,496	0,085	0,630
Finlande	1,004	0,776	3,525	0,822	6,128
France	11,389	8,649	40,080	9,326	69,444
Allemagne	15,165	9,612	53,373	12,419	90,569
Grèce	-	0,993	-	1,289	2,281
Irlande	0,347	0,309	-	0,728	1,384
Italie	10,008	6,585	35,214	8,195	60,003
Lettonie	-	0,049	-	0,126	0,175
Luxembourg	0,140	0,098	0,496	0,114	0,848
Malte	0,051	0,025	0,184	0,033	0,293
Pays Bas	3,194	1,936	11,236	2,615	18,982
Portugal	1,102	0,326	-	1,148	2,575
Slovaquie	-	0,285	1,946	0,377	2,608
Slovénie	0,243	0,147	0,918	0,195	1,261
Espagne	6,650	4,369	23,409	5,446	33,224
Total	52,9	36,9	183,6	45,9	319,2

## 4 Résultats

### Evolution des finances publiques des pays assistés

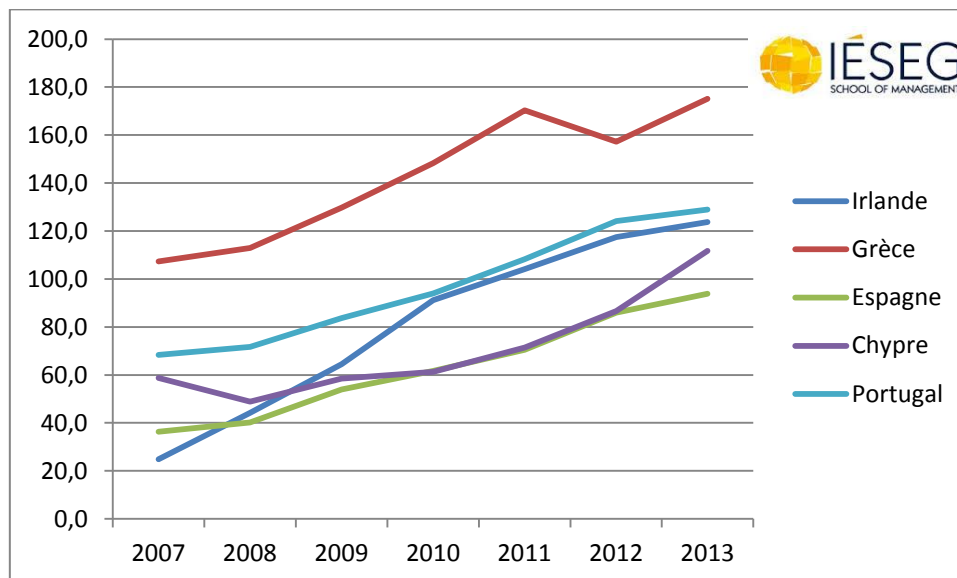
La dette publique a continué à augmenter en pourcentage du produit intérieur brut à prix courants depuis le lancement des différents plans d'assistance financière et de réformes structurelles forcées. Les perspectives de la Commission Européenne elle-même, pour 2014 et 2015, indiquent une détérioration supplémentaire pour certains pays comme Chypre et l'Espagne, et une légère amélioration pour d'autres. Ces perspectives sont conditionnelles à des hypothèses assez optimistes en termes de croissance réelle et surtout de croissance des prix, qui pourraient bien être contredites par les faits.

#### Dette publique en % du produit intérieur brut

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Irlande	24,9	44,2	64,4	91,2	104,1	117,4	123,7	121,0	120,4
Grèce	107,3	112,9	129,7	148,3	170,3	157,2	175,1	177,2	172,4
Espagne	36,3	40,2	54,0	61,7	70,5	86,0	93,9	100,2	103,8
Chypre	58,8	48,9	58,5	61,3	71,5	86,6	111,7	122,2	126,4
Portugal	68,4	71,7	83,7	94,0	108,2	124,1	129,0	126,7	124,8

Base Ameco de la Commission Européenne

#### Dette publique en % du produit intérieur brut



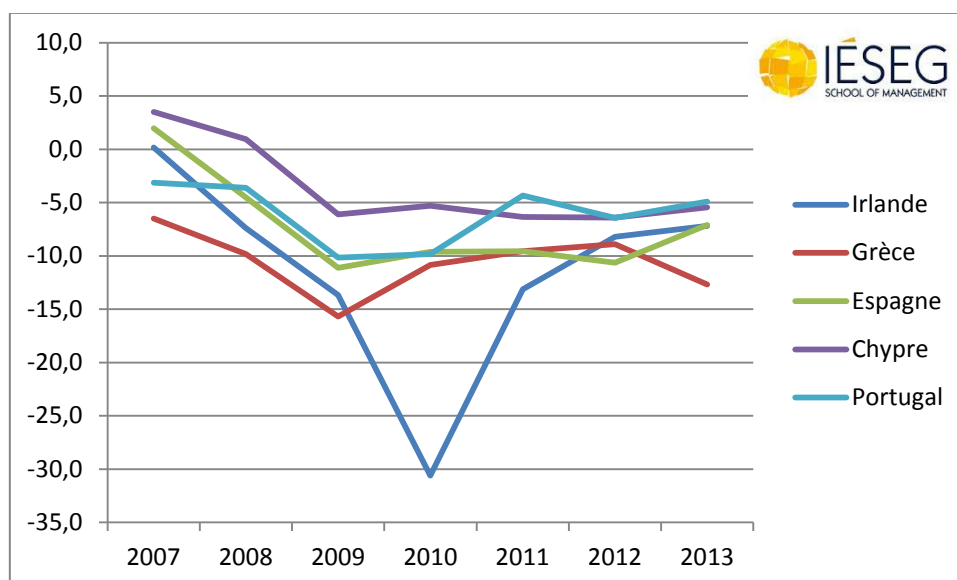
Les déficits publics n'ont que légèrement diminué depuis le lancement des plans d'assistance financière et des réformes structurelles, et restent beaucoup trop élevés. D'après les perspectives de la Commission Européenne, conditionnelles à des hypothèses optimistes, c'est en Grèce et au Portugal que le déficit sera inférieur à 3% en 2015. Ailleurs il restera très élevé.

### Déficit public en % du produit intérieur brut

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Irlande	0,2	-7,4	-13,7	-30,6	-13,1	-8,2	-7,2	-4,8	-4,2
Grèce	-6,5	-9,8	-15,7	-10,9	-9,6	-8,9	-12,7	-1,6	-1,0
Espagne	2,0	-4,5	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6	-6,1
Chypre	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3	-6,4	-5,4	-5,8	-6,1
Portugal	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	-4,9	-4,0	-2,5

Base Ameco de la Commission Européenne

### Déficit public en % du produit intérieur brut



Alors que les ratios de dettes publiques des pays de la périphérie de la zone euro continuent à augmenter ou se stabilisent à des taux trop élevés, la demande des investisseurs est forte pour les obligations émises par les gouvernements concernés, ce qui implique que leurs rendements diminuent. Les primes de risques sur les obligations souveraines des pays de la périphérie de la zone euro sont maintenant trop réduites. Ce phénomène peut s'expliquer par plusieurs facteurs. D'abord les marchés semblent toujours penser que la BCE activerait vraiment les OMT en cas de nouvelle envolée des taux de rendement sur les dettes publiques concernées, même si des incertitudes juridiques persistent à ce propos. Ensuite, quelles que soient leurs opinions personnelles sur la solvabilité réelle des pays concernés, les investisseurs semblent tous penser que les autres investisseurs vont continuer à acheter les obligations souveraines de la périphérie, propulser leurs prix à la hausse et diminuer ainsi leurs rendements. Pour capter les gains potentiels qui découleraient de ce scénario, ils continuent donc à acheter ces obligations. Les investisseurs financiers sont moutonniers et adoptent souvent des comportements mimétiques. La situation actuelle serait donc une bulle. Un autre facteur qui peut peut-être rassurer les investisseurs, c'est le MES qui est déjà

bien capitalisé et qui pourrait être mobilisé pour de nouveaux plans en faveur des pays en détresse. De manière générale, les taux très bas sur les produits monétaires et les obligations vraiment sans risque, comme celles émises par l'Allemagne, incitent les investisseurs à prendre des risques pour aller chercher du rendement. Les prêts internationaux ont également permis de sécuriser pour très longtemps une partie du financement de la dette publique des pays de la périphérie, ce qui va réduire un peu l'ampleur de leur recours au marché.

Les performances décevantes en termes de stabilisation de la dette publique relativement au produit intérieur brut à prix courants sont essentiellement due à la diminution trop forte de celui-ci suite aux mesures imposées par les autorités internationales prêteuses. Les prêts internationaux ont permis de sécuriser les financements lorsque l'accès au marché était perdu ou en voie d'être perdu, mais le retour à une vraie solvabilité inter temporelle requiert une croissance réelle forte et un peu d'inflation. De cette manière le produit intérieur brut à prix courants pourrait augmenter à une vitesse supérieure à celle de la dette.

### Commerce extérieur

Les déficits commerciaux sur les biens se sont réduits pour l'Espagne, la Grèce et le Portugal.

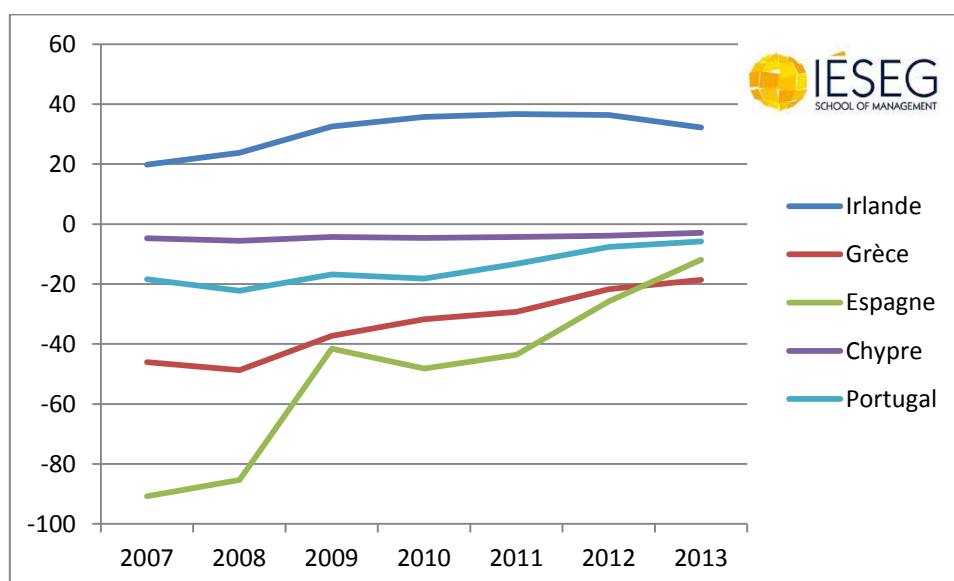
#### Balance commerciale des biens

Milliards d'€

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Irlande	19,811	23,81	32,467	35,751	36,681	36,367	32,179
Grèce	-46,06447	-48,70737	-37,25467	-31,79338	-29,26028	-21,72286	-18,64518
Espagne	-90,768	-85,388	-41,61	-48,2	-43,658	-25,809	-11,866
Chypre	-4,731776	-5,5549	-4,2923	-4,6641	-4,3487	-3,856	-2,96779
Portugal	-18,4041	-22,2708	-16,8567	-18,2447	-13,2475	-7,678	-5,8638

