

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

2 juillet 2012 – N° 465

Le sauvetage à court terme de la zone euro n'apporte pas la solution aux problèmes de long terme de la zone euro

Les pays de la zone euro, les autorités européennes parviennent à sauver la zone euro à court terme, à éviter les aggravations irréversibles de la crise. Ceci se fait avec des prêts et des achats de la BCE, avec des prêts et des investissements de l'EFSF-ESM. Il est probable qu'aujourd'hui encore la faillite complète de la Grèce, des banques espagnoles, des Etats avec des taux d'intérêt qui deviendraient trop élevés, sera évitée ; que la vitesse exigée de réduction des déficits publics sera ralentie.

Mais ces sauvetages répétés à court terme, qui évitent que la crise ne devienne dramatique, ne résolvent pas les problèmes de moyen terme :

- *poursuite de la dégradation des économies, avec les spirales dépressives qui se sont installées et qui empêchent l'amélioration des finances publiques ;*
- *absence de créations d'emplois nouveaux pour remplacer les emplois détruits (avec l'explosion des bulles immobilières, la chute de l'activité de construction, la chute des exportations) ;*
- *existence dans certains pays d'une dette privée énorme qui n'est plus validée par la présence d'actifs de taille correspondante, avec la chute des prix des actifs (en particulier immobiliers) ;*
- *incapacité à rétablir l'équilibre des balances courantes dans les pays où la taille de l'industrie est trop petite.*

Lorsque les investisseurs se concentrent sur les sauvetages de court terme, les marchés financiers s'améliorent ; puis quand ils reviennent sur les difficultés de long terme, les marchés financiers se redégradent.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

Les Européens parviennent à éviter les catastrophes à court terme

Les Européens parviennent à **éviter les évolutions dramatiques et irréversibles de la crise de la zone euro** ; dans la période présente, ceci implique probablement :

- **d'éviter un défaut global de la Grèce sur le reste de sa dette**, qui est essentiellement détenue par des investisseurs publics (**tableau 1**), en continuant les versements prévus par le plan d'aide (**tableau 2**) ;

Tableau 1
Exposition des institutions internationales à la dette grecque

Déboursé	mds €
Union Européenne (prêts bilatéraux)	52,9
FMI (1er plan)	20,1
EFSF :	108,6
- Titres à court terme	30,4
- Intérêts courus	4,8
- Collatéral BCE	35,0
- Recapitalisation des banques	25,0
- Second plan	13,4
BCE (SMP) - estimation	56,0
TARGET 2	98,0
Total	335,6

Sources : FMI, Commission Européenne, EFSF, Natixis

Tableau 2

Plan d'aide à la Grèce

	Dates	Montant prévu	Répartition	Montant déboursé
Plan 1	Mai 2010 à déc. 2011	110	80 UE 30 FMI	73
Plan 2	Mars 2012 à 2015	130	102 EFSF/FESM 28 FMI	

Plans

	Dates	Montant (milliards euros)	Répartition
Plan 1	Mai-2010 à Déc-2011	73	50 UE 30 FMI
Plan 2	mars-12	130	102 EFSF/FESM 28 FMI

Paiements effectués

Dates	Montant (milliards euros)	Répartition
mai-10	20	14,5 UE 5,5 FMI
sept-10	9,1	6,5 UE 2,6 FMI
dec-10 à jan-11	9	6,5 UE 2,5 FMI
mars-11	15	10,9 UE 4,1 FMI
juil-11	11,9	8,7 UE 3,2 FMI
déc-11	8	5,8 UE 2,2 FMI

Total 73
Total UE 52,9
Total FMI 20,1

Sources : NATIXIS

- **d'éviter une panique bancaire en Espagne**, en raison de la taille des besoins de fonds propres des banques espagnoles (**tableau 3**), ce qui sera probablement fait par une injection de fonds propres, directement a priori, par l'EFSF-ESM ;

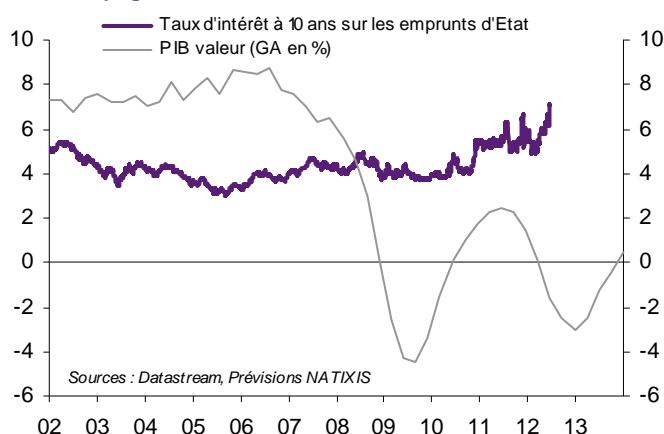
Tableau 3
Espagne
Réforme financière phase II

