

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

3 Juillet 2012 – N° 466

### **Zone euro : la mutualisation rampante ne suffira pas à sortir de la crise**

*Les gouvernements européens et les autorités européennes ont mis en place une pratique de « mutualisation rampante », par petites touches : achats de dette par la BCE, EFSF-ESM pour acheter des dettes publiques ou recapitaliser les banques, investissements de la BEI ou des fonds structurels. Cette mutualisation lente va dans le bon sens, celui de la solidarité, et doit normalement entraîner la convergence progressive des taux d'intérêt sur les dettes souveraines de la zone euro.*

*Mais elle ne suffira évidemment pas à sortir la zone euro de la crise :*

- *s'il y avait mutualisation complète des dettes (publiques et privées) de la zone euro, la zone euro serait globalement trop endettée ; le risque de crise financière locale serait supprimé, mais il resterait à régler le problème de l'excès d'endettement global de la zone euro ;*
- *les problèmes de l'économie réelle (désindustrialisation de certains pays et déficits extérieurs induits de ces pays, chômage de masse, positionnement trop bas en gamme de la production et profitabilité insuffisante dans certains pays...) de la zone euro ne sont pas du tout traités par cette mutualisation lente ; ils nécessiteraient une coopération beaucoup plus poussée (aides à la création d'emplois, à l'attraction d'investissements dans les pays en difficulté).*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

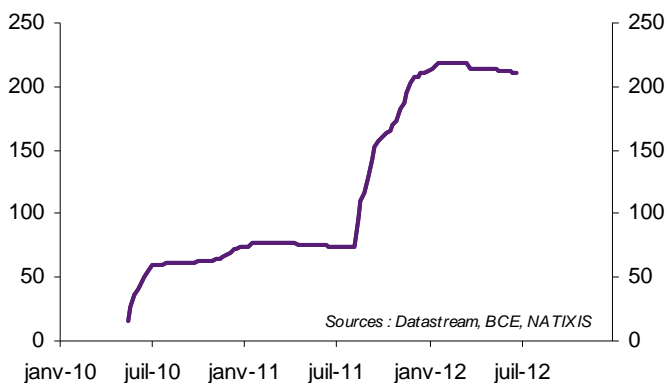
### Mutualisation « rampante »

Les mesures de sauvetage prises progressivement par les gouvernements européens et les institutions européennes s'apparentent à une **mutualisation rampante dans la zone euro** :

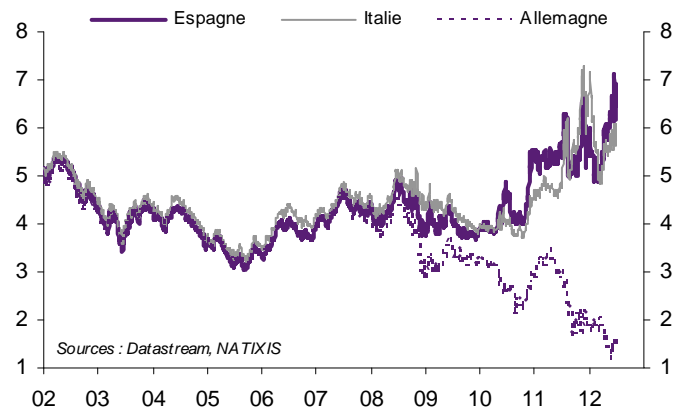
- **les achats de dette publique par la BCE (graphique 1)** conduiraient à une recapitalisation de la BCE par tous les gouvernements s'il y avait des pertes sur ces dettes. Il en serait de même en cas de **pertes sur les repos** supérieures à la valeur du collatéral ;
- **les achats de dette publique pour faire baisser les taux d'intérêt (graphique 2) ou la recapitalisation des banques par l'EFSF-ESM** donneraient lieu à des paiements de tous les gouvernements à l'EFSF-ESM en cas de pertes sur les actifs achetés ;
- **des investissements supplémentaires de la BEI** nécessitent du capital versé par tous les Etats, les investissements supplémentaires des fonds structurels sont financés par tous les pays.