#### Balance commerciale des biens

Milliards d'€

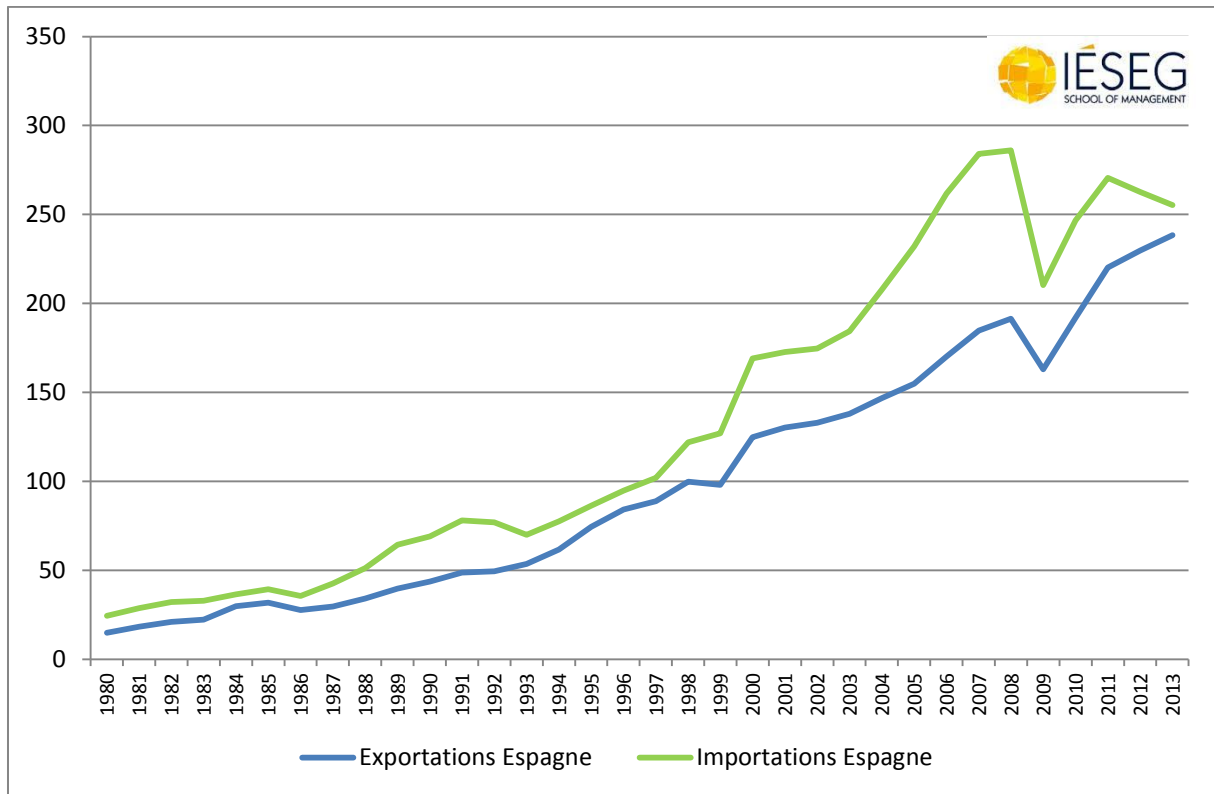




Cette amélioration des balances commerciales pour les biens est essentiellement due au ralentissement ou à la chute des importations suite à la récession, alors que les exportations ont simplement retrouvé leur trajectoire initiale.

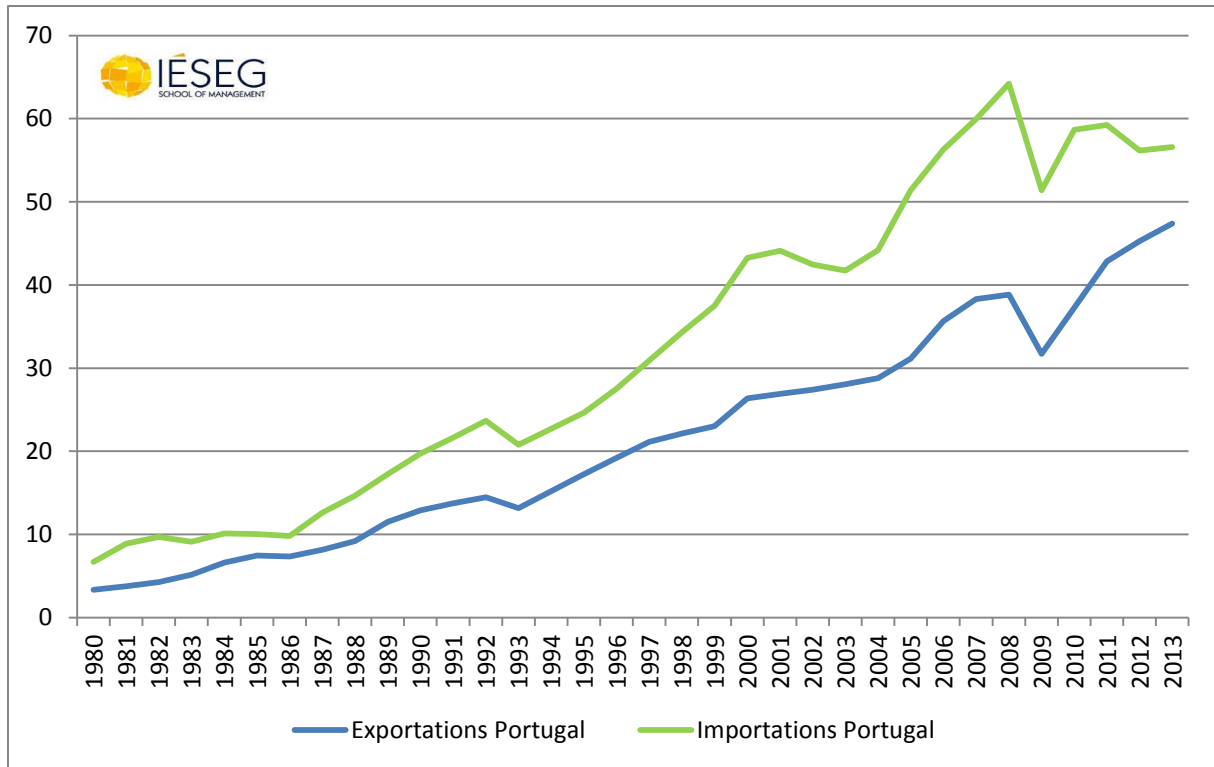
### Espagne Exportations et importations de biens

Milliards d'€



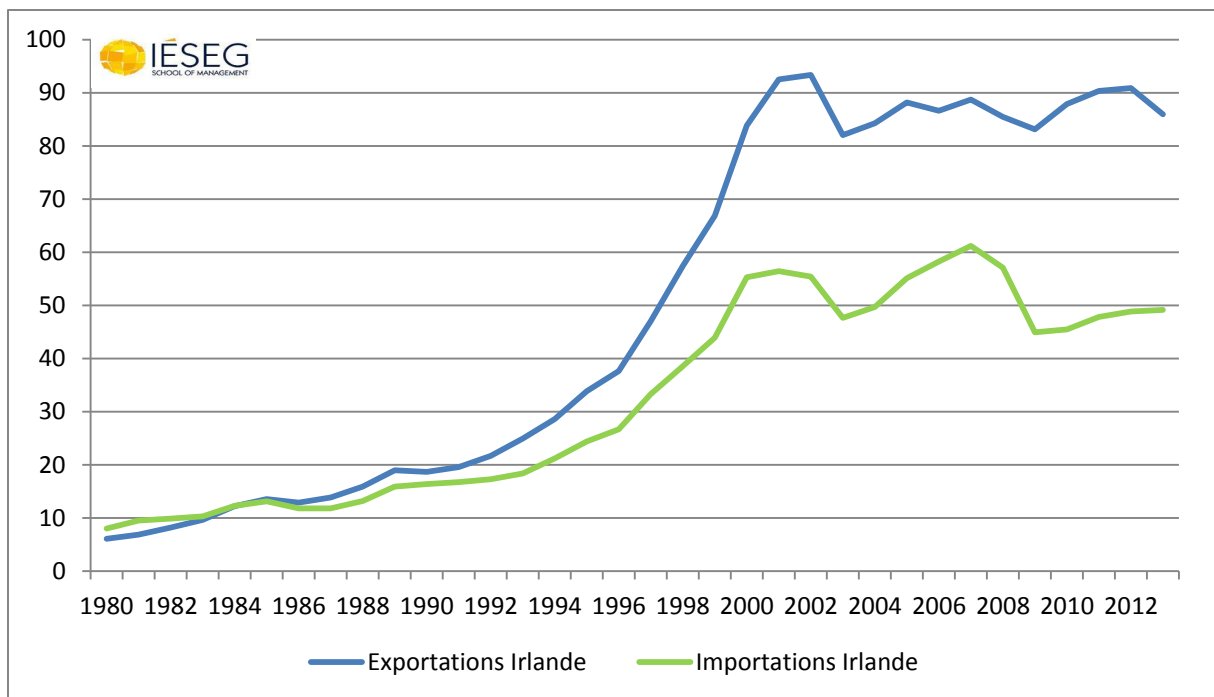
### Portugal Exportations et importations de biens

