

## Irlande : les bonnes nouvelles s'accumulent malgré un endettement très élevé

TRISTAN PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

### Points clés

### 1 L'Irlande tourne la page de l'aide internationale

L'Irlande est sortie officiellement, dimanche 15 décembre, du plan d'aide de 85 Mds € (majoritairement apportés par ses partenaires européens et le FMI) déployé pour elle en novembre 2010. Cette décision fait suite à la récupération progressive par le pays, depuis mi-2012, de son accès aux marchés internationaux de capitaux. Avec l'accord de ses bailleurs de fonds, l'Irlande a aussi choisi de ne pas requérir de ligne de crédit de précaution du MES\*, devenant ainsi le premier des pays ayant bénéficié d'un plan d'aide durant la crise\*\* à s'affranchir de la tutelle internationale. Ce renoncement à une aide supplémentaire a suscité de nombreux doutes chez les observateurs, mais avait une importance politique considérable, tant pour le pays que pour ses partenaires.

L'Europe peut ainsi, en effet, afficher au moins un début de *success story* concernant la façon dont elle a assisté l'un de ses membres. S'il est vrai que la crise financière irlandaise (essentiellement bancaire) a été d'une nature très différente de celles subies, par exemple, par la Grèce ou le Portugal, le cas irlandais peut néanmoins être présenté comme exemplaire au moins à deux titres.

“ L'Europe peut ainsi afficher au moins un début de *success story* pour un de ses plans d'aide ”

Tout d'abord, la population irlandaise a accepté, sans troubles sociaux majeurs, d'importants sacrifices avant même, puis en contrepartie de l'aide internationale. D'autre part, l'économie irlandaise, par sa flexibilité, répond déjà à certains des standards vers lesquels la Commission Européenne, le FMI, la BCE, ou encore l'Allemagne, souhaiteraient voir d'autres pays européens évoluer.

- L'Irlande est sortie du plan d'aide de l'Union Européenne et du FMI en choisissant de ne pas requérir de ligne de crédit de précaution du MES.
- Le pays a été un bon élève de ses bailleurs de fonds internationaux.
- Le PIB a nettement rebondi au cours des deux derniers trimestres.
- La croissance n'est plus tirée que par les exportations, la demande interne progresse.
- Le gouvernement envisage un surplus primaire en 2014.
- Le marché de l'emploi et même l'immobilier donnent des signes d'amélioration.
- La dette publique et privée reste très élevée.
- Le système bancaire est toujours fragile.
- Les perspectives sont devenues plus favorables, une évolution déjà intégrée dans les rendements obligataires.

### 2 Des signes tangibles d'amélioration économique

À la sortie du plan d'aide se sont ajoutées, jeudi 19 décembre, d'heureuses surprises macroéconomiques. D'une part, la croissance du PIB au 3ème trimestre a été de +1,5% (soit nettement plus que les +0,6% attendus). D'autre part, le chiffre du 2ème trimestre a été révisé en forte hausse à +1%, au lieu de +0,4% annoncé préalablement), portant la croissance sur 12 mois à +1,7% et le rebond total, depuis le plus bas de fin 2009, à 4%.

Après avoir subi un décrochage maximum de son PIB (-12% entre fin 2007 et fin 2009) supérieur à celui qu'ont connu le Portugal, l'Espagne et l'Italie, l'Irlande a donc su rebondir beaucoup plus fortement. Si le rattrapage du niveau pré-crise est encore loin, rappelons que le pays reste tout de même, en termes de PIB par habitant (environ 35 000 €), plus riche que l'Allemagne (environ 33 000 €) ou la France (environ 31 000 €) et à peu près autant que les Pays-Bas.

De plus, plusieurs éléments incitent à penser que l'embellie conjoncturelle devrait durer en 2014.

\*Irlande, Portugal, Grèce, Chypre, liste à laquelle s'ajoute Espagne pour son seul système bancaire.

**Tout d'abord, la croissance devient plus équilibrée** : alors que le redressement devait beaucoup, au cours des dernières années, aux exportations (en hausse de 15% depuis leur point bas du 3ème trimestre 2009), les deux derniers trimestres ont vu un rebond de la demande interne, qu'il s'agisse de la consommation (+1,5% en cumulé), des importations (+3,2%) ou, de façon encore plus marquée, de l'investissement (+12,3% en cumulé).