**Cette mutualisation « rampante » va dans le bon sens, celui de la solidarité accrue entre les pays de la zone euro** dans une situation de forte hétérogénéité (des taux de chômage, **graphique 3a**, des taux d'intérêt, **graphique 2** plus haut, des déficits publics, **graphique 3b**).

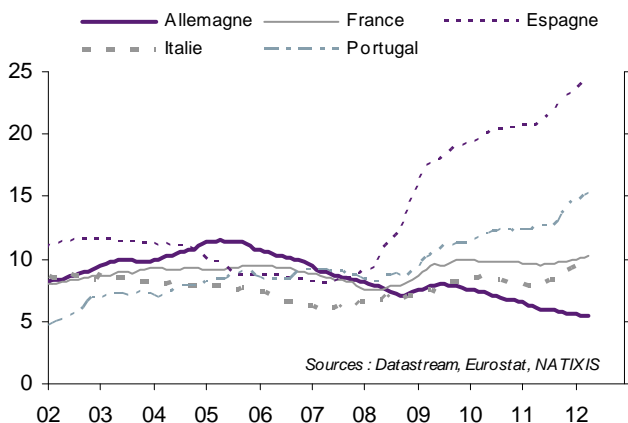
**Graphique 1**  
Encours de dette publique détenue par la BCE  
(en Mds d'euros)



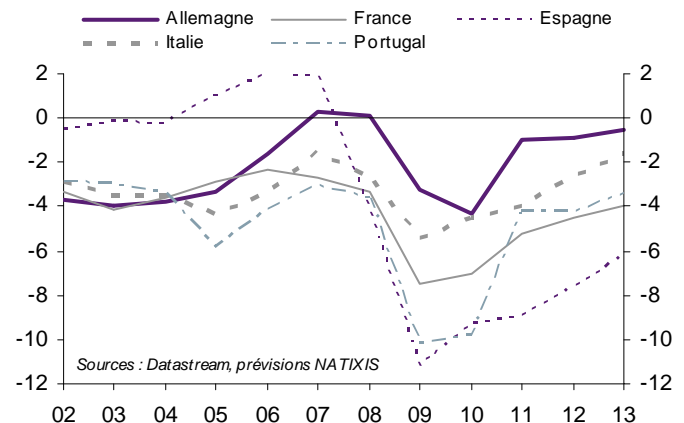
**Graphique 2**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



**Graphique 3a**  
Taux de chômage



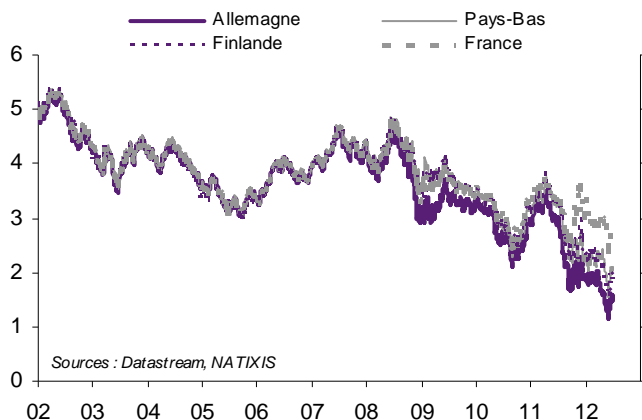
**Graphique 3b**  
Déficit public (en % du PIB)