Milliards d'€



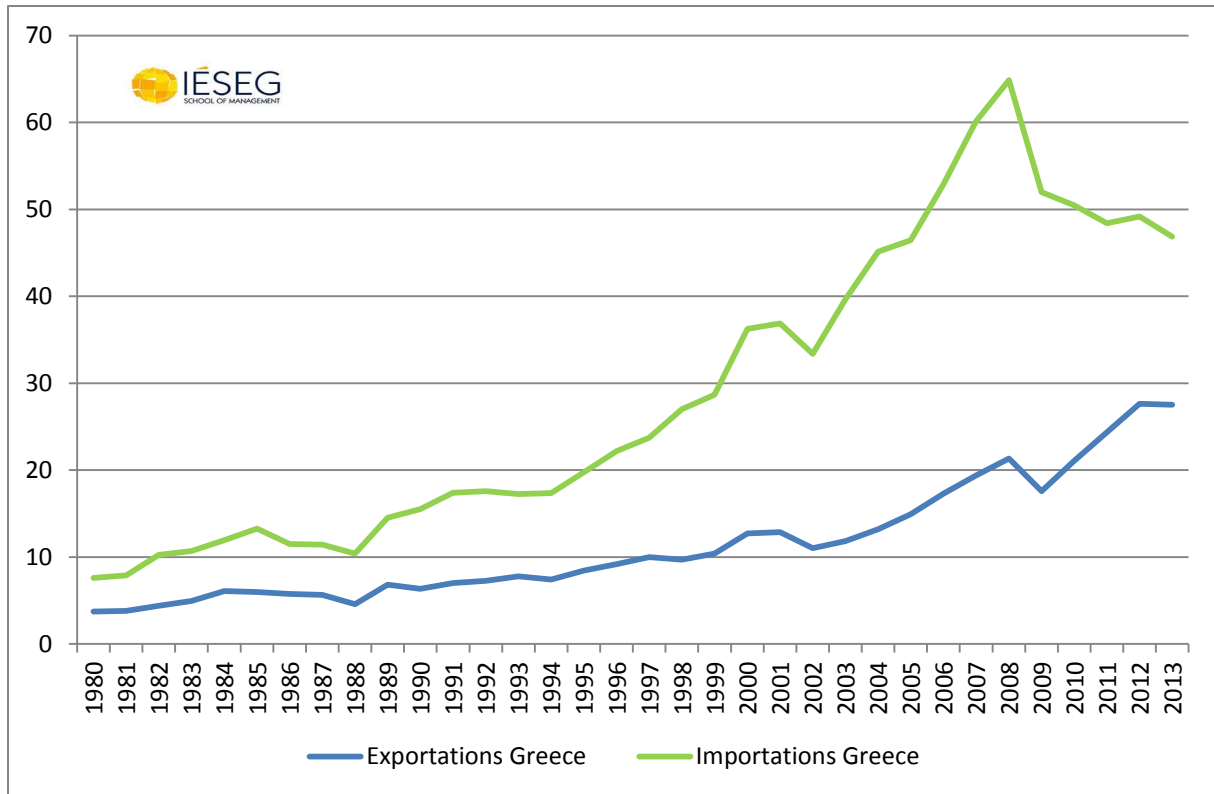
**Irlande Exports et importations de biens**

Milliards d'€



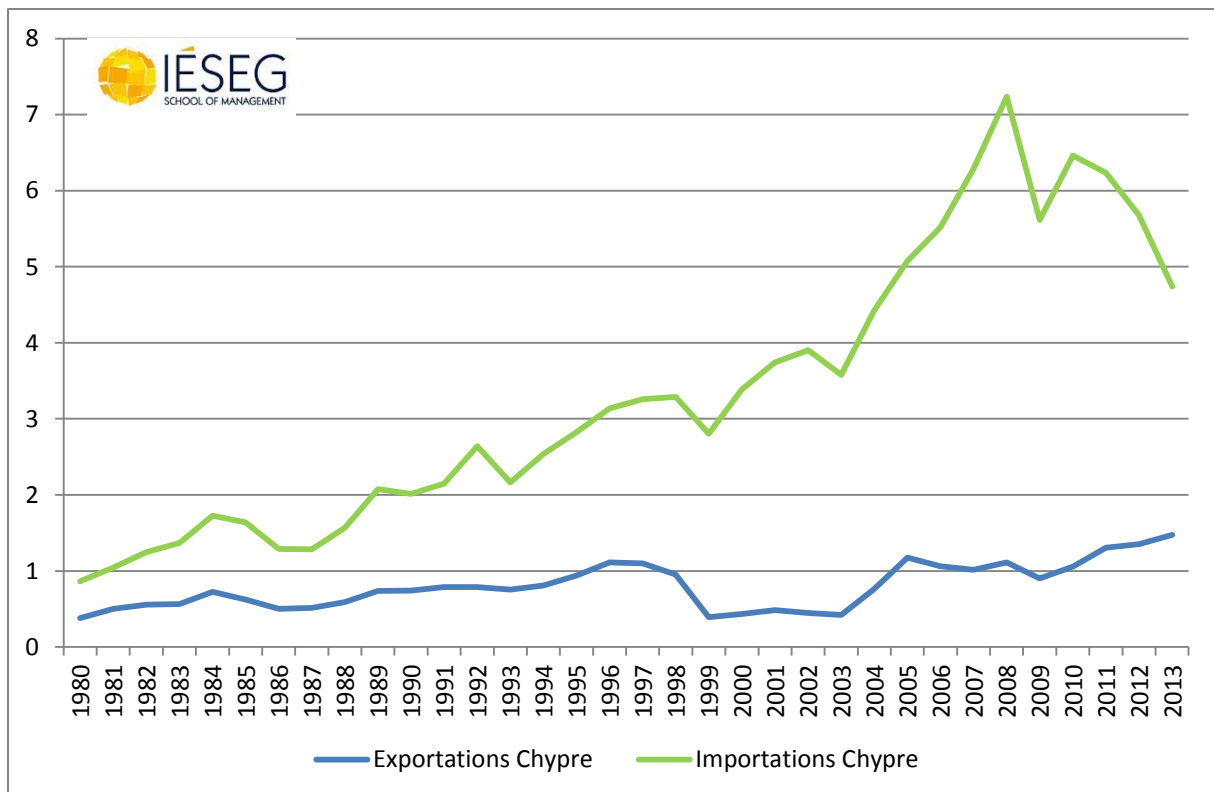
**Grèce Exports et importations de biens**

Milliards d'€



**Chypre Exportations et importations de biens**

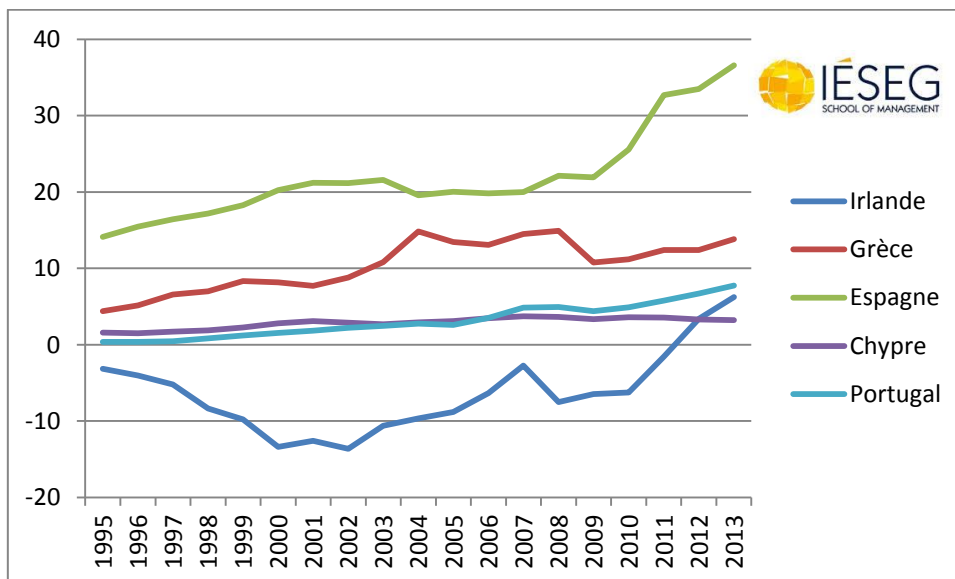
Milliards d'€



En Espagne et en Irlande, on observe une forte amélioration de la balance commerciale des services (exportations moins importations) à partir de 2011.

### Balance commerciale des services

Milliards d'€

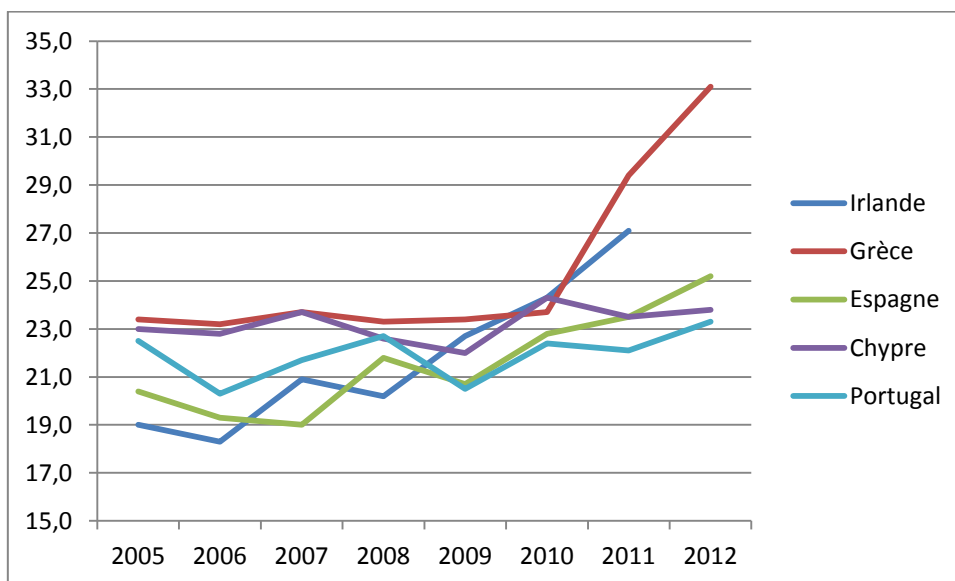


### Conditions sociales

De manière générale le taux de pauvreté a explosé dans les pays de la périphérie de la zone euro depuis le début de la crise

