

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La dette européenne : encore trop tôt pour s'inquiéter

Un choc économique pourrait néanmoins provoquer de la volatilité



La crise de la dette souveraine européenne qui s'est déclenchée en 2010 avait fait surgir les taux obligataires des économies plus endettées, soit le Portugal, l'Italie, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne (PIIGS), et avait remis en question l'existence de la zone euro. Depuis environ trois ans, les marchés financiers de ces économies se sont calmés. Toutefois, l'instabilité politique qui est survenue récemment en Italie a ravivé les préoccupations concernant la dette publique européenne. Par conséquent, les taux obligataires italiens et ceux des économies périphériques de la zone euro ont augmenté. L'union monétaire est-elle au précipice d'une deuxième crise de dette souveraine? Quels ont été les progrès depuis 2010?

La dette de la zone euro s'est généralement améliorée, mais pas de façon homogène

L'Italie est maintenant entre les mains d'un gouvernement eurosceptique qui s'est exprimé publiquement contre les politiques de l'Union européenne (UE). La coalition entre la Ligue du Nord et le Mouvement cinq étoiles s'est concrétisée, et Antonio Conte est devenu premier ministre avec les dirigeants des deux groupes comme vice-premiers ministres. Le gouvernement d'Antonio Conte propose entre autres une augmentation du déficit au-dessus de la limite permise par l'union monétaire, une réduction des taxes, une baisse de l'âge de la retraite et un revenu minimum garanti. De plus, sa position sur le statut de l'euro reste incertaine, alors que les deux parties ont tenu des propos en faveur d'une sortie de l'union monétaire, mais n'ont pas inclus cette question dans leur programme. Cette instabilité a ramené des craintes qu'une deuxième crise de la dette souveraine se réalise en Europe, alors que les pays les plus affectés, les PIIGS, sont encore fragiles.

Toutefois, si l'on se penche sur la zone euro dans son ensemble, le ratio de la dette publique brute a diminué depuis la crise de 2010. Elle est passée d'un sommet de près de 92 % du PIB en 2014 à un peu moins de 87 % en 2017. Cette tendance se maintient pour la majorité des pays de la zone euro. Cette amélioration doit tout de même être mise en contexte, puisqu'elle semble provenir majoritairement de la bonne performance de l'économie eurolandaise. En effet, la dette en zone euro a continué d'augmenter et le ratio a

diminué principalement en raison de la forte hausse du PIB. Le Fonds monétaire international (FMI) prévoit pour le moment une baisse du ratio de la dette durant les cinq prochaines années pour tous les pays de l'union monétaire, alors qu'il anticipe une amélioration des politiques budgétaires et une croissance économique vigoureuse. Si cela en venait à changer, l'évolution du ratio de la dette brute pourrait possiblement empirer, mais pour l'instant la situation ne semble pas très inquiétante.

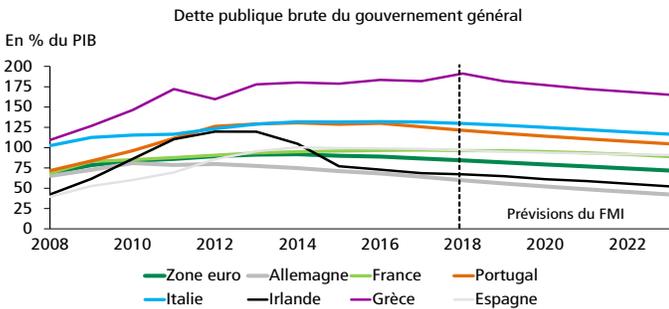
Il reste à noter que le portrait des finances publiques est très hétérogène en zone euro. Le ratio de la dette brute au PIB passe de 9 % en Estonie à 182 % en Grèce. À l'exception de l'Irlande, les PIIGS ont encore des niveaux excessivement élevés de dette souveraine dépassant pour la plupart 100 % du PIB (graphique 1 à la page 2). Il en va de même pour la responsabilité fiscale, alors que le solde budgétaire varie d'un déficit de 3 % du PIB à un surplus de 2 % selon les pays. Sous les règles de la zone euro, un pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB devrait maintenir un déficit ajusté au cycle économique de moins de 0,5 % du PIB potentiel. En 2017, seulement quatre des pays dépassant la limite du ratio de la dette respectaient cette règle. L'Italie, la France et l'Espagne étaient parmi les plus grands délinquants (graphique 2 à la page 2). Le FMI prévoit une amélioration du déficit structurel pour ces deux premiers. Ses prévisions reposent toutefois sur l'hypothèse que ces pays poursuivront leur resserrement budgétaire, ce qui paraît moins certain pour l'Italie avec le gouvernement récemment élu. Parmi les plus grands joueurs, les gouvernements de l'Allemagne et des