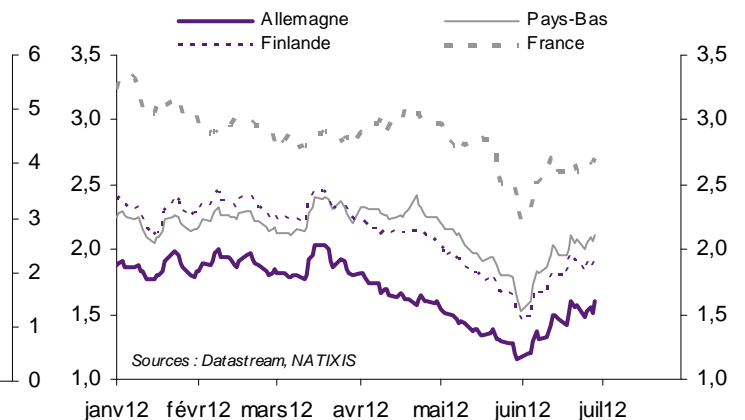
La « mutualisation » rampante commence à avoir les effets attendus sur les taux d'intérêt à long terme de la zone euro, avec une remontée lente des taux d'intérêt des pays du « cœur » (graphiques 4 a/b) depuis le point bas de juin 2012.

Mais nous pensons que cette mutualisation lente ne peut pas faire sortir la zone euro de la crise.

**Graphique 4a**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



**Graphique 4b**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



**La mutualisation rampante ne peut pas faire sortir la zone euro de la crise**

#### # 1 L'endettement total de la zone euro est trop élevé

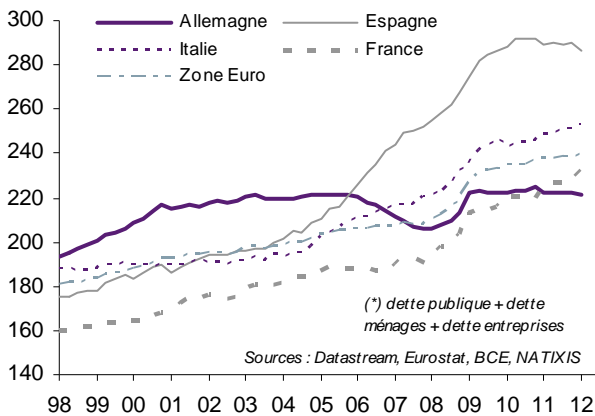
La mutualisation des dettes (par la BCE, l'EFSF-ESM...) évite que les emprunteurs les plus endettés ne soient en défaut, mais elle ne change pas le niveau global d'endettement.

Quand on regarde l'endettement total (ménages + entreprises + secteur public) des quatre plus grands pays de la zone euro et de la zone euro prise globalement (graphique 5), on voit que celui-ci est toujours très élevé, supérieur à son niveau d'avant crise (notamment en Espagne).

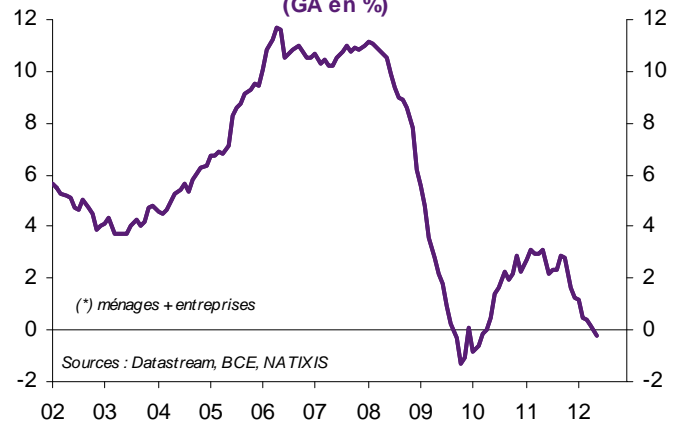
Le secteur privé de la zone euro doit continuer à se désendetter (graphique 6a) avec en particulier un taux de défaut des ménages qui reste élevé (graphique 6b) ; le secteur public de la zone euro n'assure toujours pas en 2012 sa solvabilité budgétaire inter-temporelle, qui nécessiterait que le déficit public passe en dessous de 2% du PIB (graphique 6c).

Une mutualisation même complète des dettes publiques et privées de la zone euro n'empêcherait donc pas que la zone euro soit globalement trop endettée, que le désendettement (d'où la croissance faible) y soit nécessaire.