#### Pourcentage de la population en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale

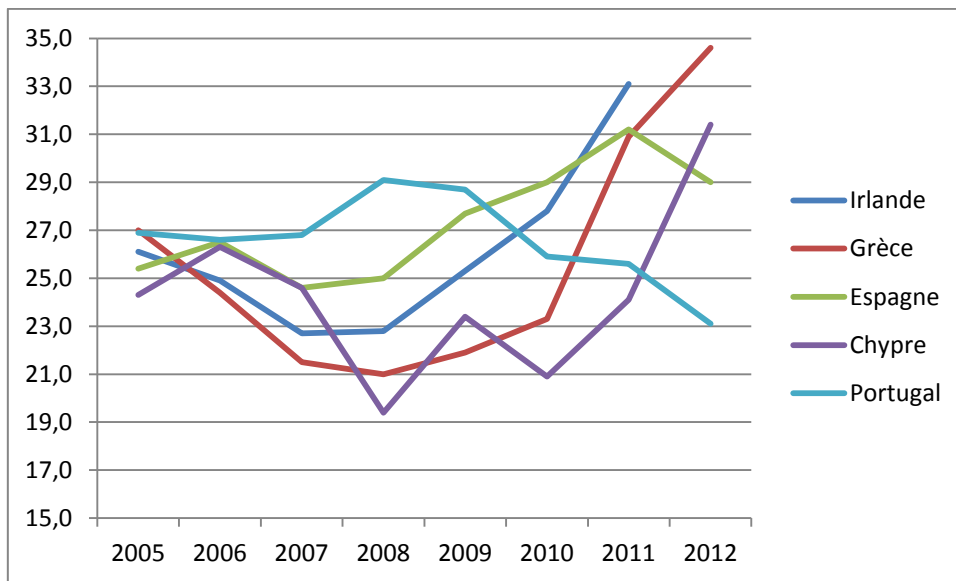
Zone densément peuplée



Source des données Eurostat

#### Pourcentage de la population en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale

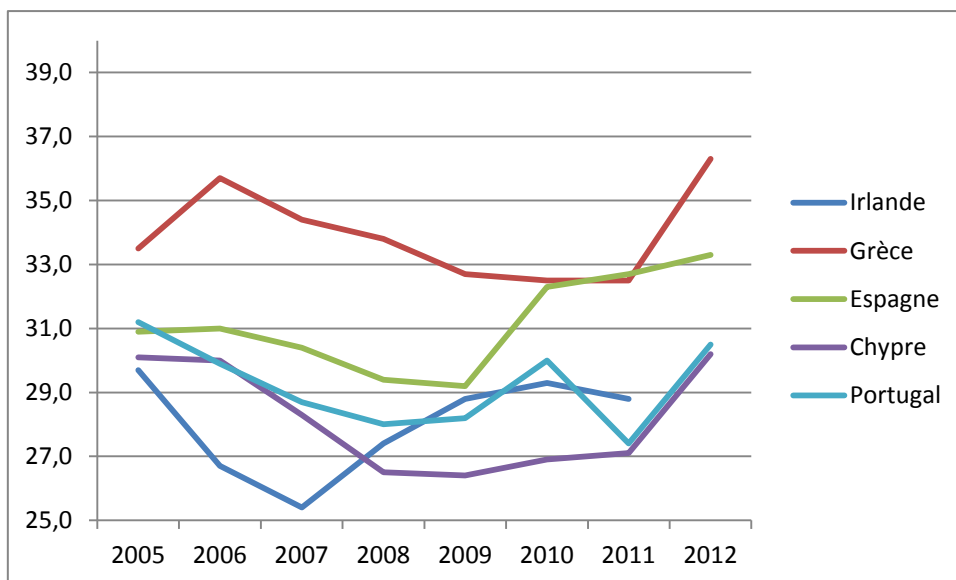
**Zone moyennement urbanisée**



Source des données Eurostat

**Pourcentage de la population en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale**

**Zone faiblement peuplée**



Source des données Eurostat

Presque partout les femmes ont un taux de pauvreté supérieur à celui des hommes.

**Pourcentage de la population en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale**

	Femmes	Hommes	
Irlande	29,8	29,0	2011
Grèce	35,2	33,9	2012
Espagne	28,1	28,4	2012
Chypre	29,0	25,1	2012
Portugal	25,9	24,6	2012

Source des données Eurostat

Mais cette situation s'inverse pour les jeunes, pour lesquels le taux de pauvreté atteint des sommets qu'il est difficile à tolérer !

#### **Pourcentage de la population de 18 à 24 ans en risque de pauvreté ou d'exclusion sociale**

	Femmes	Hommes	
Irlande	41,0	42,5	2011
Grèce	46,0	50,7	2012
Espagne	33,5	37,5	2012
Chypre	29,5	29,6	2012
Portugal	31,2	31,5	2012

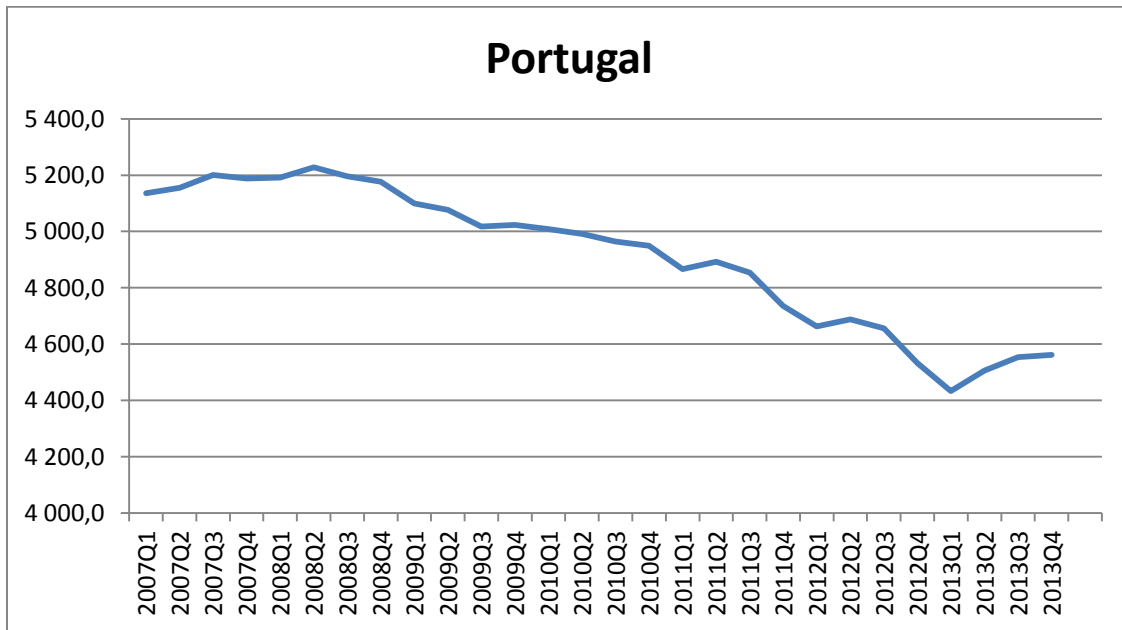
Source des données Eurostat

#### **Emploi**

Les taux de chômage sont parfois difficiles à interpréter car ils représentent un rapport entre les résidents à la recherche d'un emploi et la population active totale. Celle-ci est définie comme ceux qui travaillent ou recherchent activement un emploi. Le taux de chômage peut ainsi diminuer sans amélioration réelle du marché du travail lorsque des chômeurs découragés arrêtent de chercher un emploi, ou bien émigrent vers d'autres pays, puisque dans ces cas ils quittent statistiquement la population active. Une meilleure perception de la réalité du marché du travail est fournie par les statistiques d'évolution de l'emploi en équivalents temps plein.

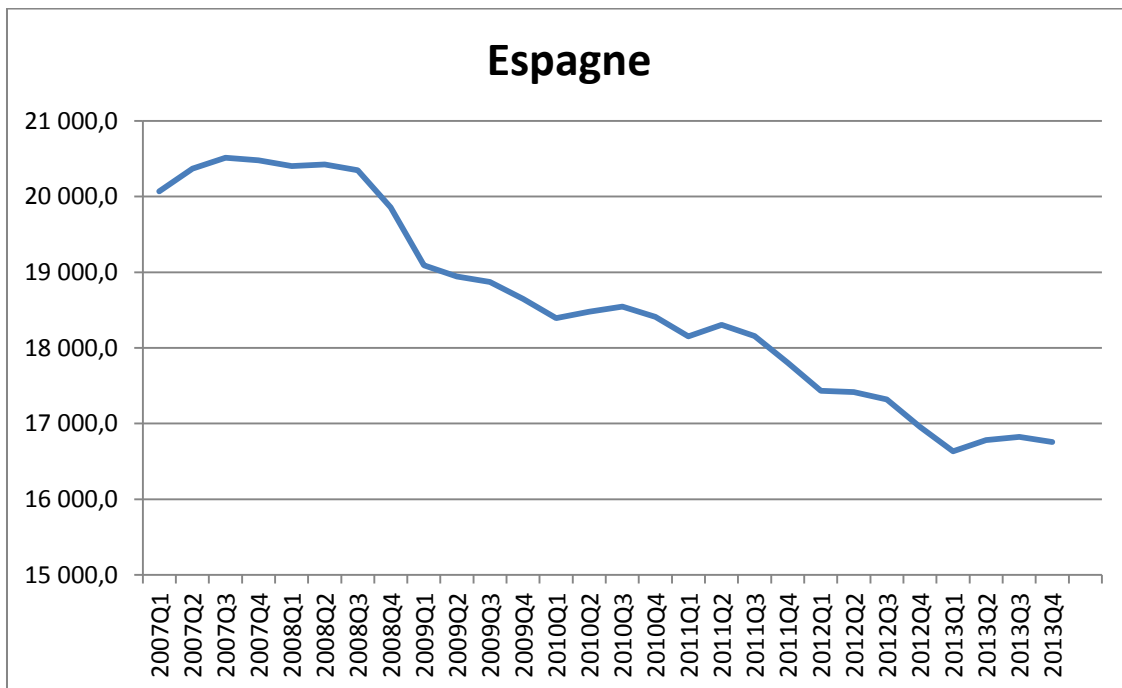
**Emploi total en équivalents temps plein**

milliers



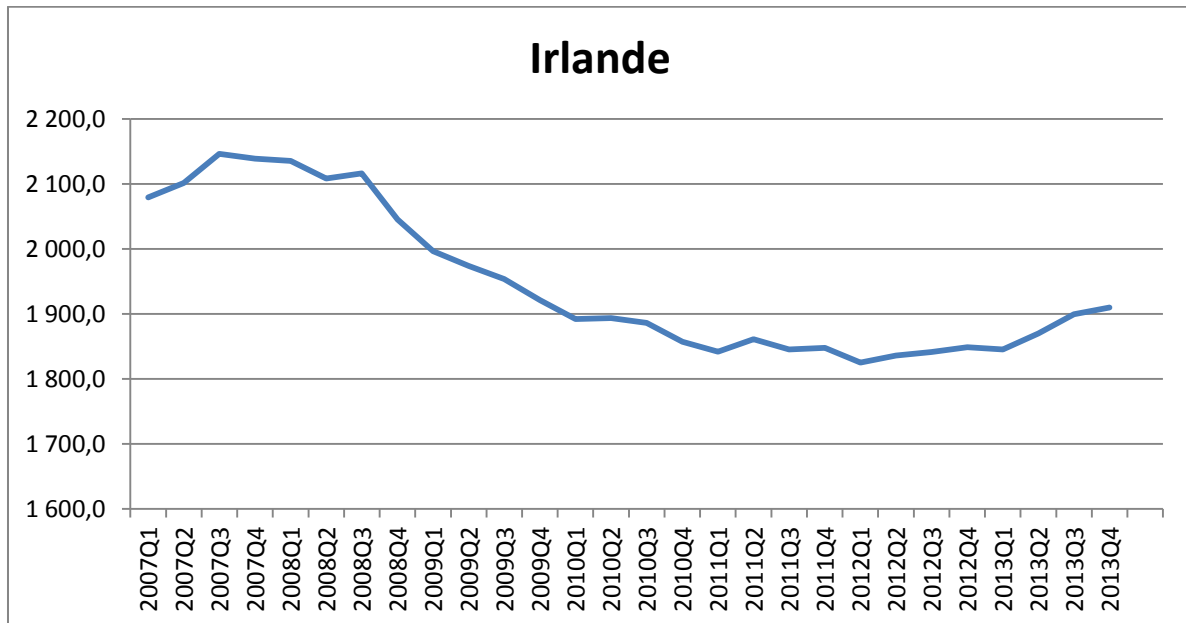
**Emploi total en équivalents temps plein**

