

July 2013

WORKING PAPER SERIES

2013-ECO-15

Le Portugal menacé d'insolvabilité

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

Tel: 33(0)3 20 54 58 92

Fax: 33(0)3 20 57 48 55



Le Portugal menacé d'insolvabilité

Eric Dor

Directeur des études économiques à l'IESEG School of management (Paris et Lille)

8 juillet 2013

Quel surplus primaire faut-il pour stabiliser la dette ?

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 ».

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

La raison pour laquelle la solvabilité intertemporelle de l'Etat requiert cette condition est expliquée dans une section ultérieure.

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.

Un pays peut le libérer temporairement de cette contrainte en vendant des actifs publics pour réduire la dette brute. C'est par exemple ce que réalise le Portugal en 2013, en vendant des actifs pour privatiser des entreprises publiques, ou en ponctionnant ses dépôts bancaires, le tout pour une valeur proche de 7% du PIB nominal. Sans cette réduction des actifs publics, le Portugal aurait besoin d'un surplus primaire de 5,1% du PIB nominal en 2013 pour stabiliser le ratio de dette à son niveau de 2012. Par la réduction des actifs de l'Etat, cet objectif peut être atteint avec un déficit primaire qui est planifié à 1,8% en 2013.

Mais après que les actifs aient été vendus, la solvabilité ne peut être garantie qu'en appliquant la formule ci-dessus.. le Portugal ne compte plus vendre d'actifs après 2013.

Il est donc utile de calculer quel sera le déficit maximum ou le surplus primaire minimum qu'il faudra atteindre en 2014 et après, pour garantir la solvabilité intertemporelle du Portugal.

Le ministère des finances du Portugal prévoit le ratio de dette suivant pour 2013 :

$$\frac{dette_{2013}}{PIB_{2013}} = 1,223 = 122,3\%$$

et le taux de croissance du PIB nominal

$$croissance\ nominale_{2014} = 0,019 = 1,9\%$$

ce qui est optimiste.

Si les taux d'intérêt restent à leur niveau actuel, le taux d'intérêt implicite payé sur la dette serait encore proche de $0,03525 = 3,525\%$

Alors, pour garantir que $\frac{dette_{2014}}{PIB_{2014}} = \frac{dette_{2013}}{PIB_{2013}}$, la condition suivante s'impose

$$\frac{déficit\ primaire_{2014}}{PIB_{2014}} \leq 1,223 \frac{(0,019 - 0,03525)}{(1 + 0,019)}$$

et donc

$$\frac{déficit\ primaire_{2014}}{PIB_{2014}} \leq -0,0195$$

ce qui veut dire que le Portugal doit avoir un surplus primaire d'au moins 1,95% du produit intérieur brut nominal en 2014.

En s'appuyant sur les perspectives officielles de croissance nominale de 2,7% en 2015, 3,5% en 2016, 3,7% en 2017, et en supposant un taux d'intérêt implicite inchangé, le surplus primaire devrait être de 1% en 2015, 0,03% en 2016 et un petit déficit primaire de 0,2% pourrait même être permis en 2017.

Le problème c'est que les perspectives officielles de croissance sont beaucoup trop optimistes. Le gouvernement prévoit que le taux de croissance nominale du PIB va augmenter et atteindre 3,7% en 2017. Même le FMI a aussi publié des perspectives extrêmement optimistes pour le Portugal en juillet 2013 : le taux de croissance du PIB réel atteindrait 0,6% en 2014, 1,5% en 2015, 1,8% en 2016, et une valeur moyenne de 2% de 2017 à 2030. Le déflateur du PIB augmenterait de 1,3% en 2014, 1,1% en 2015, 1,7% en 2016, et d'une valeur moyenne de 2% de 2017 à 2030. De manière globale les perspectives officielles favorisent donc un scénario optimiste où le taux de croissance nominale augmenterait rapidement et se stabilise à 4% de 2017 à 2030.