De plus, rappelons que si l'expansion des exportations irlandaises dépendra largement de la situation dans l'ensemble de la zone euro, le pays est également fortement exposé à la conjoncture du Royaume-Uni et des Etats-Unis, deux zones où la croissance est aujourd'hui plus forte qu'en Europe continentale.

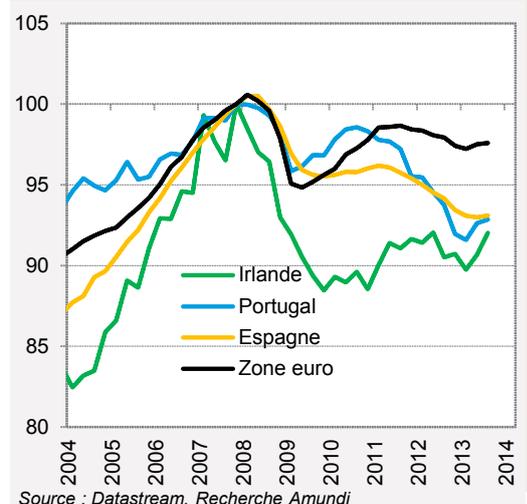
“ *La demande interne a progressé au cours des deux derniers trimestres* ”

**Ensuite, l'amélioration de la position budgétaire** (le déficit structurel est passé de -8,3% du PIB en 2010 à -5,1% en 2013) permet au gouvernement d'envisager un surplus primaire dès 2014 (pour la première fois depuis 2007), et de ralentir le rythme de l'ajustement : après 2,1 points de pourcentage (pp) de PIB en 2013, le resserrement ne devrait être que de 1,8pp en 2014 (dont près des deux tiers sous formes de nouvelles réductions de dépenses publiques, le solde étant constitué de revenus supplémentaires). Rappelons à ce sujet que les concessions obtenues par l'Irlande en 2013 auprès de ses partenaires de la zone euro (restructuration de la dette contractée par le pays auprès de sa propre banque centrale pour sauver son système bancaire, étalement des remboursements des prêts européens) ont permis de soulager largement les comptes publics. Si la reprise se poursuit à son rythme actuel, le ratio dette publique / PIB devrait refluer à partir de 2014 après avoir atteint son pic en 2013 (124%).

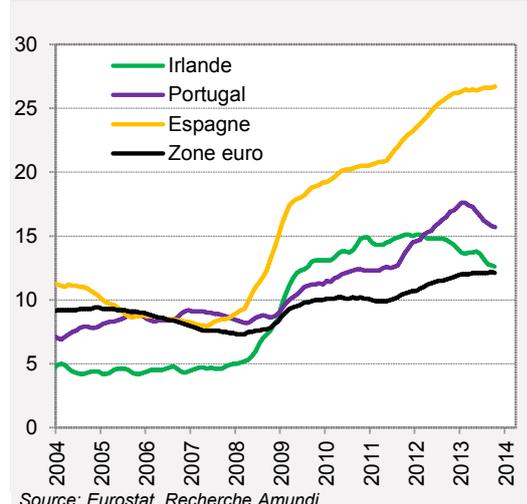
**Du côté du marché de l'emploi, l'amélioration est également tangible** : après être passé de 5%, fin 2007, à un plus haut de 15,1% début 2012 (en données Eurostat), le taux de chômage a baissé de façon régulière au cours des deux dernières années pour tomber à 12,6% en octobre 2013. Le taux de participation tend, lui aussi, à remonter. Il est vrai, toutefois, qu'une partie de cette amélioration tient à une forte émigration (le solde migratoire a été de -0.8% de la population en 2012, soit le plus fort taux de l'Union européenne, et le chiffre de 2013 sera probablement du même ordre).

**Même l'immobilier, facteur central de la crise, donne quelques signes de stabilisation** : après une chute de plus de 50% depuis le 3ème trimestre 2007, les prix des logements ont rebondi de 2,3% au 2ème trimestre 2013, un mouvement toutefois encore trop timide (et trop concentré géographiquement à Dublin) pour pouvoir conclure à une embellie durable. Néanmoins, pour l'heure, l'effet de confiance négatif lié à la valeur du patrimoine immobilier, préjudiciable à la consommation des ménages, paraît stabilisé.