	Encours	Taux de couverture actuel	Provisions actuelles	Taux de couverture additionnel	Provisions additionnelles	Buffer de capital	Buffer capital	Taux de couverture au 31/12/2012	Provisions totales au 31/12/2012	Provisions & capital à constituer
	mds €	%	mds €	%	mds €	%	mds €	%	mds €	mds €
Actifs immobiliers problématiques										
Terrain	73,0	31%	22,6	29%	21,2	20%	14,6	80%	58,4	35,8
Promotions en cours	15,0	27%	4,1	23%	3,5	15%	2,3	65%	9,8	5,7
Promotions terminées et logements	87,0	25%	21,8	10%	8,7	0%	0,0	35%	30,5	8,7
Autres / reste	9,0	31%	2,8	29%	2,6	20%	1,8	80%	7,2	4,4
total I	184,0	28%	51,2	20%	35,9	10%	18,7	58%	105,8	54,6
Actifs immobiliers non-problématiques										
Terrain	25,0	7%	1,8	45%	11,3	0%	0,0	52%	13,0	11,3
Promotions en cours	16,0	7%	1,1	22%	3,5	0%	0,0	29%	4,6	3,5
Promotions terminées et logements	61,0	7%	4,3	7%	4,3	0%	0,0	14%	8,5	4,3
Garantie perso, 2ème hypothèque	18,0	7%	1,3	45%	8,1	0%	0,0	52%	9,4	8,1
Autres	3,0	7%	0,2	22%	0,7	0%	0,0	29%	0,9	0,7
Total II	123,0	7%	8,6	23%	27,8	0%	0,0	30%	36,4	27,8
Total I + II	307,0	19%	59,8	21%	63,7	6%	18,7	46%	142,2	82,4

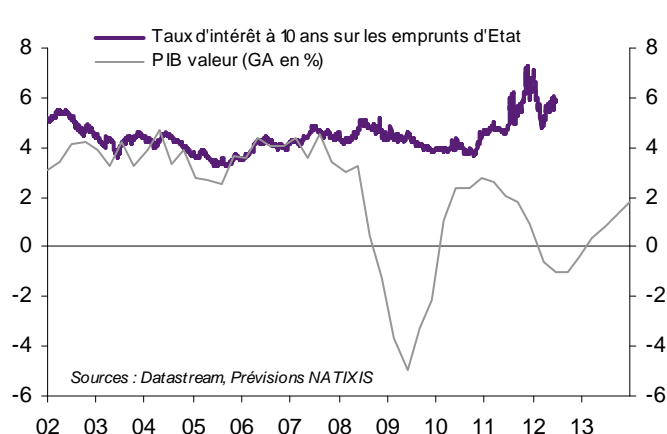
Sources : Ministerio de economia

- **de faire baisser les taux d'intérêt sur les dettes italienne et espagnole**, qui sont anormalement élevés (**graphiques 1 a/b**), par des achats de dette, plutôt par l'EFSF-ESM, d'après le récent sommet européen, ou par la BCE ;

Graphique 1a
Espagne : PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans



Graphique 1b
Italie : PIB en valeur et taux d'intérêt à 10 ans



- **de donner davantage de temps aux pays pour réduire leurs déficits publics** (**tableau 4**), afin de limiter l'effet récessif des politiques budgétaires (**graphique 2**).

Les européens parviennent donc à « éviter le pire » à court terme en mettant en place à temps des mesures de sauvetage d'urgence.

