

## Flash Economie

11 janvier 2017 – 62

### Peut-on envisager sérieusement une restructuration (un défaut partiel) des dettes publiques de la zone euro ?

Certains économistes avancent que les pays de la zone euro ne retrouveront de croissance que s'ils réduisent leur endettement public par une restructuration (un défaut partiel), qui redonnerait aux Etats les moyens d'agir dans l'économie (investissements publics, dépenses d'éducation, de recherche de formation, soutien aux entreprises innovantes).

Cet argument ne nous paraît pas raisonnable :

- aujourd'hui, l'annulation de moitié des dettes publiques donnerait aux Etats de la zone euro une marge de manœuvre supplémentaire de 1,1 point de PIB, ce qui n'est pas considérable ; s'il y avait complète normalisation des taux d'intérêt à long terme, cette marge de manœuvre serait de 1,3 point de PIB ;
- un défaut partiel (de 50% pour ramener le taux d'endettement public à 45% du PIB) sur la dette publique de la zone euro ferait disparaître 33% de fonds propres des banques, réduirait de 6% la richesse financière des ménages, et provoquerait des rétorsions de la part des non-résidents qui détiennent 51% de la dette publique de la zone euro ;
- le maintien de taux d'intérêt à long terme 2 points plus bas que la croissance nominale de la zone euro amènerait cette même réduction de 50% du taux d'endettement public de la zone euro en 25 années environ, ce qui est effectivement long.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