milliers



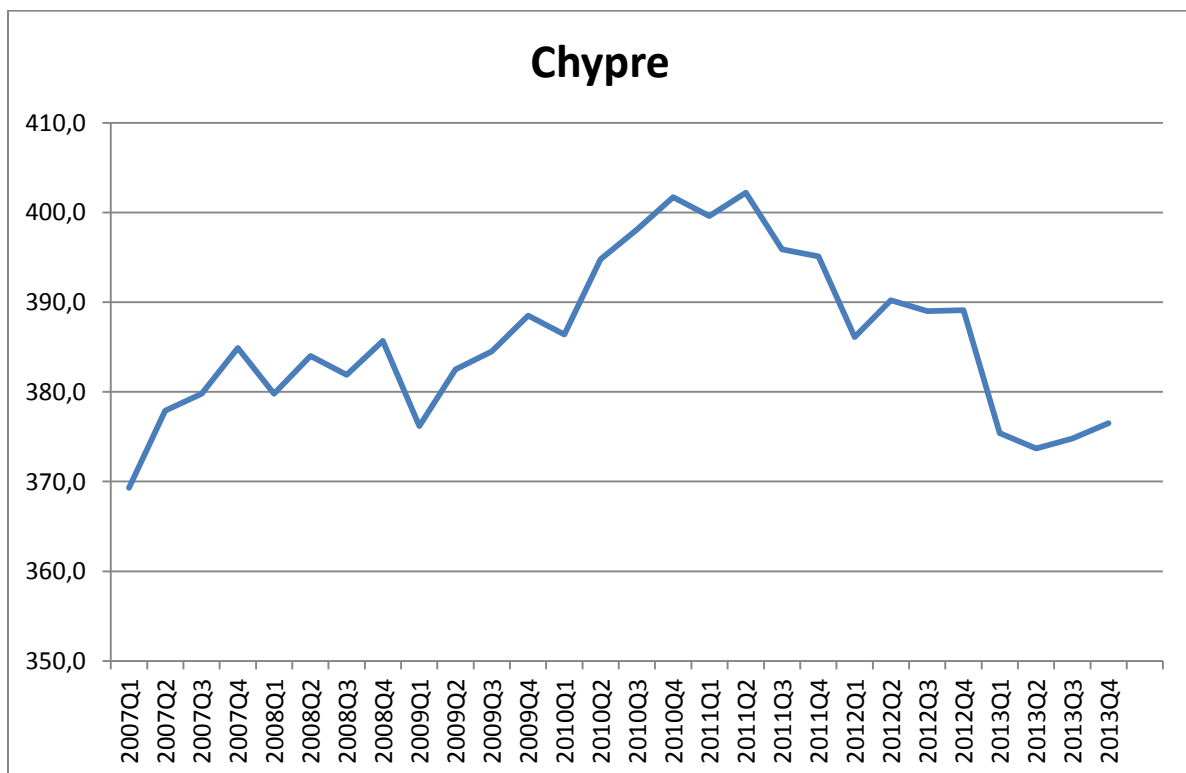
**Emploi total en équivalents temps plein**

milliers



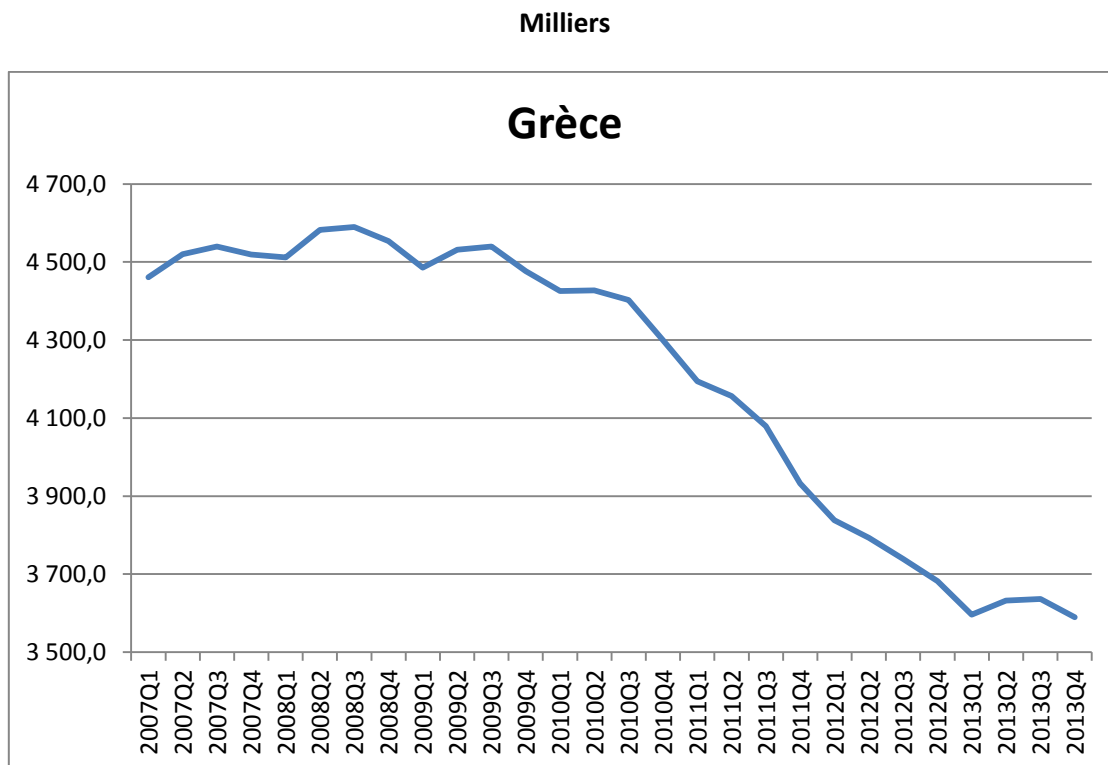
**Emploi total en équivalents temps plein**

milliers



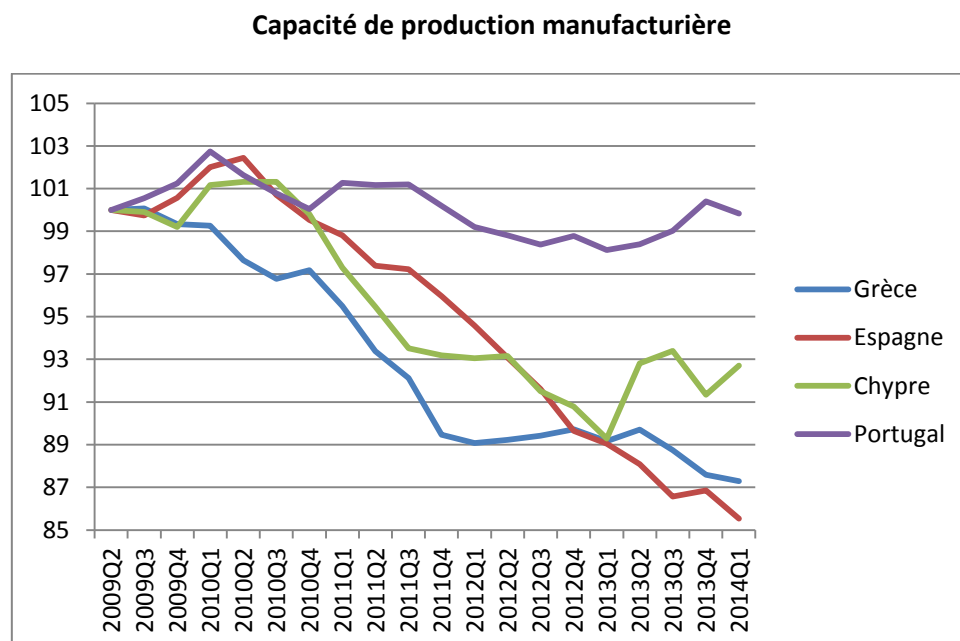
**Emploi total en équivalents temps plein**





### Capacité de production et investissements

La chute des investissements a provoqué une forte baisse du stock de capital productif

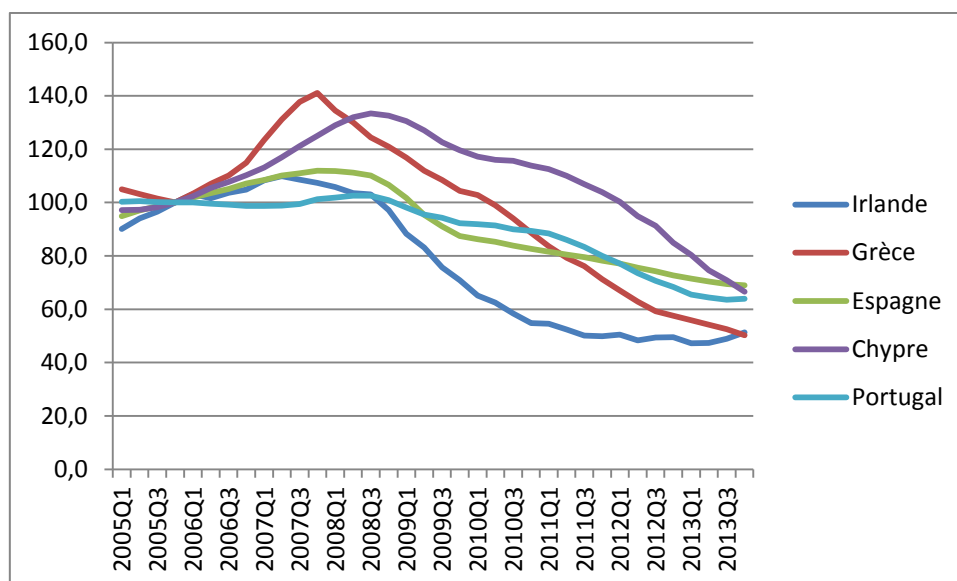


Calcul IESEG à partir du degré d'utilisation des capacités de production et de la production industrielle Eurostat

La forte chute des capacités de production industrielle dans la plupart des pays requiert des investissements très élevés avant de pouvoir stimuler la production. Il est incertain que le secteur

des services ou celui de la construction, en général sinistré, puissent prendre le relais avec assez d'intensité.

### Indice des investissements en volume



Les flux actuels de dépenses d'investissement, même quand ils remontent très légèrement, restent extrêmement inférieurs à leurs niveaux d'avant crise.