Evolution du PIB, base 100 au T4 2007



Taux de chômage (normes Eurostat)



### 3 L'endettement public et privé reste très élevé

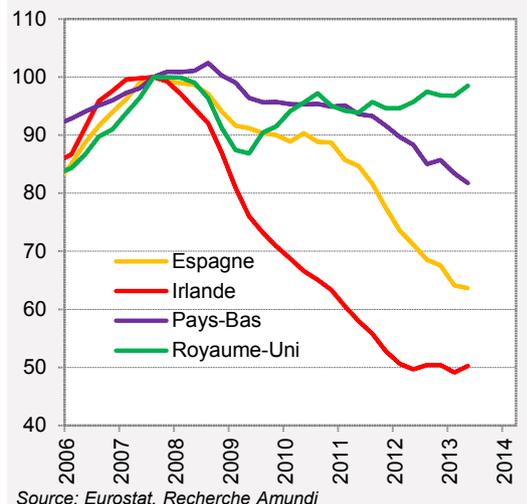
**Les principaux défis à relever sont liés au stock résiduel de dettes privées et publiques et à l'état du secteur bancaire.** Représentant près de 110% du PIB, la dette des ménages est la plus élevée de la zone euro après celle des Pays-Bas et de Chypre.

Si la proportion élevée de prêts immobiliers à taux variables a amélioré sa soutenabilité (les remboursements représentent un peu plus de 6% du revenu disponible, contre plus de 10% en 2008), les prêts hypothécaires non performants représentent tout de même près de 20% du total.

“ *La dette des ménages est la plus élevée de la zone euro après celle des Pays-Bas et de Chypre* ”

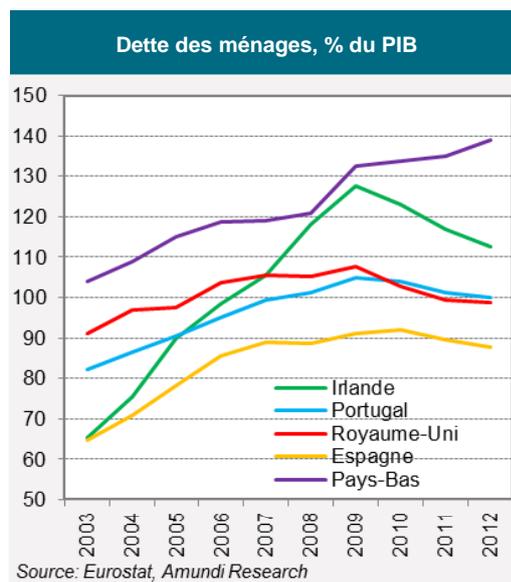
Alors qu'elles pourraient avoir à consolider leurs bilans dans le contexte de l'Asset Quality Review mené par la BCE courant 2014, les banques continueront probablement d'avoir du mal, au cours des prochains trimestres, à ouvrir davantage les vannes du crédit aux entreprises locales. Or, si les grands groupes internationaux, très présents au sein de l'économie du pays, ont accès à d'autres financements que ceux octroyés par le système bancaire local, c'est nettement moins le cas des entreprises de taille plus modestes. Au total, le financement bancaire local des entreprises non financières représente tout de même plus de 50% du PIB (soit environ un quart de la dette totale des entreprises).

Prix nominaux des logements (base 100 au T3 2007)



	Irlande	Zone euro	Portugal	Espagne
PIB 2012, Mds €	164	9483	165	1029
PIB par habitant, 2012	35700	28500	15600	22300
PIB (base 100 pic pré-crise) : point bas	88,5	96,6	91,6	92,5
PIB (base 100 pic pré-crise) : T3 2013	92	97	92,8	92,6
Croissance 4 derniers trimestres	1,7%	-0,4%	-1%	-1,1%
Déficit budgétaire structurel (plus bas lors de la crise)	-11.9 (2008)	-4.7 (2009)	-9.2 (2009)	-9.3 (2009)
Déficit budgétaire structurel prévu 2013	-5,1	-1,4	-3,4	-4,9
Dettes publiques 2007	24,9	66,5	68,4	36,3
Dettes publiques prévues 2013	123,3	95,7	123,6	85,9
Taux de chômage fin 2007	5	7,4	8,5	8,8
Taux de chômage oct 2013	12,6	12,1	15,7	26,7
Solde courant 2007	-5,3	0,4	-10,1	-10
Solde courant prévu 2013	2,3	2,3	0,9	1,4