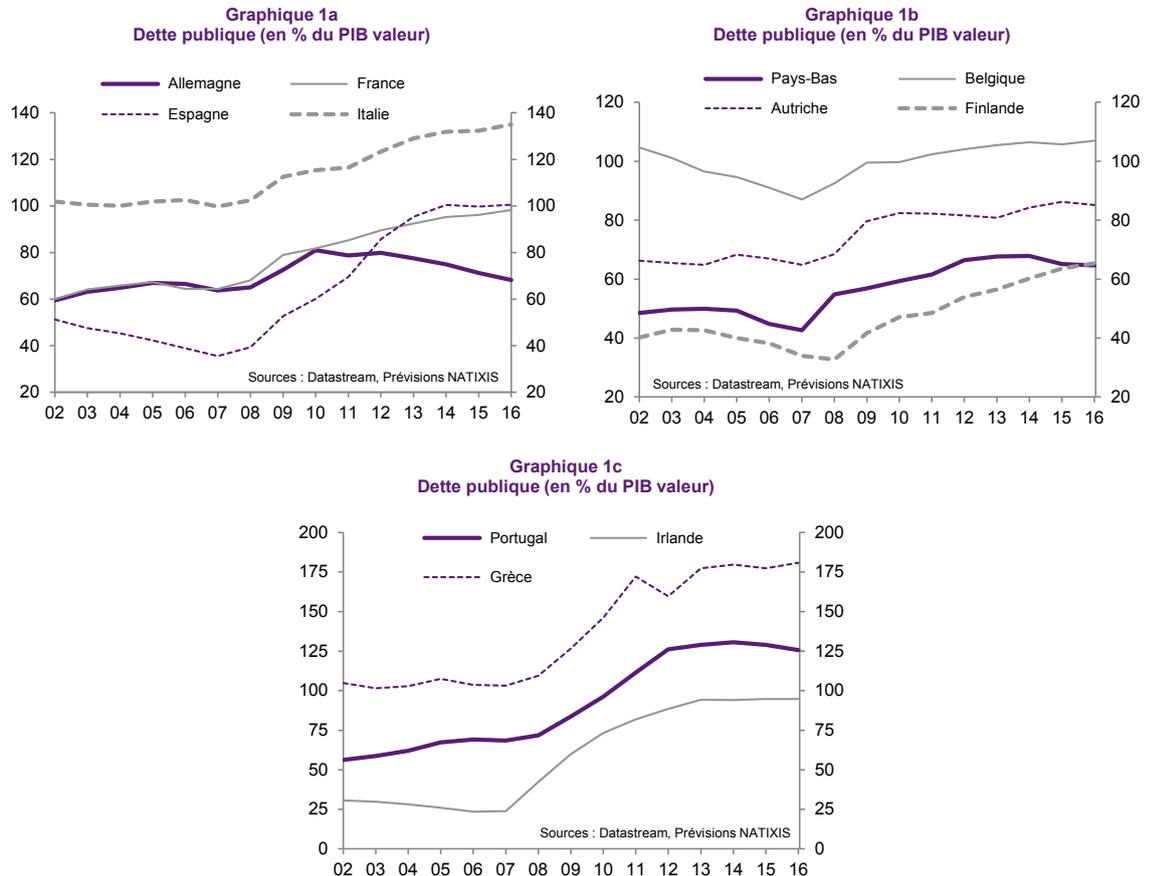
---

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

**BANQUE DE GRANDE CLIENTELE**  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

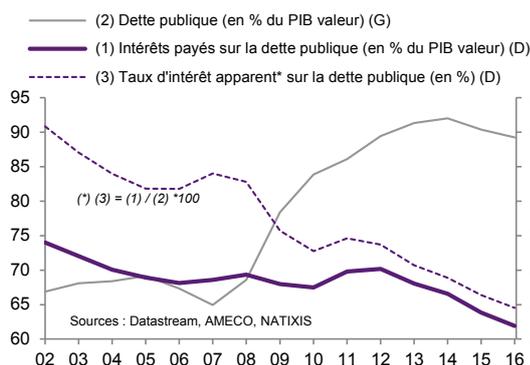
## L'argument en faveur d'une restructuration des dettes publiques de la zone euro

Certains économistes préconisent une restructuration (défaut partiel) des dettes publiques de la zone euro, particulièrement dans les pays à taux d'endettement public élevé (graphiques 1a/b/c) : Italie, Grèce, Portugal, mais aussi France, Espagne, Belgique et Irlande.

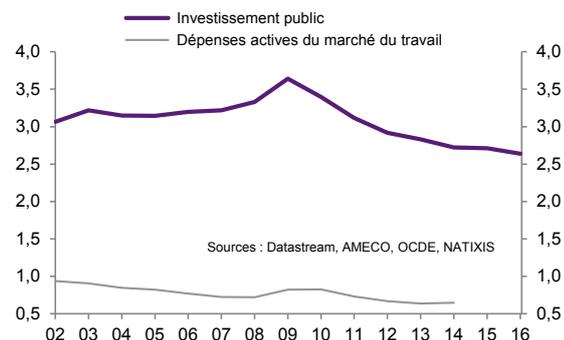


Ils pensent que le service de la dette (comme en Grèce) a un poids insupportable, et que **réduire l'endettement public permettrait**, en réduisant les intérêts sur la dette (graphique 2a), **d'accroître des dépenses publiques utiles** : investissements publics (graphique 2b), dépenses publiques de recherche, d'éducation (graphique 2c), de soutien aux entreprises innovantes, dépenses actives du marché (formation, graphique 2b).

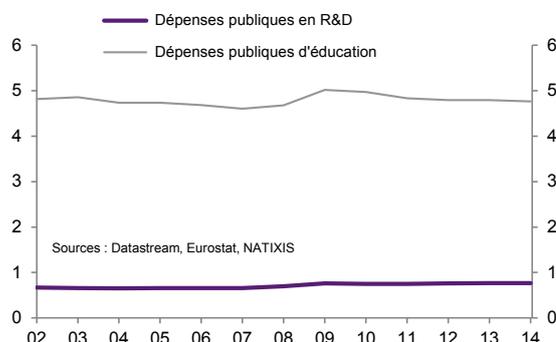
**Graphique 2a**  
Zone euro : intérêts payés et dette publique



**Graphique 2b**  
Zone euro : investissement public et dépenses actives du marché du travail (en % du PIB valeur)



**Graphique 2c**  
Zone euro : dépense publique en R&D et d'éducation (en % du PIB valeur)



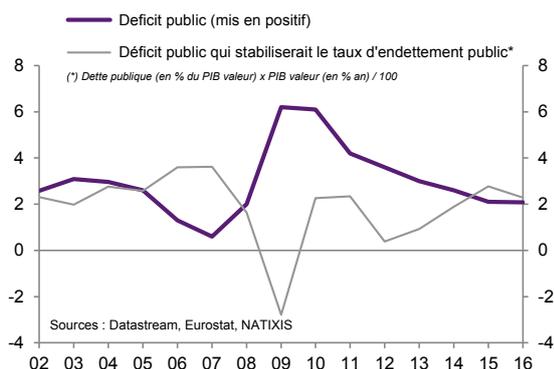
Mais nous pensons que cet argument n'est pas raisonnable.