Quant au taux d'intérêt implicite sur la dette, il risque fort d'augmenter. Le ministère des finances du Portugal doit emprunter sur les marchés financiers 8,2 milliards d'€ en 2014, 18,5 milliards d'€ en 2015, 14,2 milliards d'€ en 2016 et 12,1 milliards d'€ en 2017. Si le gouvernement doit emprunter cet argent à un taux d'intérêt de 8%, le taux d'intérêt implicite sur la dette augmenterait progressivement pour atteindre 3,7% en 2014, 4,1% en 2015, 4,4% en 2016, 4,6% en 2017, ... A perspectives de croissance inchangées, la stabilisation de la dette exigerait alors un surplus primaire de 2,2% en 2014, 1,7% en 2015, 1,1% en 2016 et en 2017. Bien sûr un taux de 8%, qui a été observé récemment, est un scénario extrême pour une période prolongée, mais il est toutefois réaliste de

prévoir que les taux d'intérêt nominaux vont augmenter et que, puisque les anciennes obligations qui arrivent à maturité sont remplacées par de nouvelles émissions, le taux d'intérêt implicite sur la dette va augmenter progressivement.

Pour tenir compte du faible niveau structurel des dépenses de recherche et de l'innovation du pays, et des pertes énormes de capacité de production, ainsi que d'une piètre progression de la productivité et des perspectives de baisse de la population, les perspectives de croissance sont inférieures à celles des scénarios officiels. A partir de 2014, un taux moyen de croissance nominale à long terme de 2% est réaliste, voire peut-être 2,5% si l'inflation augmente un peu. Il faut remarquer que de telles perspectives seraient déjà trop optimistes pour certains analystes.

Comme on l'a affirmé ci-dessus, le ratio de surplus primaire qui est exigé pour stabiliser le ratio de dette publique dépend du taux de croissance nominal futur du PIB et des taux d'intérêts implicites. Le tableau suivant montre les ratios de surplus primaires qui sont exigés pour le Portugal pour différentes combinaisons de taux de croissance nominale et de taux d'intérêt implicite sur la dette.

Surplus primaire exigé pour stabilisé le ratio de dette

En % du produit intérieur brut nominal

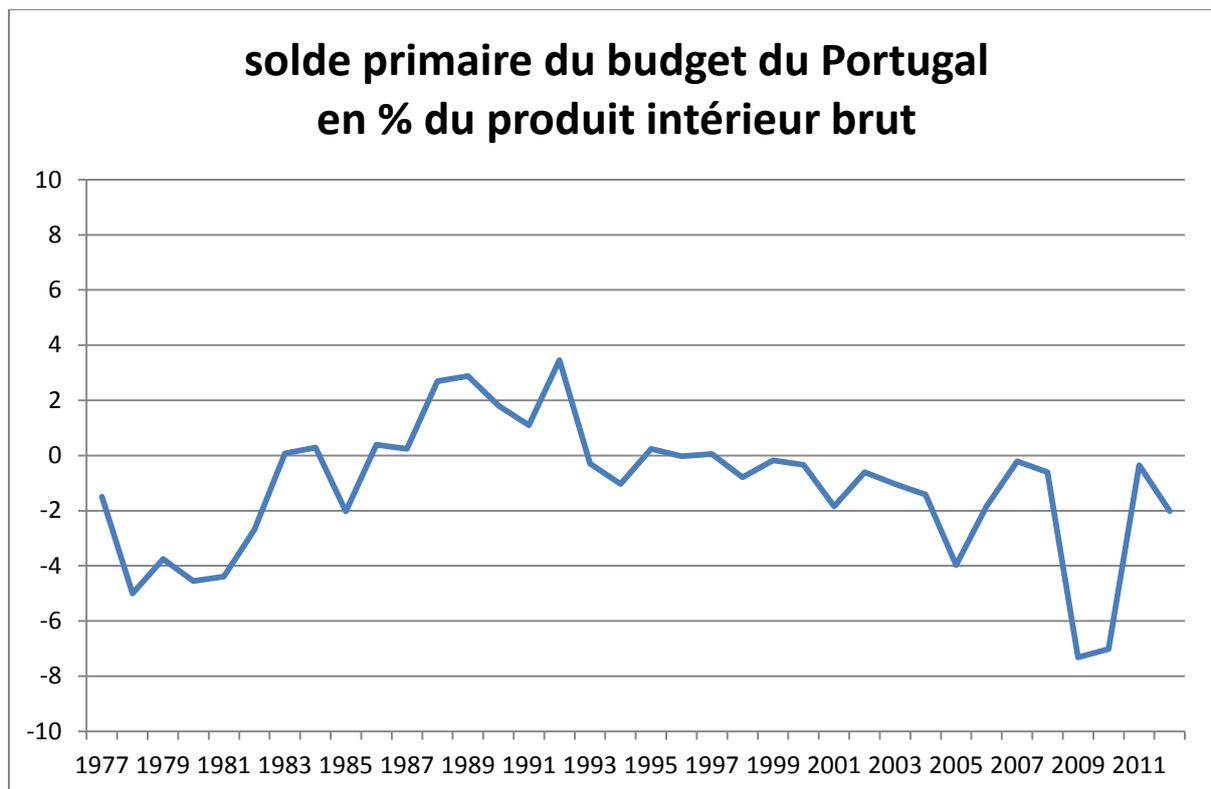
		taux d'intérêt implicite sur la dette publique								
		3,5	3,75	4	4,5	5	5,5	6	6,5	7
taux de croissance nominale	-1	5,6	5,9	6,2	6,8	7,4	8,0	8,6	9,3	9,9
	-0,5	4,9	5,2	5,5	6,1	6,8	7,4	8,0	8,6	9,2
	0	4,3	4,6	4,9	5,5	6,1	6,7	7,3	7,9	8,6
	0,5	3,7	4,0	4,3	4,9	5,5	6,1	6,7	7,3	7,9
	1	3,0	3,3	3,6	4,2	4,8	5,4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