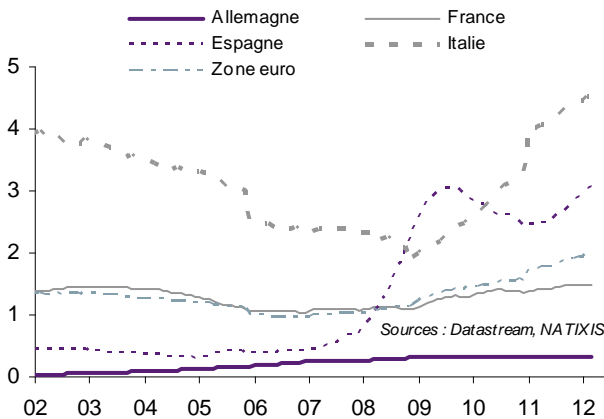
**Graphique 5**  
Dette totale\* (en % du PIB)



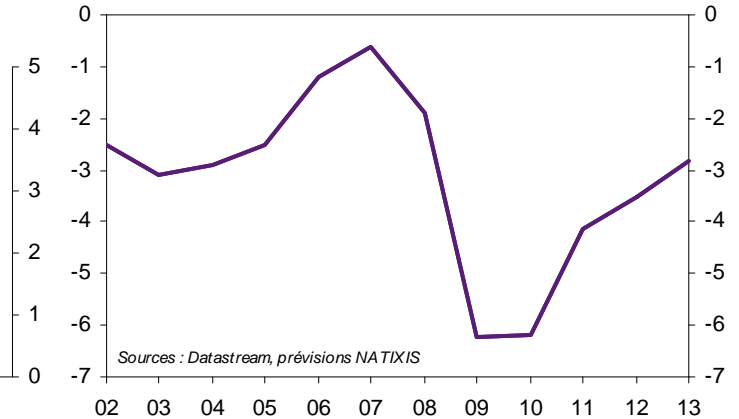
**Graphique 6a**  
Zone euro : crédits bancaires au secteur privé\*  
(GA en %)



**Graphique 6b**  
Taux de défaut des ménages (en %)



**Graphique 6c**  
Zone euro : déficit public (en % du PIB, valeur)



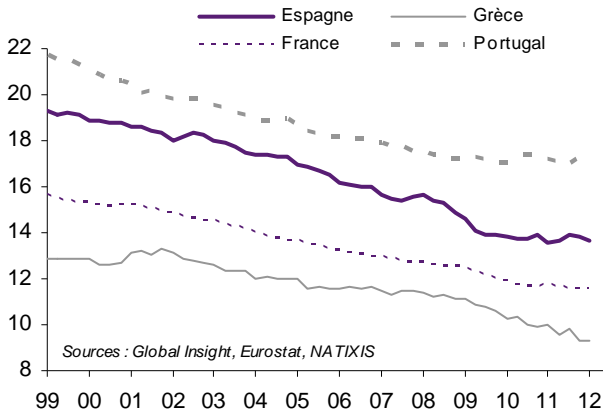
## # 2 La mutualisation lente ne règle pas les problèmes d'économie réelle de la zone euro