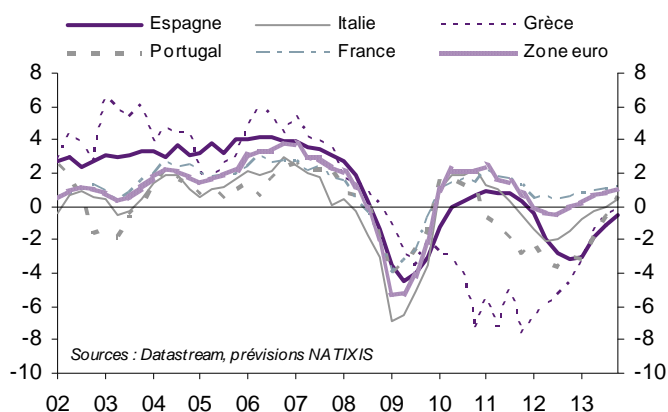
Tableau 4
Prévisions des gouvernements pour les déficits publics (en % du PIB)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Allemagne	0,1	-3,3	-4,3	-1,0	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-
France	-3,3	-7,5	-7,0	-5,2	-4,5	-3,0	-2,3	-1,6	-0,8	-
Espagne	-4,2	-11,2	-9,3	-8,9	-5,3	-3,0	-	-	-	-
Italie	-2,7	-5,2	-5,0	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	-	-	-
Portugal	-3,5	-10,0	-9,1	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-	-
Grèce	-7,7	-15,4	-10,6	-8,5	-6,5	-4,9	-2,6	-1,1	-	-
Irlande*	-7,3	-11,7	-11,8	-9,4	-8,3	-7,5	-4,8	-2,8	-	-
Pays Bas	0,5	-5,6	-5,1	-5,0	-4,6	-3,0	-	-	-	-
Autriche	-0,9	-4,1	-4,5	-2,6	-3,2	-	-	-	-	-
Belgique	-1,3	-5,9	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	-0,8	-	-	-
Luxembourg	3,0	-0,9	-1,7	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-	-	-
Finlande	4,2	-2,6	-2,8	-0,8	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-	-
Slovénie	-1,7	-6,0	-5,5	-5,5	-3,9	-2,9	-2,0	-	-	-
Chypre	0,9	-6,0	-7,1	-4,0	-2,6	-2,0	-1,6	-	-	-
Estonie	-2,8	-1,7	-2,5	-0,4	-2,1	0,1	0,5	1,0	-	-
Malte	-4,8	-3,8	-4,3	-2,8	-2,1	-1,6	-1,0	-	-	-
Ensemble de la Zone euro	-2,0	-6,3	-6,0	-4,1	-3,1	-1,9	-1,2	-0,7	-	-

(*) hors capitalisation des banques

Sources : Sources Nationales, OMB, NATIXIS

Graphique 2
Croissance du PIB volume (GA en %)



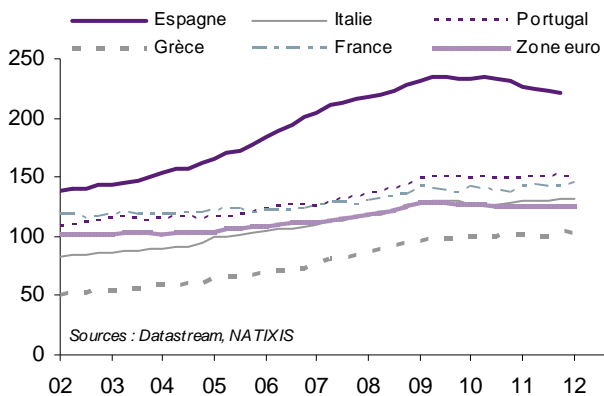
Mais ces sauvetages répétés à court terme ne résolvent pas les problèmes de moyen terme

Eviter un défaut global de la Grèce, la faillite des banques espagnoles, faire un peu baisser les taux d'intérêt à long terme ou lisser un peu dans le temps la consolidation budgétaire, ne vont pas changer significativement les problèmes de moyen terme de la zone euro.

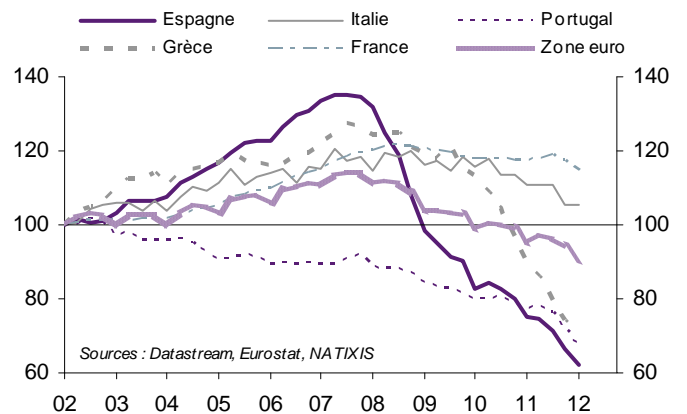
1 Spirales dépressives qui s'auto-entretiennent

Beaucoup de pays de la zone euro, en raison de l'excès d'endettement du secteur privé (graphique 3a), des pertes d'emplois dans la construction (graphique 3b), de la stagnation du commerce mondial (graphique 3c), des politiques budgétaires restrictives... sont entrés dans une spirale dépressive (graphique 3d).