Avec le scénario officiel, qui est beaucoup trop optimiste, d'une croissance nominale à long terme de 4% et d'un taux d'intérêt implicite inchangé de 3,5% sur la dette, le Portugal peut même avoir un très faible déficit primaire du budget. Toutefois, sous des hypothèses réalistes de 2,5% de croissance nominale et d'un taux d'intérêt implicite de 4,5%, stabiliser le ratio de dette exige que le Portugal ait un grand surplus primaire de 3% du PIB en valeur.

Pourquoi les surplus primaires exigés sont généralement hors d'atteinte

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 du Portugal.

De 1977 à 2012, le Portugal a eu un déficit primaire moyen de 1,15% du PIB. Cela fournit une idée de ce qui peut être accepté politiquement et socialement.



Pour le scénario officiel qui est beaucoup trop optimiste, le solde primaire du Portugal devrait être meilleur de 1% à la moyenne historique. Un tel effort pourrait peut-être être accepté sur une période longue. Toutefois, sous des hypothèses réalistes, le solde primaire du Portugal devrait excéder de 4% la moyenne historique. Il est très irréaliste de supposer que cela puisse être accepté politiquement et socialement.

La condition de solvabilité intertemporelle

Une définition simple de la solvabilité du gouvernement d'un pays souverain est la capacité de la nation à stabiliser le ratio de dette publique à son niveau actuel.

La solvabilité est donc garantie si

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

Par définition

$$dette_{année\ actuelle} = déficit\ primaire_{année\ actuelle} + dette_{année\ précédente}(1 + \text{taux d'intérêt moyen}_{année\ actuelle}) + variation\ nette\ des\ actifs_{année\ actuelle}$$

et donc

$$\frac{dette_{\text{année actuelle}}}{PIB_{\text{prix courants, année actuelle}}} = \frac{\text{déficit primaire}_{\text{année actuelle}}}{PIB_{\text{prix courants, année actuelle}}} + \left(\frac{dette_{\text{année précédente}}}{PIB_{\text{prix courants, année précédente}}} \right) \frac{(1 + \text{taux d'intérêt moyen}_{\text{année actuelle}})}{(1 + \text{croissance nominale}_{\text{année actuelle}})} + \frac{\text{variation nette des actifs}_{\text{année actuelle}}}{PIB_{\text{année actuelle}}}$$

Pour stabiliser le taux d'endettement, donc pour que $\frac{dette_{\text{année actuelle}}}{PIB_{\text{année actuelle}}} = \frac{dette_{\text{année précédente}}}{PIB_{\text{année précédente}}}$ en l'absence de variation des actifs, il faut que

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