## La marge de manœuvre qui serait donnée aux Etats serait assez faible

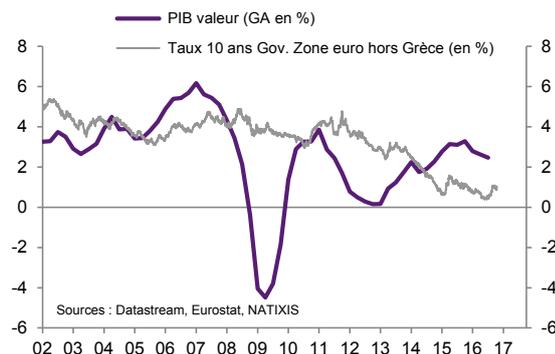
La zone euro prise dans son ensemble assure aujourd'hui (juste) sa solvabilité budgétaire (graphique 3). Supposons qu'une diminution de 50% du taux d'endettement public soit décidée, ramenant à 44% du PIB le taux d'endettement public de la zone euro (graphique 2a). Puisque la zone euro assure juste sa solvabilité budgétaire, le gain pour les Etats serait de la moitié des intérêts payés sur la dette (graphique 2a), soit 1,1 point de PIB en 2016, ce qui n'est pas considérable.

S'il y avait normalisation des taux d'intérêt à long terme (graphique 4), ce gain (toujours dans l'hypothèse d'une réduction de moitié de la dette publique) serait de 1,3 point de PIB.

**Graphique 3**  
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



**Graphique 4**  
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

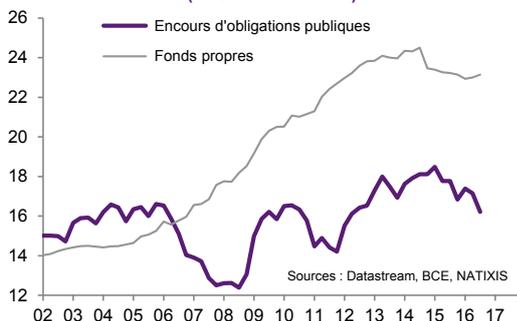


## Les coûts d'un défaut partiel sur les dettes publiques seraient considérables

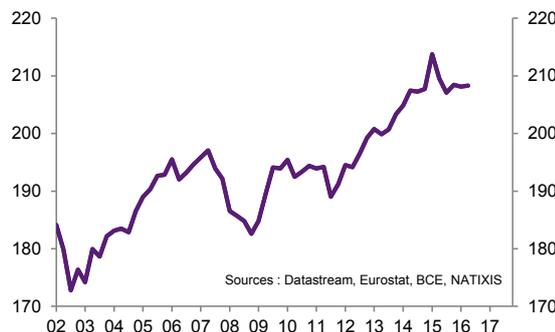
Pour gagner de 1,1 à 1,3 point de PIB de marge de manœuvre budgétaire, il faudrait, en gardant l'hypothèse d'une réduction de 50% du taux d'endettement public de la zone euro :