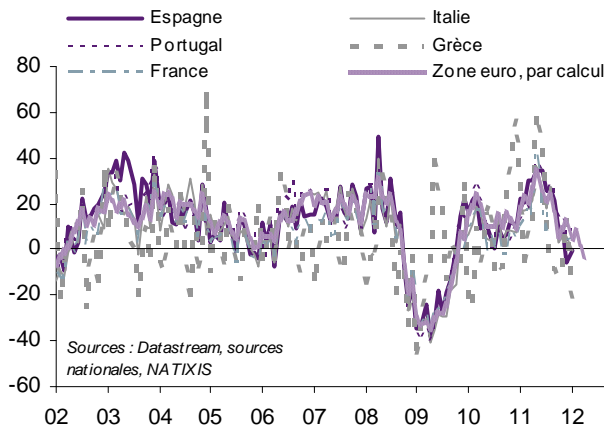
Graphique 3a
Dette des ménages + entreprises
(valeur, en % du PIB)



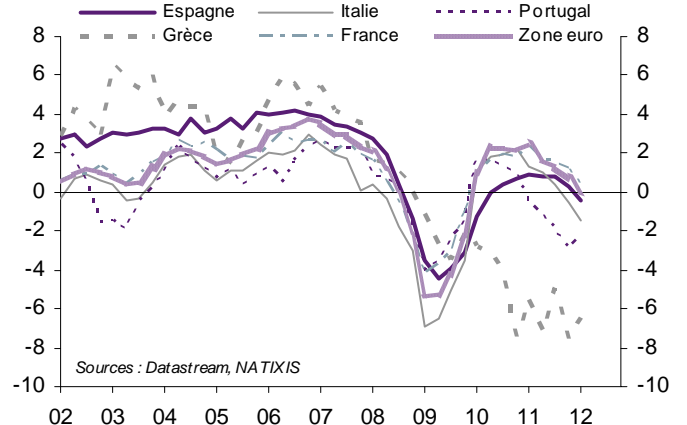
Graphique 3b
Emploi dans la construction (100 en 2002:1)



Graphique 3c
Exportations (valeur, GA en %)



Graphique 3d
Croissance du PIB en volume (GA en %)



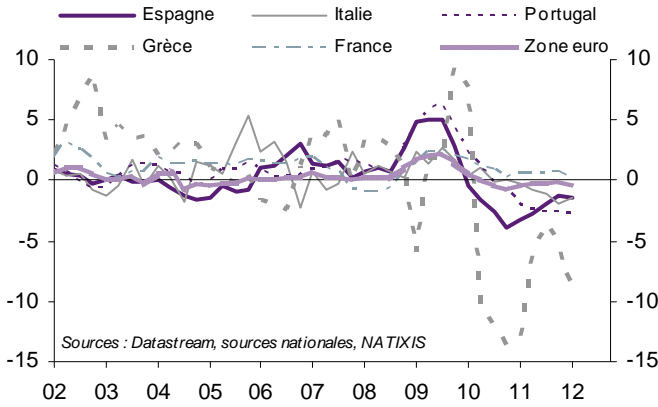
Cette spirale dépressive s'auto-entretient :

- parce que la faiblesse de l'activité fait **baiss**er les **salaires réels** (**graphique 4a**) ;
- parce que les **exportations** de chaque pays de la zone euro **vers la zone euro** sont affaiblies (**graphique 4b**) ;
- parce que les entreprises développent une forte aversion pour le risque et **arrêtent d'investir** (**graphique 4c**) ;
- parce que **la faiblesse de l'activité empêche que les déficits publics soient réduits** (**graphiques 5a à 5e**), et que, de ce fait, même avec plus de souplesse dans la réduction des déficits, la politique budgétaire doit être très restrictive.

Cette dynamique dépressive auto-entretenu n'est que peu modifiée par les mesures défensives de court terme vues plus haut.