### 5 Endettement des pays sous programme et déflation

#### Conséquences d'une moindre inflation sur les trajectoires d'endettement public des pays de la périphérie de la zone euro

Les nouvelles perspectives macroéconomiques de la Commission Européenne sont disponibles sur la base AMECO. Elles ont encore un peu évolué depuis les « spring forecasts » publiées en février 2014

Les principaux indicateurs de croissance réelle et d'évolution des prix sont les suivants

#### Taux de croissance du PIB à prix constants

	2013	2014	2015
Irlande	-0,34%	1,74%	3,00%
Grèce	-3,86%	0,60%	2,87%
Espagne	-1,22%	1,15%	2,06%
Chypre	-5,41%	-4,84%	0,88%
Portugal	-1,37%	1,24%	1,49%

#### Taux de croissance du déflateur du PIB

	2013	2014	2015
Irlande	0,41%	1,12%	0,94%
Grèce	-2,07%	-0,67%	0,43%
Espagne	0,62%	0,28%	0,75%
Chypre	-1,54%	0,55%	1,54%

Portugal	1,73%	0,70%	0,88%
----------	-------	-------	-------

Les perspectives qui concernent les évolutions de déficit et de dettes publiques sont les suivantes

#### Déficit du budget de l'Etat en % du PIB à prix courants

	2013	2014	2015
Irlande	-7,2	-4,8	-4,2
Grèce	-12,7	-1,6	-1,0
Espagne	-7,1	-5,6	-6,1
Chypre	-5,4	-5,8	-6,1
Portugal	-4,9	-4,0	-2,5

#### Dettes publique en % du PIB à prix courants

	2013	2014	2015
Irlande	123,7	121,0	120,4
Grèce	175,1	177,2	172,4
Espagne	93,9	100,2	103,8
Chypre	111,7	122,2	126,4
Portugal	129,0	126,7	124,8

#### Plans officiels d'ajustement budgétaire

Il est utile de comparer ces nouvelles perspectives macroéconomiques avec les engagements pris par les pays concernés en matière d'ajustement budgétaire, en concertation avec l'UE et le FMI

#### Engagements actuels des pays pour atteindre les objectifs fixés par l'Union Européenne

#### Déficit public en % du PIB à prix courants

	2013	2014	2015	2016	
Irlande	-7,20%	-4,80%	-2,90%	-2,20%	april 2014 Stability Programme
	-7,50%	-5,10%	-2,90%	-	EC Assessment of the action taken by Ireland august 2011
	-7,50%	-5,10%	-2,90%	-	Excessive deficit procedure target Council recommendation december 2010
Grèce	-3,20%	-2,90%	-2,10%	-0,70%	economic adjustment programme for Greece, review april 2014
	-5,40%	-4,50%	-3,40%	-2%	"Council decision" décembre 2012
	-4,70%	-2,20%	-0,80%	-1%	macroeconomic adjustment programme for Greece march 2012
Espagne	-6,00%	-5,90%	-6,60%	-5,60%	current estimates "Analysis of the Draft Budgetary Plan" nov 2013
	0,80%	-5,50%	-4,10%	-2,70%	"stability programme update" juin 2013
	-6,50%	-5,80%	-4,20%	-2,80%	EDP scenario EC staff recommendation mai 2013

	-6,50%	-7%	-6%	-5,60%	Baseline scenario EC spring forecast 2013
Chypre	-6%	-7,60%	-5,70%	-2,20%	Cyprus National Reform Programme 2013 avril
Portugal	-5,50%	-4%	-2,50%	-	EC Council recommendation about the excessive deficit situation juin 2013
	-5,50%	-4%	-2,50%	-1,20%	stability programme avril 2013

### Dette publique en % du PIB à prix courants

	2013	2014	2015	2016	
Irlande	123,7	121,4	120	115,9	2014 Stability Programme
	119,4	117,6	113,9	-	EC Assessment of the action taken by Ireland august 2011
	-	-	-	-	Excessive deficit procedure target Council recommendation december 2010
Grèce	175%	177,20%	172,50%	162,90%	economic adjustment programme for Greece, review april 2014
	172,50%	171,40%	166,20%	157,30%	"Council decision" décembre 2012
	164,30%	161%	152,90%	145%	macroeconomic adjustment programme for Greece march 2012
Espagne	-	-	-	-	current estimates "Analysis of the Draft Budgetary Plan" nov 2013
	91,40%	96,20%	99,10%	99,80%	"stability programme update" juin 2013
	-	-	-	-	EDP scenario EC staff recommendation mai 2013
	-	-	-	-	Baseline scenario EC spring forecast 2013
Chypre	108,80%	118,40%	120,70%	118,40%	Cyprus National Reform Programme 2013 avril
Portugal	-	124,2	-	-	EC Council recommendation about the excessive deficit situation juin 2013
	122,3	123,7	122,5	119,3	stability programme avril 2013

Les hypothèses macroéconomiques qui avaient été utilisées pour établir ces plans d'ajustement sont les suivantes.

### Taux de croissance du PIB à prix constants

	2013	2014	2015	2016	
Irlande	-0,30%	2,10%	2,70%	3%	"stability programme" avril 2014
	2,40%	3%	3%	-	EC Assessment of the action taken by Ireland august 2011
	2,50%	3%	3%	-	Excessive deficit procedure Council Recommendation December 2010
Grèce	-3,90%	0,60%	2,90%	3,70%	economic adjustment programme for Greece, review april 2014
	-4,20%	0,60%	2,90%	3,70%	"Council decision" décembre 2012
	0%	2,50%	3,10%	3%	macroeconomic adjustment programme for Greece march 2012
Espagne	-1,30%	0,50%	1,70%	1,90%	current estimates "Analysis of the Draft Budgetary Plan" nov 2013
	-1,30%	0,50%	0,90%	1,30%	"update stability programme" juin 2013
	-1,50%	-0,50%	0,70%	0,90%	EDP scenario "Analysis of the Draft Budgetary Plan" nov 2013

	-1,50%	0,90%	1,40%	1,90%	Baseline scenario "Analysis of the Draft Budgetary Plan" nov 2013
Chypre	-8,70%	-3,90%	1,20%	1,90%	Cyprus National Reform Programme 2013 avril
Portugal	-2,30%	0,60%	1,50%	-	EC Council recommendation about the excessive deficit situation juin 2013
	-2,30%	0,60%	1,50%	1,80%	stability programme avril 2013

### Taux de croissance du Déflateur du PIB

	2013	2014	2015	2016	
Irlande	0,40%	0,50%	0,90%	1,30%	"stability programme" avril 2014
	-	-	-	-	EC Assessment of the action taken by Ireland august 2011
	1,30%	1,60%	1,8%	-	Excessive deficit procedure Council Recommendation December 2010
Grèce	-1,80%	-0,70%	0,40%	1,20%	economic adjustment programme for Greece, review april 2014
	-	-	-	-	"Council decision" décembre 2012
	-0,40%	0%	0,90%	1,10%	macroeconomic adjustment programme for Greece march 2012
Espagne	0,40%	0,60%	0,70%	1,10%	current estimates "Analysis of the Draft Budgetary Plan" nov 2013
	1,50%	1,40%	1,50%	1,80%	"stability programme" juin 2013
					EDP scenario EC staff recommendation mai 2013
	1,60%	1,10%	1,20%	1,30%	Baseline scenario EC spring forecast 2013
Chypre	-	-	-	-	Cyprus National Reform Programme 2013 avril
Portugal	1,70%	1,20%	1,20%	-	EC Council recommendation about the excessive deficit situation juin 2013
	1,70%	1,20%	1,20%	1,70%	stability programme avril 2013

Pour certains pays on a ajouté aux hypothèses initiales des estimations récentes de la Commission ou des gouvernements, qui s'écartent déjà des plans initiaux.

On constate que les nouvelles perspectives macroéconomiques de la Commission Européenne indiquent

- que la dette publique en 2014 en % du PIB sera supérieure aux projections initiales du plan officiel d'ajustement pour tous les pays
- que la dette publique en 2015 en % du PIB sera supérieure aux projections du plan officiel d'ajustement pour tous les pays
- que le déficit public 2014, en % du PIB, sera supérieur à l'objectif du plan officiel d'ajustement pour le Portugal et pour Chypre
- que le déficit public 2015, en % du PIB, sera supérieur à l'objectif du plan officiel d'ajustement pour l'Irlande, l'Espagne et Chypre

Ces dépassements s'expliquent en partie parce que les nouvelles perspectives macroéconomiques de la Commission Européenne indiquent que

La croissance réelle sera inférieure aux hypothèses sous-jacentes au plan d'ajustement budgétaire, en 2014 pour l'Irlande et Chypre

La croissance réelle sera inférieure aux hypothèses sous-jacentes au plan d'ajustement budgétaire en 2015 pour Chypre

La croissance des prix sera inférieure aux hypothèses sous-jacentes au plan d'ajustement budgétaire en 2014 pour presque tous les pays

La croissance des prix sera inférieure aux hypothèses sous-jacentes au plan d'ajustement budgétaire en 2015 pour tous les pays

C'est surtout sur le plan de l'inflation, ici mesurée par la croissance du déflateur du produit intérieur brut, que les nouvelles perspectives sont inférieures aux hypothèses initiales. C'est surtout à cause de cette moindre inflation que les perspectives de croissance nominale sont souvent inférieures aux hypothèses initiales. On peut en conclure que **la moindre inflation compromet déjà la stabilisation de l'endettement public des pays de la périphérie de la zone euro.**

Il faut donc remarquer que l'effet d'une moindre inflation est déjà perceptible au niveau des nouvelles perspectives macroéconomiques de la Commission Européenne.

Ces perspectives de la Commission Européenne sont calculées à politique inchangée. Sur cette base les pays qui dépassent les objectifs budgétaires sont donc invités à renforcer l'austérité pour se conformer à leurs engagements. Les exigences d'efforts budgétaires supplémentaires dans certains pays, pour pouvoir atteindre quand même les objectifs des plans d'ajustement, vont encore réduire l'inflation !

## La question de la solvabilité des pays de la périphérie de la zone euro

### Quel surplus primaire faut-il pour stabiliser la dette ?

Pour garantir la solvabilité inter-temporelle du secteur public d'un pays, une condition minimale est que le ratio de dette publique du pays, en pourcentage du produit intérieur brut à prix courant, cesse d'augmenter :

$$\frac{dette_{année\ actuelle}}{PIB_{année\ actuelle}} \leq \frac{dette_{année\ précédente}}{PIB_{année\ précédente}}$$

En l'absence de toute variation des actifs détenus par l'Etat, la condition qui permet de stabiliser le ratio de dette publique est la suivante :

*En pourcentage du PIB à prix courants, le déficit primaire d'une année doit être inférieur ou égal au ratio de dette publique de l'année précédente, multiplié par l'écart entre le taux de croissance nominale et le taux d'intérêt implicite sur la dette, divisé par « un plus le taux de croissance nominale ».*

$$\frac{\text{déficit primaire}_{année\ actuelle}}{PIB_{année\ actuelle}} \leq \left( \frac{dette_{année\ précédente}}{PIB_{année\ précédente}} \right) \frac{(\text{croissance nominale}_{année\ actuelle} - \text{taux d'intérêt moyen}_{année\ actuelle})}{(1 + \text{croissance nominale}_{année\ actuelle})}$$

La raison pour laquelle la solvabilité inter-temporelle de l'Etat requiert cette condition est expliquée sur cet article. Lorsque le déficit primaire nécessaire obtenu par cette formule est négatif, cela veut dire que c'est un surplus primaire qu'il faut dégager, donc un excédent de recettes sur les dépenses hors charges d'intérêt.

Le taux d'intérêt implicite représente le taux d'intérêt moyen payé sur tous les titres qui composent la dette publique. Il est obtenu par division de la charge totale d'intérêts en un an par le niveau de la dette, et est donc la moyenne pondérée des taux auxquels les différents titres qui la composent ont été émis dans le passé.

Le taux de croissance nominale est le taux de croissance du PIB à prix courant. C'est la somme du taux de croissance réelle, ou taux de croissance du PIB à prix constants, et du taux de croissance du déflateur du PIB.