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Carine Bergevin-Chammah, économiste

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

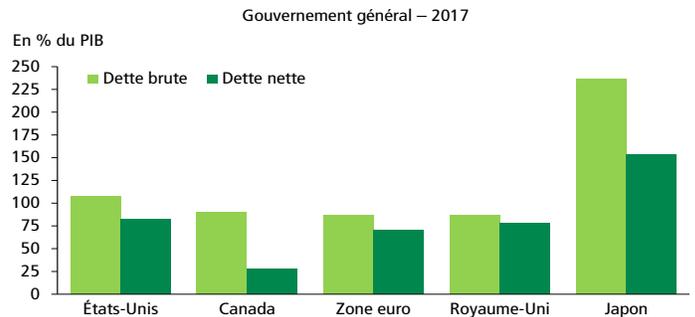
NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2018, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 1
La dette publique varie largement entre les pays de la zone euro



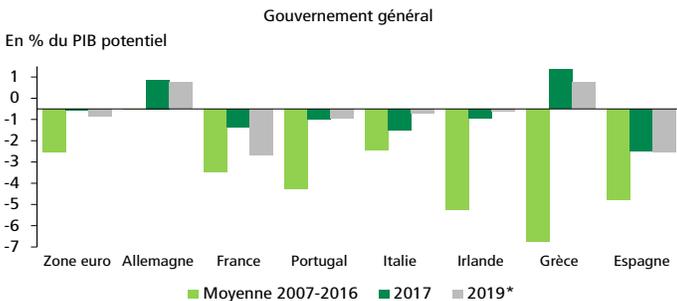
FMI : Fonds monétaire international
Sources : FMI et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3
La dette nette demeure semblable à la dette brute en zone euro, contrairement à d'autres



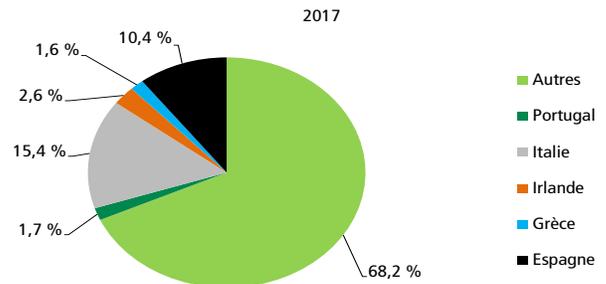
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Le déficit budgétaire structurel en Europe s'est amélioré, mais demeure trop élevé



* Prévisions du Fonds monétaire international.
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 4
Les PIIGS composent tout de même plus du tiers du PIB de la zone euro



PIIGS : Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Pays-Bas se démarquent en matière de responsabilité budgétaire. Leur ratio de la dette brute a chuté depuis la crise, d'un niveau déjà faible, et ils affichent maintenant un surplus budgétaire.

À l'international, la dette brute de la zone euro se place plutôt bien parmi les économies avancées. Le Japon détient une dette brute largement au-dessus de 200 % de son PIB et les États-Unis (108 %) seraient la seule économie avancée à voir sa dette augmenter en 2023 selon le FMI. Toutefois, si l'on considère les actifs gouvernementaux, on remarque que la dette de l'union monétaire, tout comme celle du Royaume-Uni, diminue moins que les autres économies avancées (graphique 3). Ainsi, sa dette nette demeure semblable à sa dette brute, contrairement au Canada, par exemple, qui voit sa position améliorée significativement avec une dette passant de 90 % en brute à 28 % en nette.

Dans un contexte où la situation générale de la zone euro s'est embellie, il est tout de même intéressant de se pencher sur l'évolution des pays au centre de la crise de 2010. L'Italie et l'Espagne représentent des joueurs assez importants au sein de l'union monétaire et combinée aux autres PIIGS, leur PIB équivalait

au tiers de celui de la zone euro (graphique 4). Ainsi, lorsque ces pays éprouvent des difficultés, le reste de la zone euro en est fragilisé.