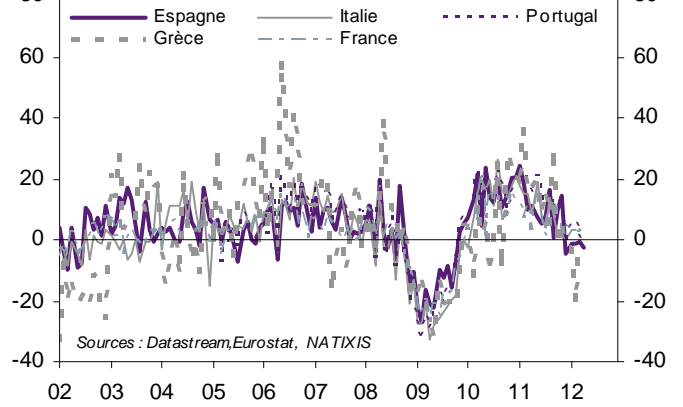
Graphique 4a
Salaires réels par tête

(déflaté par le prix conso, GA en %)

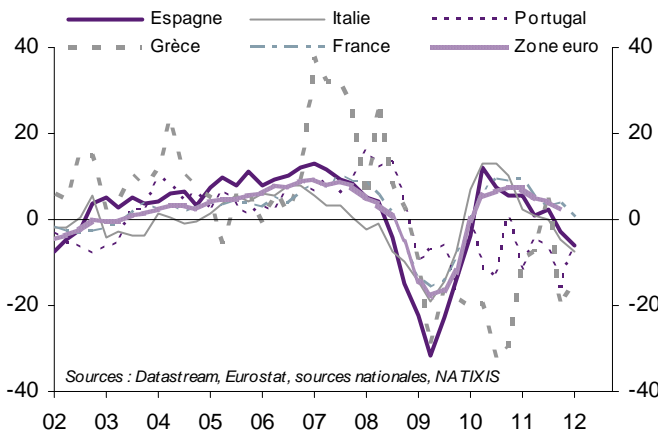


Graphique 4b
Exportations vers la zone euro

(valeur, GA en %)

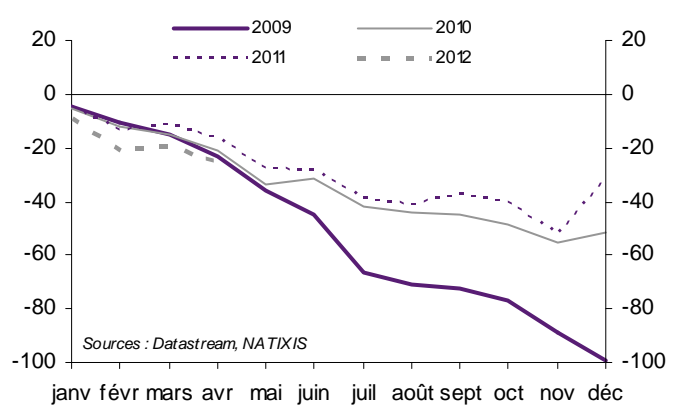


Graphique 4c
Investissement productif (volume, GA en %)

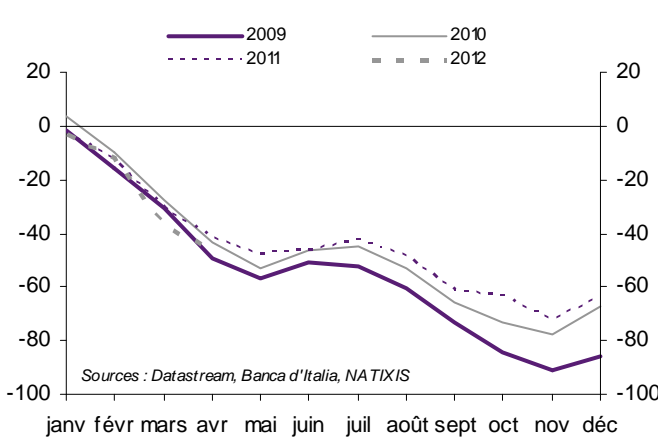


Graphique 5a
Espagne : déficit public cumulé

(en Mds d'euros)

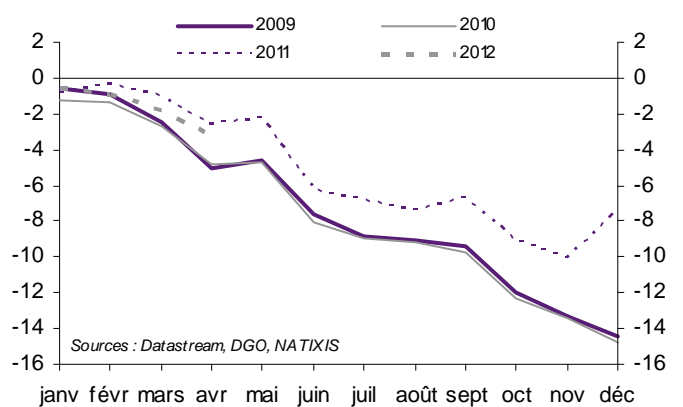


Graphique 5b
Italie : déficit public cumulé (en Mds d'euros)