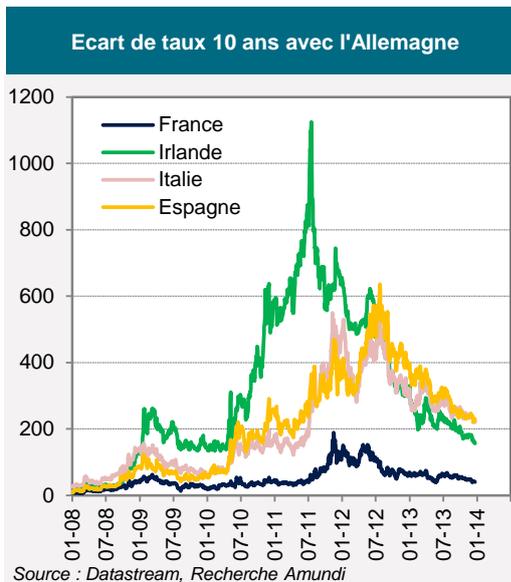
Source : Eurostat, FMI



## Conclusion : des progrès indéniables, mais déjà intégrés par les marchés

Malgré ce problème bancaire désormais contenu, mais pas encore résolu, 2013 restera sans doute comme un tournant important dans la reconstruction de l'économie irlandaise post-crise. Il est évidemment peu probable que le pays revienne rapidement à un rythme de croissance et à un taux de chômage similaires à ceux du début des années 2000. Néanmoins, dans l'ensemble, la combinaison d'une économie flexible, de mesures énergiques de restructuration et d'une aide efficace des partenaires européens a, dès à présent, permis un rétablissement plus rapide que ce qui aurait pu être anticipé il y a encore quelques trimestres.

**Ces progrès semblent, toutefois, déjà intégrés par les marchés, les rendements obligataires irlandais étant désormais très bas.** Depuis la mise en place du plan de sauvetage, le *spread* avec l'Allemagne n'a cessé de baisser et est même passé nettement sous celui de l'Espagne et de l'Italie : environ 160 pb de *spread* 10 ans pour l'Irlande contre 220 pb pour l'Espagne et de l'Italie. Les marchés obligataires nous semblent trop optimistes en ce qui concerne l'Irlande, nos modèles indiquant une valeur d'équilibre de l'écart de taux 10 ans avec l'Allemagne aux alentours de 300 pb. En effet, si l'amélioration conjoncturelle irlandaise est indéniable, la dette publique est et restera pendant de nombreuses années très importante par rapport à la taille de l'économie.



	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB en volume, variation annuelle	3,7	4,2	6,1	5,5	5,0	-2,2	-6,4	-1,1	2,2	0,2	0,6	1,8	2,5	2,5	2,5	2,5
Recettes publiques*	33,6	35,0	35,5	37,3	36,7	35,4	34,5	34,9	34,1	34,5	35,2	35,2	35,0	34,8	34,5	34,4
Dépenses publiques*	33,2	33,6	33,9	34,4	36,7	42,7	48,3	65,4	47,2	42,1	42,8	40,2	37,9	37,3	36,5	36,1
Solde budgétaire structurel**	-0,2	-1,2	-2,6	-4,2	-8,7	-11,9	-9,9	-8,3	-7,0	-5,9	-5,1	-3,6	-2,2	-2,1	-2,0	-2,0
Dettes publiques brute*	31,0	29,4	27,2	24,6	24,9	44,2	64,4	91,2	104,1	117,4	123,3	121,0	118,3	116,2	113,6	109,8
Balance courante*	0,0	-0,6	-3,5	-3,6	-5,3	-5,6	-2,3	1,1	1,2	4,4	2,3	3,1	3,1	3,3	3,5	3,5

Source : FMI (prévisions pour 2013-2018) \* % du PIB \* % du PIB potentiel

# Cross asset investment strategy

Recherche, Stratégie et Analyse

spécial  
focus

## Correspondants

### **Rédacteur en chef**

Philippe Ithurbide - Directeur Recherche, Stratégie et Analyse - Paris  
+33 1 76 33 46 57

### **Contributeurs**

Tristan Perrier - Stratégie et Recherche Économique – Paris

### **Support**

Pia Berger – Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l' Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 «MIF», les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l' offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l' Ordonnance sur les placements collectifs du 22 Novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 Novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l' Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d' « investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d' achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n' accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l' utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l' accord écrit préalable d' Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d' enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis.

Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d' un droit d' accès, de rectification ou d' opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l' adresse suivante : [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

Amundi, Société anonyme au capital de 596 262 615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l' AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)