### Les problèmes d'économie réelle de la zone euro sont connus :

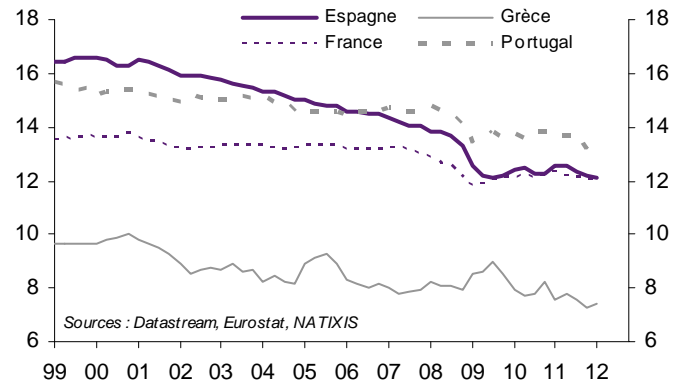
- **désindustrialisation** de l'Espagne, de la Grèce, de la France, du Portugal (**graphiques 7a/b**) et en conséquence **déficits extérieurs** de ces pays (**graphique 7c**) ; dans une Union Monétaire sans fédéralisme, ces déficits extérieurs ne sont pas supportables, avec l'accumulation induite de dette extérieure et la perte de solvabilité des pays. Mais la réduction des déficits extérieurs, dans des pays peu industriels, doit se faire essentiellement par la réduction de la demande intérieure, donc du pouvoir d'achat (**graphiques 7d/e**) ;
- **chômage très élevé** dans certains pays (**graphique 8a**) avec les politiques budgétaires restrictives et, dans certains cas (Espagne, Grèce, Portugal) avec l'explosion de la bulle immobilière et l'effondrement de l'activité de construction (**graphique 8b**) ;
- **positionnement trop bas en gamme de la production**, et en conséquence absence de « pricing power » des entreprises, en particulier industrielles, et **profitabilité déprimée** (France et Portugal, **graphique 9**).

Ce ne sont pas les quelques pas vers la mutualisation qui ont été réalisés qui changeront ces problèmes massifs des économies réelles de la zone euro.

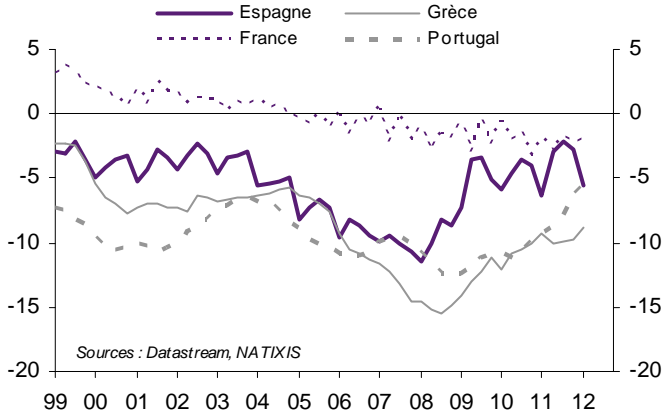
**Graphique 7a**  
Emploi manufacturier (en % du total)



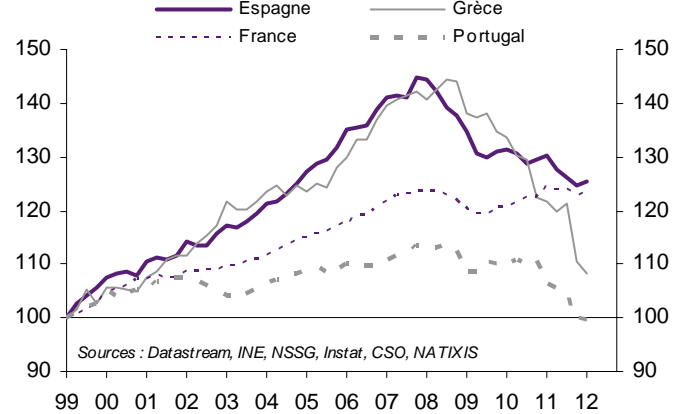
**Graphique 7b**  
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (en volume, en % du PIB)



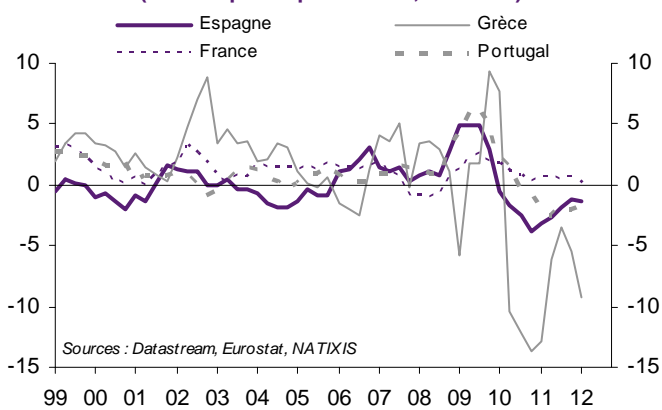
**Graphique 7c**  
Balance courante (en % du PIB, valeur)