L'Irlande se détache du lot

La crise économique et financière de 2008-2009 a rapidement amené l'Irlande dans le gouffre de la dette, alors que cette dernière passait de 24 % du PIB en 2007 à 120 % en 2012. La situation s'est toutefois rapidement améliorée dans le pays. Contrairement aux autres pays touchés par la crise de 2010, son ratio de la dette brute a diminué à un niveau plus soutenable, soit à moins de 70 % du PIB en 2017. Cette amélioration provient en grande partie de la croissance économique inhabituellement élevée connue en 2015, alors que le PIB réel avait augmenté de 26 %. La croissance est depuis revenue à des niveaux plus normaux, mais elle demeure vigoureuse. La dette a quand même diminué en terme absolu. La hausse des revenus et la baisse des taux d'intérêt sont les principales causes de l'amélioration de l'état financier de l'Irlande. Ceci lui a permis de réduire significativement ses dépenses liées au service de la dette. Les autres catégories de dépenses sont toutefois restées plutôt stables depuis 2012.

La Grèce présente une amélioration, mais est encore loin d'un portrait sain

La Grèce est un autre pays qui a fait preuve d'une nette amélioration de ses finances publiques. Malgré un ratio de la dette toujours à un niveau inquiétant, on remarque que le solde budgétaire du gouvernement général est maintenant positif. Le pays a réussi à augmenter ses revenus et à diminuer ses dépenses, malgré une croissance économique négative. Les meilleures perspectives économiques pour la Grèce pourraient lui permettre de réduire le poids de sa dette, si elle ne cède pas à la tentation de renverser ses coupes budgétaires. Toutefois, les revenus proviennent majoritairement des taxes à la consommation plutôt que des impôts sur le revenu et des sociétés, ce qui pourrait brimer le pouvoir d'achat des plus pauvres et inciter l'évasion fiscale ainsi que le recours au marché informel. Le FMI soulève d'ailleurs ce problème dans son dernier rapport sur le pays, alors qu'elle suggère de diminuer les taxes à la consommation et d'éliminer les exemptions trop généreuses des impôts sur le revenu personnel¹.

La forte croissance économique a aidé l'Espagne

L'Espagne a été gravement touchée par la crise de 2008-2009, alors que sa croissance économique s'est contractée et que son taux de chômage a augmenté en flèche, passant de 8 % à plus de 24 %. Les conséquences se sont immédiatement fait sentir sur les finances du gouvernement espagnol. Son solde budgétaire est passé du positif à un creux de -11 % du PIB et sa dette brute a triplé pour atteindre un sommet de 100 % du PIB en 2014. Ces dernières années, l'Espagne a réussi à stabiliser ses finances publiques. Ses dépenses budgétaires ont diminué et son déficit a fait de même. Malgré une dette brute (98 %) et un déficit (3 %) encore élevés, ils affichent un progrès marqué. Les scandales politiques des dernières semaines en Espagne n'ont pas eu le même effet qu'en Italie, puisque le parti qui remplace le gouvernement de Mariano Rajoy est pro-européen et beaucoup plus modéré, contrairement aux nouveaux dirigeants italiens. Si la tendance se poursuit, l'Espagne ne devrait plus être une source d'inquiétude. Cela dit, pendant trois années consécutives, sa croissance économique annuelle se retrouvait au-dessus de 3 %, ce qui a soutenu la baisse du ratio de la dette. Un ralentissement économique pourrait compliquer les progrès accomplis.

Le Portugal commence à se montrer plus responsable

Pendant plusieurs années, le Portugal a fait des excès de dépenses entretenant un déficit entre 3 % et 11 % du PIB, ce qui l'a amené à accumuler une lourde dette. Le budget du gouvernement s'est cependant nettement amélioré depuis les deux dernières années, aidé par la réduction des dépenses et par les conditions économiques favorables. Ceci a également permis au ratio de la dette brute de diminuer. Il demeure cependant très élevé à 125 % du PIB en 2017. Cette bonne conduite budgétaire

est plutôt récente au Portugal et il est encore trop tôt pour savoir si elle se poursuivra.