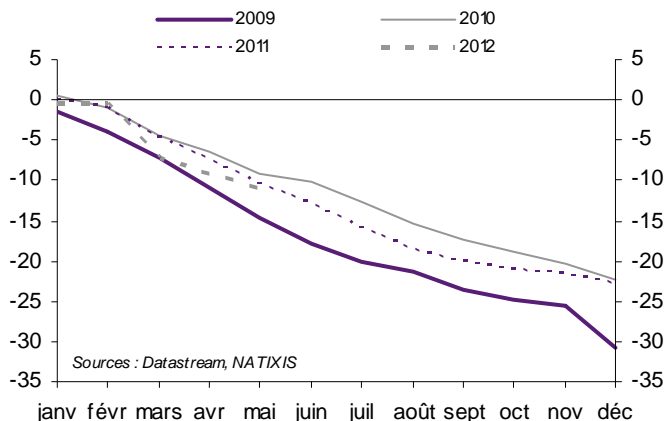


Graphique 5c
Portugal : déficit public cumulé

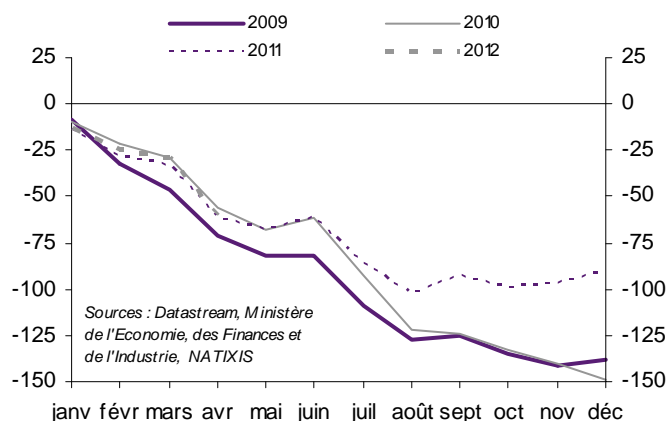
(en Mds d'euros)



Graphique 5d
Grèce : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



Graphique 5e
France : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



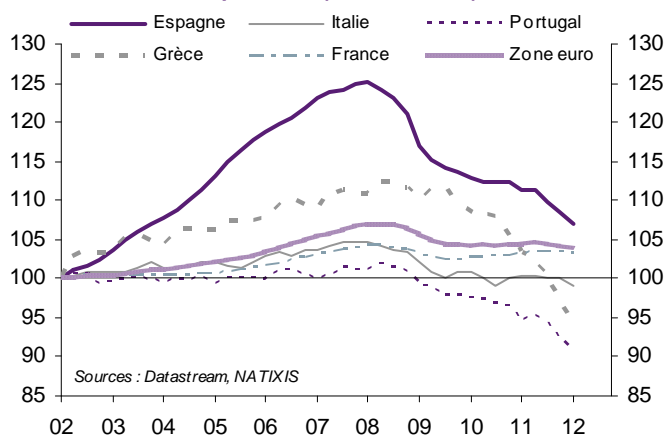
2 Temps très long nécessaire pour corriger les pertes d'emplois et les excès d'endettement

Quelles que soient les mesures prises pour éviter une crise financière catastrophique à court terme, les pays auront besoin d'un temps extrêmement long :

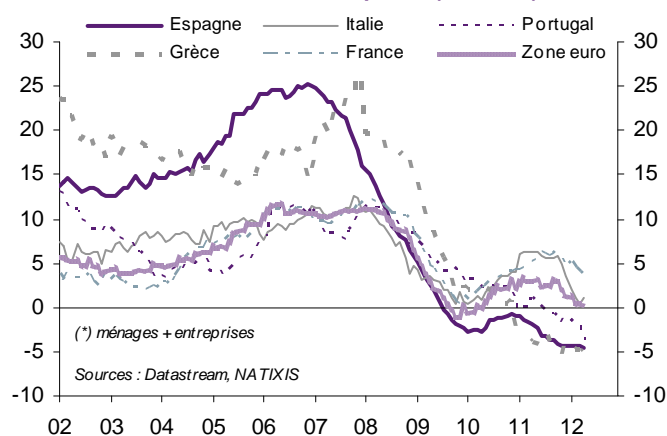
- pour recréer les emplois perdus pendant la crise (graphique 6), surtout dans les pays frappés par l'explosion d'une bulle immobilière (en particulier Espagne), ou par une crise de l'industrie manufacturière (si elle était liée à la construction, en raison du recul des exportations) ;
- pour réduire l'excès d'endettement privé (graphique 3a plus haut, graphique 7) surtout dans les pays où le recul des prix de l'immobilier (graphique 8 : Espagne, Grèce) a fait apparaître une dette privée qui n'a plus comme contrepartie la valeur des actifs immobiliers achetés.