Cette formule montre que le surplus primaire à dégager pour stabiliser la dette publique dépend du taux de croissance nominale et du taux d'intérêt implicite sur la dette publique. Lorsque le taux de croissance nominale augmente, le surplus primaire à dégager diminue. Lorsque le taux d'intérêt implicite sur la dette publique augmente, le surplus primaire à dégager augmente. On peut par exemple montrer le surplus primaire à dégager par le Portugal pour plusieurs combinaisons d'hypothèses de valeurs du taux de croissance nominal et du taux d'intérêt implicite sur la dette publique

### Surplus primaire exigé pour stabiliser le ratio de dette du Portugal

En % du produit intérieur brut nominal

		taux d'intérêt implicite sur la dette publique								
		3,5	3,75	4	4,5	5	5,5	6	6,5	7
taux de croissance nominale	-1	5,6	5,9	6,2	6,8	7,4	8,0	8,6	9,3	9,9
	-0,5	4,9	5,2	5,5	6,1	6,8	7,4	8,0	8,6	9,2
	0	4,3	4,6	4,9	5,5	6,1	6,7	7,3	7,9	8,6
	0,5	3,7	4,0	4,3	4,9	5,5	6,1	6,7	7,3	7,9
	1	3,0	3,3	3,6	4,2	4,8	5,4	6,1	6,7	7,3
	1,5	2,4	2,7	3,0	3,6	4,2	4,8	5,4	6,0	6,6
	2	1,8	2,1	2,4	3,0	3,6	4,2	4,8	5,4	6,0
	2,5	1,2	1,5	1,8	2,4	3,0	3,6	4,2	4,8	5,4
	3	0,6	0,9	1,2	1,8	2,4	3,0	3,6	4,2	4,7
	3,5	0,0	0,3	0,6	1,2	1,8	2,4	3,0	3,5	4,1
4	-0,6	-0,3	0,0	0,6	1,2	1,8	2,4	2,9	3,5	

Pour une **analyse de court terme** on peut utiliser les perspectives de croissance réelle et en prix de la base AMECO de la Commission européenne, présentées ci-dessus. On obtient

### Taux de croissance du produit intérieur brut à prix courants

	2013	2014	2015
Irlande	0,07%	2,86%	3,97%
Grèce	-5,84%	-0,08%	3,31%
Espagne	-0,61%	1,43%	2,82%
Portugal	0,34%	1,96%	2,38%

Il faut remarquer que les taux de croissance réels sous-jacents pour 2014 et 2015, issus des perspectives de la Commission Européenne, sont supérieurs au taux de croissance potentiel de long terme de ces pays. Mais à court terme c'est possible parce qu'il y a actuellement sous-utilisation du capital physique et de la main d'œuvre disponible. Les degrés d'utilisation du capital sont bas et les taux de chômage sont élevés.

Les perspectives de taux d'intérêt implicite sur la dette publique sont

**Taux d'intérêt implicite sur la dette publique en %**

	2013	2014	2015
Irlande	3,9908733	3,9251006	4,1845367
Grèce	2,3761581	2,5399824	2,9704947
Espagne	3,9668555	3,7771087	3,6467765
Portugal	3,4481752	3,4283904	3,5681481

d'après de la base AMECO de la Commission européenne.

On peut alors calculer le surplus primaire minimum, en pourcentage du produit intérieur brut à prix courant, qu'il faudrait dégager pour, au minimum, stabiliser le ratio de dette publique à son niveau de 2013.

**Surplus primaire à dégager pour stabiliser la dette publique en % du PIB**

	2014	2015
Irlande	1,28%	0,26%
Grèce	4,59%	-0,57%
Espagne	2,17%	0,76%
Portugal	1,86%	1,49%

Pour apprécier si ces efforts nécessaires en termes de surplus primaire sont réalistes, il faut observer les données historiques. Les surplus primaires exigés pour stabiliser le ratio de dette publique, et donc garantir la solvabilité, en fonction des hypothèses choisies, peuvent-ils être acceptés politiquement et socialement ? Pour répondre à cette question, il faut observer quels ont été les soldes primaires historiques.



**moyenne historique des soldes primaires observés en % du PIB jusque 2012**

	moyenne historique des soldes primaires observés en % du PIB jusque 2012	depuis
Irlande	0,53	1985
Grèce	-0,89	1988
Espagne	-0,62	1995
Portugal	-1,16	1978

On constate qu'en moyenne, le Portugal, la Grèce et l'Espagne, ont dégagé des déficits primaires assez élevés plutôt que des surplus primaires. Par rapport à leurs normes historiques, les efforts demandés à ces pays sont donc très difficiles.

Il faut remarquer que les ratios de dettes actuels sont beaucoup trop élevés et que simplement les stabiliser à ces valeurs est totalement insuffisant. Pour que ces ratios baissent de 2,5% par an, ce qui est très peu, les surplus primaires à dégager seraient très supérieurs et vraiment très difficiles à atteindre en comparaison des performances passées. Cependant, il faudrait que les ratios de dette diminuent à un rythme bien supérieur, car à raison de 2,5% par an, il faudrait 28 ans au Portugal et 45 ans à la Grèce pour atteindre le critère de Maastricht sur la dette !

**Surplus primaire à dégager pour que le ratio de dette publique diminue de 2,5% chaque année**

	2014	2015
Irlande	3,78%	2,75%
Grèce	7,09%	1,94%
Espagne	4,67%	3,24%
Portugal	4,36%	3,96%

Pour une analyse de long terme, il faut estimer une croissance potentielle réelle et une inflation potentielle en longue durée.

Pour apprécier les perspectives de croissance réelle à long terme, il faut se baser sur celles de la productivité, de la disponibilité de travailleurs, et tenir compte de la forte chute de capital productif due à la crise qui a provoqué un effondrement de l'investissement. Les données suivantes sont utiles.

	taux de croissance annuel observé de la productivité du travail en équivalents	taux de croissance annuel observé de la productivité du travail en heures	taux de croissance annuel prévu de la population en âge de travailler, 15 -	taux de croissance cumulé observé du stock réel de capital productif

	temps plein 1998-2012	travaillées 1998-2012	64, de 2010 à 2025	2009-2013
Irlande	2,03%	2,62%	0,43%	-8,56%
Grèce	1,48%	1,20%	-0,17%	-14,98%
Espagne	0,46%	1,05%	0,16%	-3,40%
Portugal	1,05%	1,24%	-0,12%	-9,12%

On en déduit les perspectives suivantes de croissance potentielle à long terme

**Croissance annuelle moyenne du produit intérieur brut à prix constant**

**Perspectives à long terme**

Irlande	2%
Grèce	0,80%
Espagne	0,80%
Portugal	0,70%

En ce qui concerne les prix, un scénario conservateur est le suivant, **si on suppose que la BCE va réussir à ramener le taux d'inflation à son objectif officiel**

**Croissance annuelle du déflateur du produit intérieur brut**

**Perspectives à long terme**

Irlande	1,90%
Grèce	1,90%
Espagne	1,90%
Portugal	1,90%

Avec ces hypothèses on peut calculer les conditions pour stabiliser les ratios de dette publique à leur niveau de 2013

**Surplus primaire annuel à dégager pour stabiliser la dette publique en % du PIB**

**En fonction des perspectives à long terme**

Irlande	0,34%
Grèce	0,46%
Espagne	0,87%
Portugal	1,22%

Evidemment, les niveaux actuels des ratios de dette publique sont beaucoup trop élevés et simplement les stabiliser est insuffisant. Il faut donc les diminuer. Pour que ces ratios baissent de 2,5% par an, ce qui est encore beaucoup trop peu en réalité, il faudrait que les surplus primaires soient au départ très supérieurs

**Surplus primaire à dégager pour que le ratio de dette publique diminue de 2,5% chaque année**

**En fonction des perspectives à long terme**

pays	surplus
Irlande	2,84%
Grèce	2,96%
Espagne	3,37%
Portugal	3,72%

De tels surplus primaires, en pourcentage du produit intérieur brut à prix courants, semblent très difficiles à accepter politiquement et socialement, tellement ils contrastent avec les déficits primaires enregistrés dans le passé.

Au vu des évolutions récentes des prix dans la zone euro, et des causes structurelles sous-jacentes, l'utilité de considérer un scénario de moindre inflation semble évidente. Sans même simuler un scénario de déflation, quels surplus budgétaires faudrait-il dégager si l'inflation n'était que de 0,9% par an plutôt que 1,9% ?

**Surplus primaire annuel à dégager pour stabiliser la dette publique en % du PIB lorsque les taux d'inflation se réduisent à 0,9% par an. En fonction des perspectives à long terme**

Irlande	1,54%
Grèce	2,19%
Espagne	1,80%
Portugal	2,50%

**Surplus primaire à dégager pour que le ratio de dette publique diminue de 2,5% chaque année lorsque les taux d'inflation se réduisent à 0,9% par an En fonction des perspectives à long terme**

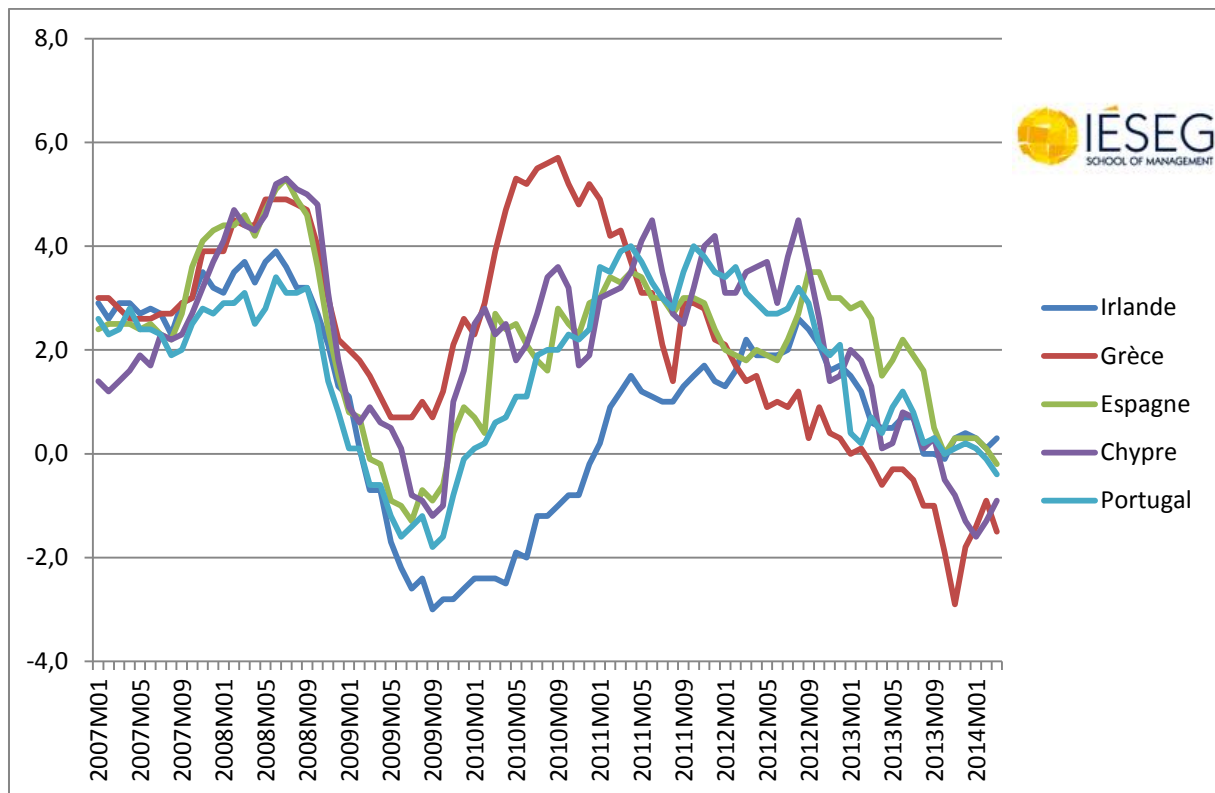
Irlande	4,04%
Grèce	4,69%
Espagne	4,30%
Portugal	5,00%

## Les risques de déflation

Actuellement l'inflation est négative en Grèce, Espagne, Portugal et Chypre, et insignifiante en Irlande. L'inflation est négative quand le niveau moyen des prix est inférieur à celui qui prévalait durant le même mois de l'année précédente.