La dette italienne : un problème de près de 40 ans

L'Italie est la troisième plus grande économie de la zone euro, mais aussi la plus endettée avec une dette publique brute d'environ 2 250 G€ en 2017. En termes de comparaison, la dette de la Grèce, qui a suscité de grandes craintes durant la crise, était à 320 G€ en 2017. Par rapport au PIB, la dette italienne (131 %) se place quand même deuxième dans la zone euro après la Grèce (182 %). Le problème d'endettement de l'Italie n'est toutefois pas récent. Il date en fait des années 1980, lorsque la banque centrale devait imposer un très haut taux d'intérêt pour maintenir la lire stable par rapport au mark allemand dans le cadre du système monétaire européen, l'ancêtre de la zone euro. Depuis cette époque, la dette italienne est demeurée généralement au-dessus de 100 % du PIB, et ce, malgré que le déficit budgétaire depuis 1990 ait été semblable à celui de l'Espagne qui est moins endettée. De plus, si l'on soustrait les paiements d'intérêt du budget, l'Italie se retrouve avec un surplus budgétaire. Ainsi, un des problèmes semble être le poids du service de la dette. À cela s'ajoute une économie qui ne s'est jamais complètement remise de la récession de 2008, alors que le PIB italien n'a pas encore rattrapé son niveau d'avant-crise.

Les propositions du gouvernement actuel risquent d'empirer l'ampleur de la dette. L'institut Bruegel² estime qu'elles pourraient coûter jusqu'à 126 G€, soit 7 % du PIB. Une sortie italienne de l'union monétaire, un *Italexit*, signifierait possiblement la fin de l'euro et un défaut italien. Il serait assez étonnant que la totalité des promesses soit appliquée, mais le gouvernement pose tout de même un risque à l'assainissement des finances publiques italiennes et à la stabilité du continent européen.

Des effets qui pourraient peut-être se propager

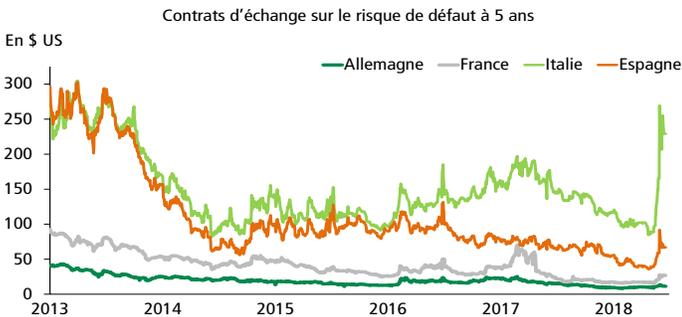
L'inquiétude liée aux enjeux politiques italiens semble s'être partiellement transmise chez d'autres PIIGS, alors que certains ont également vu leurs taux obligataires augmenter par rapport aux taux allemands considérés sans risque. De plus, les contrats d'échange sur le risque de défaut (CDS) en Italie et en Espagne ont augmenté à la suite des nouvelles sur la politique en Italie (graphique 5 à la page 4). Les CDS italiens ont même rejoint leur niveau de 2013, soit ce qui prévalait vers la fin de la crise, mais demeurent loin du sommet atteint. Ceci indique que les marchés ne s'inquiètent que modérément d'un possible défaut souverain.

Malgré que les banques en Italie soient les plus exposées à la dette publique italienne, avec environ 45 % des titres en leur possession en février 2018, les banques françaises et espagnoles sont également à risque d'un défaut de l'Italie. Selon les données de la Banque des règlements internationaux,

¹ [Greece : 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Greece](#), International Monetary Fund, IMF Country Report No. 17/40, 7 février 2017, 92 p.

² Silvia MERLER et collab., [How worried should we be about an Italian debt crisis?](#), The Bruegel Newsletter, 28 mai 2018.