Quelles que soient les mesures de court terme prises, il faudra de très nombreuses années pour retrouver le plein emploi et rééquilibrer les actifs et les dettes.

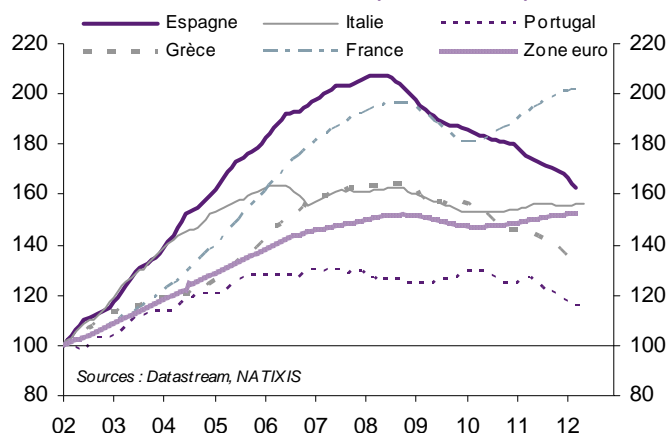
Graphique 6
Emploi total (100 en 2002:1)



Graphique 7
Crédits au secteur privé* (GA en %)



Graphique 8
Prix de l'immobilier (100 en 2002:1)



3 Incapacité à faire disparaître les déficits extérieurs dans les pays où la taille de l'industrie est trop petite

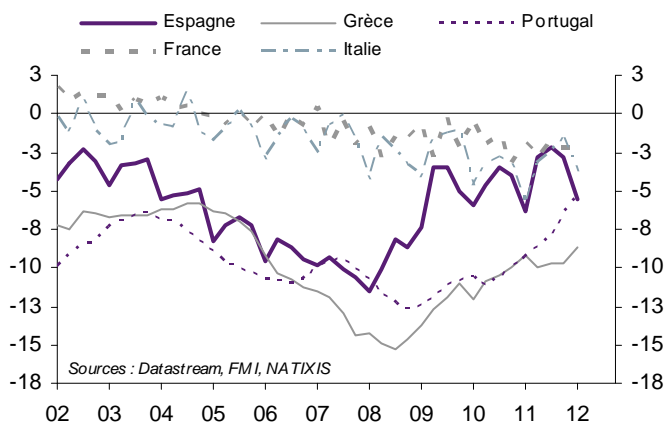
Dans une Union Monétaire sans fédéralisme, les pays ne peuvent pas avoir de déficits extérieurs permanents, car les déficits ne sont pas compensés par les transferts liés au fédéralisme et conduisent à des dettes extérieures perpétuellement croissantes et qui deviennent insupportables.

Il faut donc que les pays (Espagne, Grèce, Portugal, France, Italie) fassent disparaître leur déficit extérieur (graphique 9) pour rester dans l'euro, si la zone euro ne devient pas une « union de transferts ».

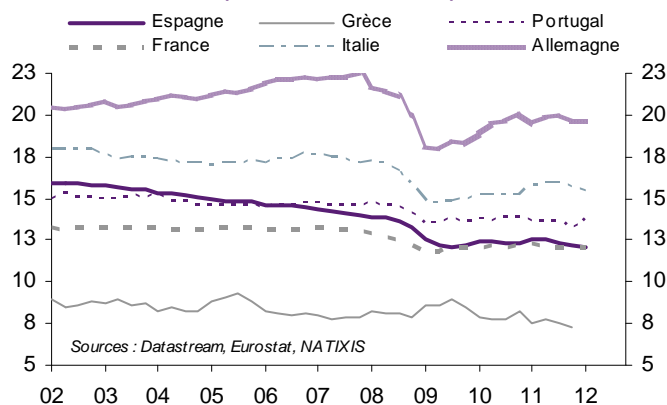
Mais le problème grave est que, pour les pays avec une industrie de petite taille (Espagne, Grèce, Portugal, France, graphique 10), la balance commerciale est normalement déficitaire (graphique 11) puisque la capacité à exporter est faible, et que le seul moyen pour réaliser l'équilibre extérieur est l'appauvrissement, le recul de la demande et de ce fait des importations (graphique 12).