### Taux de croissance annuel des prix à la consommation

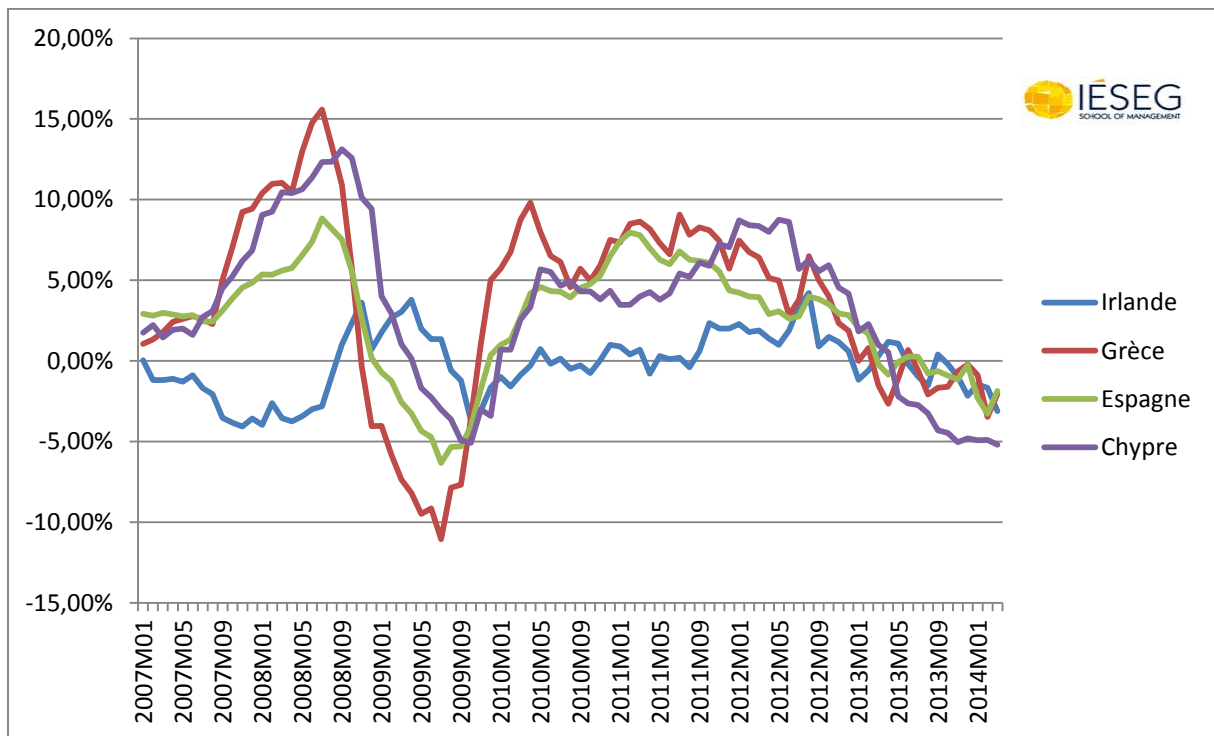
Janvier 2007 à mars 2014



Source des données Eurostat

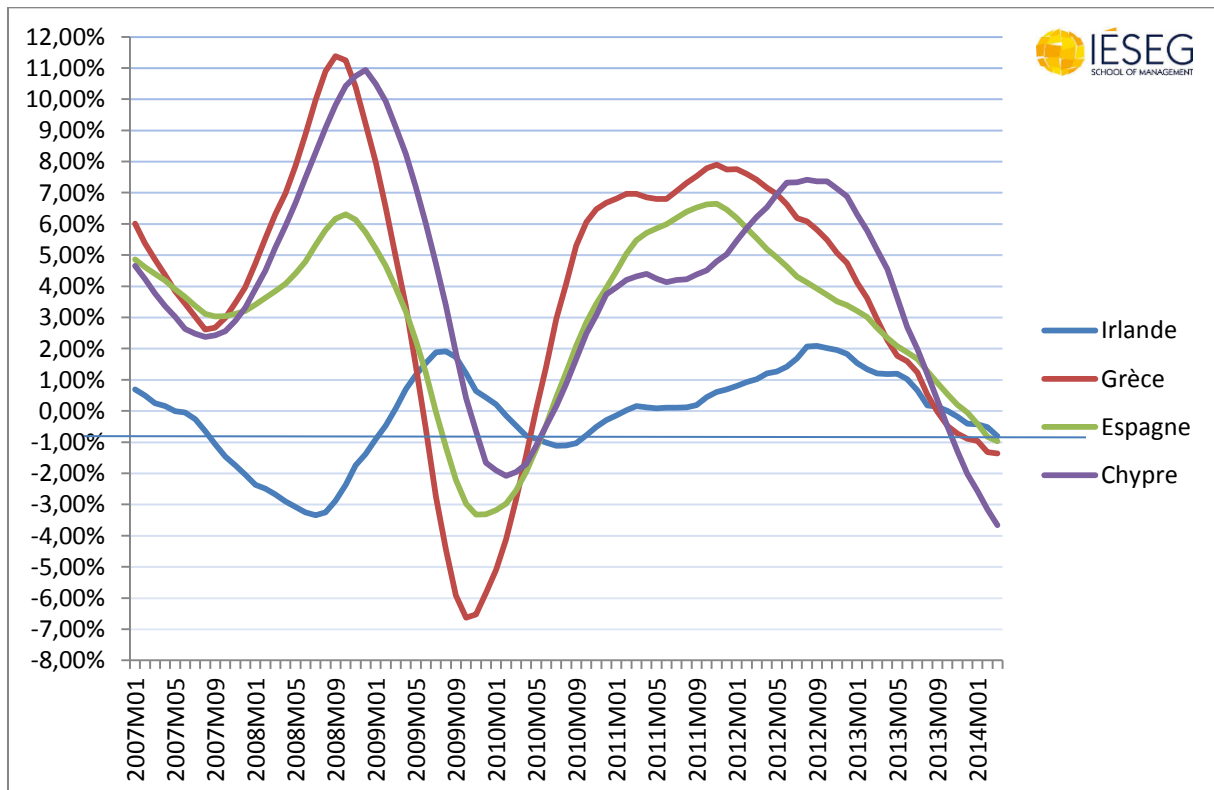
Pour déceler les tendances sous-jacente des prix, en amont de l'évolution des prix à la consommation, il est utile d'examiner les prix à la production.

### Taux de croissance annuelle des prix à la production de l'industrie



On constate que la croissance annuelle des prix à la production dans l'industrie est bien négative, ce qui va ultérieurement se répercuter sur les prix à la consommation. La tendance est encore mieux appréciée par des taux de croissance en année glissante.

### Taux de croissance en année glissante des prix à la production de l'industrie



### Etablissement des plafonds de garanties des différents pays octroyés au FESF

	part dans le capital de la BCE	part dans la partie du capital de la BCE souscrite pas les pays de la zone euro avant 2011	part dans le FESF	plafond d'engagement de garantie	part dans la partie du capital de la BCE souscrite pas les pays de la zone euro, hors pays supportés	part ajustée dans le FESF	plafond d'engagement de garantie après ajustement	part dans la partie du capital de la BCE souscrite pas les pays de la zone euro à partir de 2011	Nouvelle part dans le FESF après amendement	Nouveau plafond d'engagement de garantie après amendement	Nouvelle part dans la partie du capital de la BCE souscrite pas les pays de la zone euro, hors pays supportés	Nouvelle part ajustée dans le FESF après amendement	Nouveau plafond d'engagement de garantie ajusté après amendement
	%	%	%	Milliards d'€	%	%	Milliards d'€	%	%	Milliards d'€	%	%	Milliards d'€
Allemagne	18,9373%	27,13%	27,13%	119,390	29,07%	29,1%	119,390	27,06%	27,06%	211,045	29,07%	29,07%	211,045
France	14,2212%	20,38%	20,38%	89,657	21,83%	21,9%	89,657	20,32%	20,32%	158,487	21,83%	21,83%	158,487
Italie	12,4966%	17,91%	17,91%	78,785	19,18%	19,2%	78,785	17,86%	17,86%	139,267	19,18%	19,18%	139,267
Espagne	8,3040%	11,90%	11,90%	52,353	12,75%	12,8%	52,353	11,87%	11,87%	92,543	12,75%	12,75%	92,543
Pays-Bas	3,9882%	5,71%	5,71%	25,144	6,12%	6,1%	25,144	5,70%	5,70%	44,446	6,12%	6,12%	44,446
Belgique	2,4256%	3,48%	3,48%	15,292	3,72%	3,7%	15,292	3,47%	3,47%	27,031	3,72%	3,72%	27,031
Grèce	1,9649%	2,82%	2,82%	12,388	-	-	-	2,81%	2,80%	21,897	-	-	-
Autriche	1,9417%	2,78%	2,78%	12,241	2,98%	3%	12,241	2,78%	2,78%	21,639	2,98%	2,98%	21,639
Portugal	1,7504%	2,51%	2,51%	11,035				2,50%	2,50%	19,507			
Finlande	1,2539%	1,80%	1,80%	7,905	1,92%	1,9%	7,905	1,79%	1,79%	13,974	1,92%	1,92%	13,974
Irlande	1,1107%	1,59%	1,59%	7,002	-	-	-	1,59%	1,59%	12,378	-	-	-
Slovaquie	0,6934%	0,99%	0,99%	4,372	1,06%	1,1%	4,372	0,99%	0,99%	7,727	1,06%	1,06%	7,727
Slovenie	0,3288%	0,47%	0,47%	2,073	0,50%	0,5%	2,073	0,47%	0,47%	3,664	0,50%	0,50%	3,664
Estonie	0,1790%	-	-	-	-	-	-	0,26%	0,26%	1,994	0,27%	0,27%	1,994
Luxembourg	0,1747%	0,25%	0,25%	1,101	0,27%	0,3%	1,101	0,25%	0,25%	1,946	0,27%	0,27%	1,946
Chypre	0,1369%	0,20%	0,20%	0,863	0,21%	0,2%	0,863	0,20%	0,20%	1,525	0,21%	0,21%	1,525
Malta	0,0632%	0,09%	0,09%	0,398	0,10%	0,1%	0,398	0,09%	0,09%	0,704	0,10%	0,10%	0,704
<b>Total</b>	<b>69,9705%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>440</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>409,574</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>779,783</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>726</b>