GRAPHIQUE 5
Les enjeux politiques en Italie ont également affecté l'Espagne

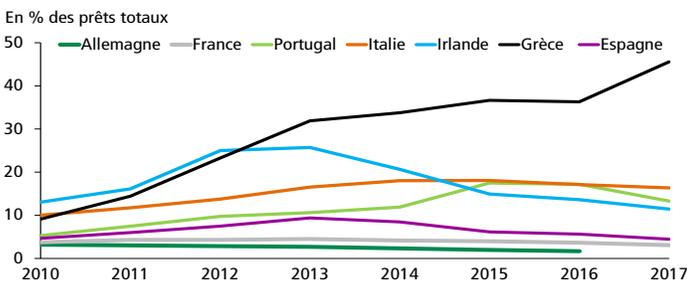


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

les institutions financières en France détenaient près de 55 G€ de dette souveraine italienne en 2017, soit leur deuxième plus grande détention de titres obligataires étrangers après ceux des États-Unis. La Banque centrale européenne (BCE) est également vulnérable à un défaut italien, puisque la part de la dette italienne des titres souverains détenus par la BCE est passée d'environ 4 % en 2010 à 17 %.

Ainsi, un défaut de l'Italie pourrait perturber les marchés financiers dans le reste de l'Europe. L'effet en serait amplifié par l'exposition des institutions financières européennes à celles de l'Italie, qui sont affaiblies par leur haut niveau de prêts non performants (graphique 6). Un défaut sur la dette italienne affecterait le système financier italien déjà fragile et pourrait se propager dans le reste de l'Europe. L'importance économique de l'Italie au sein de la zone euro, l'ampleur de sa dette brute et son interconnectivité avec le système financier européen rendent le pays en quelque sorte *too big to fail*.

GRAPHIQUE 6
Les banques italiennes et grecques ont encore un haut niveau de prêts non performants



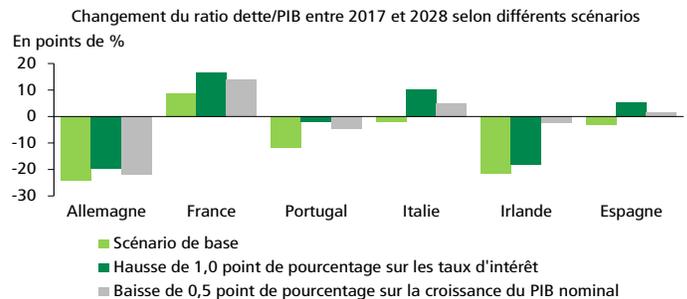
* Les données pour l'Allemagne terminent en 2016.
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Et s'il y avait un choc imprévu?

Il va sans dire que si les conditions économiques restaient favorables, la dette souveraine de la zone euro pourrait s'améliorer. Au contraire, s'il y avait une hausse marquée

des taux d'intérêt ou si la croissance économique était plus faible que prévu, il pourrait y avoir un arrêt ou même un revirement des progrès accomplis en matière de réduction de la dette. Notamment, une étude réalisée par la Commission européenne (CE)³ conclut que la France, l'Italie et l'Espagne seraient particulièrement affectées par des conditions défavorables (graphique 7). L'Irlande et le Portugal parviendraient tout de même à améliorer leur position. Dans un contexte de diminution possible des achats de titres de la BCE, de taux obligataires qui augmentent internationalement et de résurgence des risques économiques baissiers, il est important de tenir compte des différents scénarios possibles.

GRAPHIQUE 7
Un choc économique défavorable affecterait principalement la dette publique de la France, de l'Espagne et de l'Italie*



* Résultats d'une simulation produite par la Commission européenne.
Sources : Commission européenne et Desjardins, Études économiques

Conclusion

En général, la dette de la zone euro s'est beaucoup améliorée depuis la crise de 2010 et bien que certains des pays plus affectés soient encore très endettés, ceux-ci semblent être sur la bonne voie. L'étude de la CE, mentionnée précédemment, montre en effet que la majorité des pays de la zone euro verrait une diminution de la dette s'ils ne faisaient aucun changement à leurs politiques budgétaires actuelles. La France est toutefois une des exceptions. Les réformes proposées par Emmanuel Macron devraient néanmoins permettre un assainissement des finances publiques. Ainsi, le risque le plus important à la stabilité de l'union monétaire demeure le nouveau gouvernement italien. Il faudra attendre de voir si son programme sera bel et bien appliqué avant de s'inquiéter d'une réelle crise de la dette souveraine européenne. Une sortie de l'Italie est encore peu probable, mais ce pays risque tout de même une confrontation avec les politiques de Bruxelles.

Carine Bergevin-Chammah, économiste

³ *Debt Sustainability Monitor 2017*, European Commission, *Economic and Financial Affairs*, Institutional Paper 071, 26 janvier 2018, 256 p.