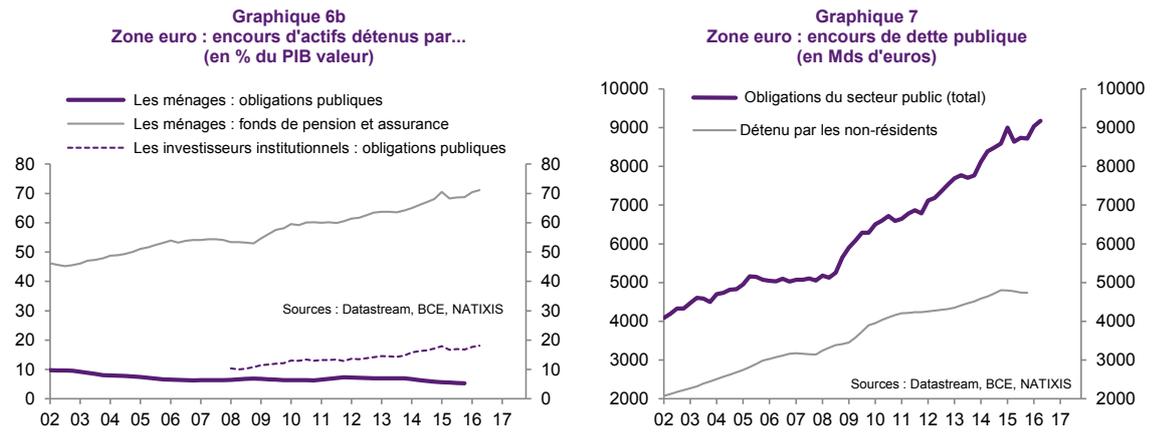
- (1) **Accepter que les banques de la zone euro fassent une perte de 8 points de PIB sur la dette publique qu'elles détiennent, ce qui représente 35% de leurs fonds propres (graphique 5).**
- (2) **Accepter que la richesse financière des ménages de la zone euro soit réduite de 6%, puisque les ménages de la zone euro, directement ou indirectement, détiennent 25 points de PIB de dette publique (graphiques 6a/b).**
- (3) **Accepter des rétorsions de la part des non-résidents, qui détiennent 51% de la dette publique de la zone euro (graphique 7).**

**Graphique 5**  
Zone euro : encours d'obligations publiques détenus par les banques et fonds propres des banques (en % du PIB valeur)



**Graphique 6a**  
Zone euro : richesse financière des ménages (en % du PIB valeur)



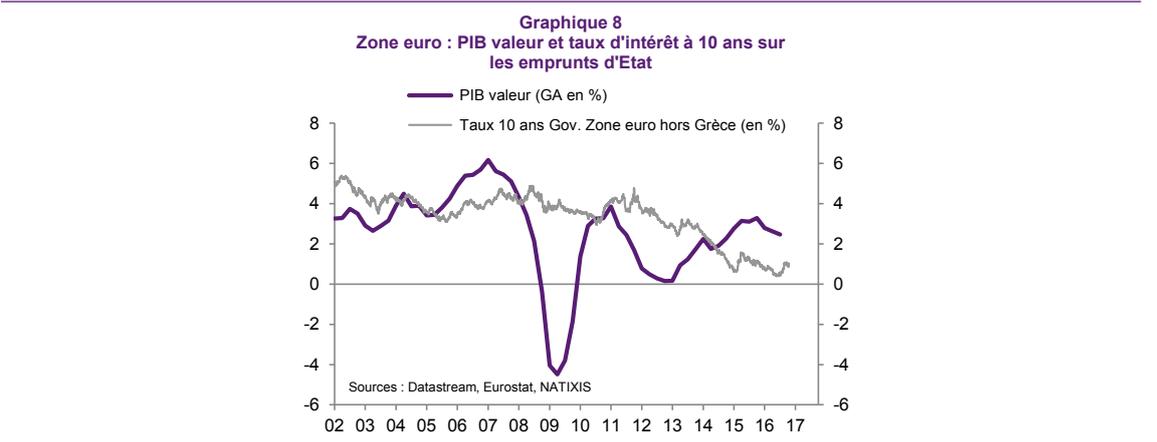


## Synthèse : ne vaudrait-il pas mieux utiliser la technique du « défaut lent » ?

Une restructuration brutale (de moitié dans nos calculs) des dettes publiques de la zone euro **donnerait aux gouvernements une marge de manœuvre pour augmenter les dépenses publiques utiles de 1,1 à 1,3 point de PIB**. Mais, pour obtenir cette marge de manœuvre qui n'est pas considérable, il faudrait :

- détruire 33% des fonds propres des banques ;
- détruire 6% de la richesse financière des ménages ;
- prendre le risque de rétorsions de la part des non-résidents

Ne serait-il pas alors plus sage de **continuer à utiliser le « défaut lent » que constituent les taux d'intérêt à long terme inférieurs à la croissance (graphique 8)**



**Au niveau actuel de l'écart entre croissance et taux d'intérêt, une réduction de moitié de la dette publique de la zone euro prendrait 27 années.**

## Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et 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. 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 conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter 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 a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière 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.**

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 susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers 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 supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 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'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR 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 est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

**JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.**

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>