L'appauvrissement, s'il est trop important, nécessaire pour équilibrer le commerce extérieur, finit par être rejeté socialement et politiquement.

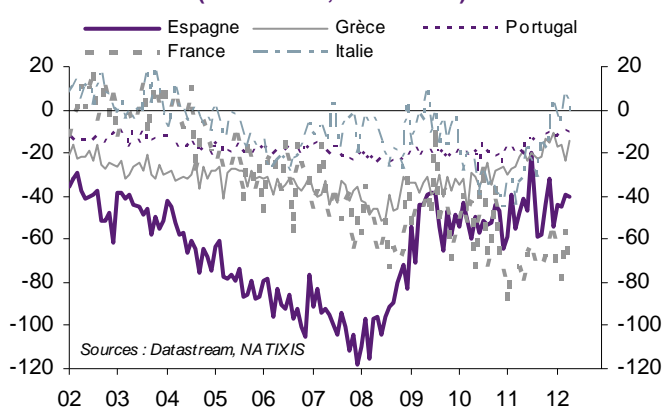
Graphique 9
Balance courante (valeur, en % du PIB)



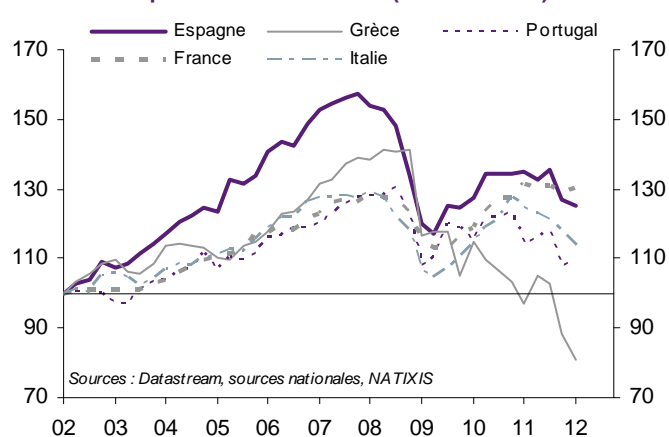
Graphique 10
Valeur ajoutée manufacturière (volume, en % du PIB)



Graphique 11
Balance commerciale totale
(en mds d'€ annualisée)



Graphique 12
Importations en volume (100 en 2002:1)

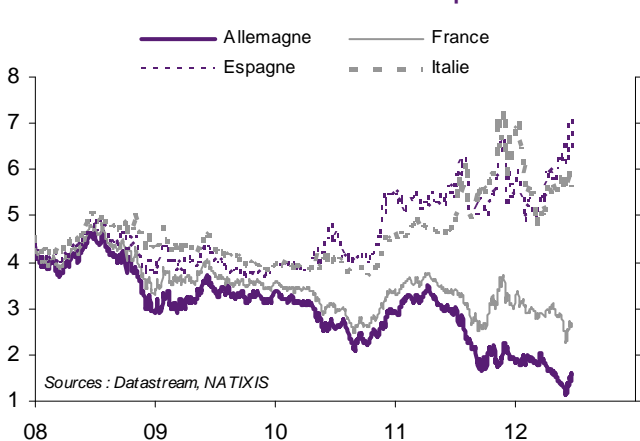


Synthèse : vers une oscillation des marchés financiers

A court terme, les Européens sont capables de prendre des mesures (prêts, repos longs, assouplissement du calendrier de réduction des déficits publics, achats de dette, recapitalisation des banques...) **qui évitent le pire. Lorsque ces mesures sont prises, les marchés financiers « applaudissent » la coopération entre Européens et ils montent**, comme à la fin de 2011, avec les repos longs, ou comme en juin 2012 avec les mesures de sauvetage des banques, de la Grèce... : il y a alors baisse des taux d'intérêt à long terme des pays périphériques, hausse des taux d'intérêt à long terme de l'Allemagne, hausse de la bourse et de l'euro (graphiques 13 a/b).

Puis les marchés financiers s'aperçoivent que rien n'est résolu à long terme (la crise économique, l'excès d'endettement, le chômage, les problèmes institutionnels dus à l'absence de fédéralisme) **et ils rechutent, d'où leurs oscillations incessantes.**

Graphique 13a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 13b
Eurostoxx et taux de change \$/€