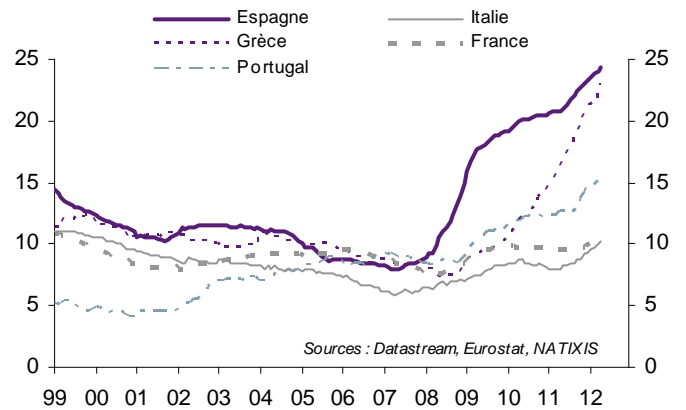
**Graphique 7d**  
Demande intérieure en volume (100 en 1999:1)



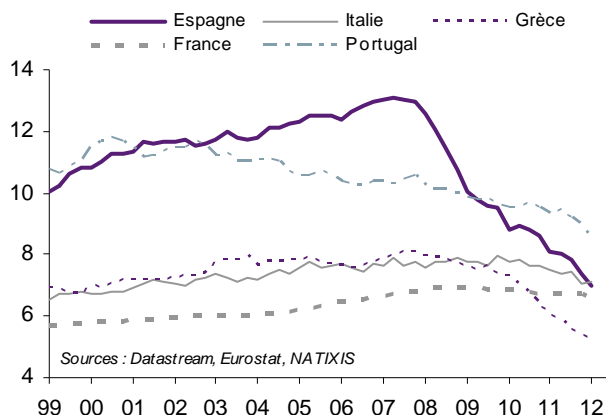
**Graphique 7e**  
 Salaire réel par tête (déflaté par le prix conso, GA en %)



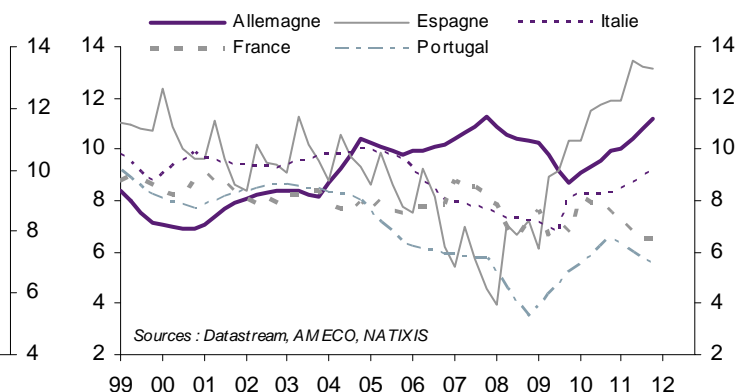
**Graphique 8a**  
Taux de chômage (en %)



**Graphique 8b**  
Emploi dans la construction (en % du total)



**Graphique 9**  
Profits après impôts, intérêts et dividendes  
(valeur, en % du PIB)



**Synthèse : il faudrait que la mutualisation s'étende aux économies réelles**

La mutualisation « rampante » d'une petite partie des dettes publiques et d'une petite partie des problèmes des banques est une **évolution favorable, mais dont il ne faut pas attendre une sortie de la crise de la zone euro** :

- la zone euro est globalement trop endettée et doit se désendetter ;
- les problèmes de l'économie réelle (déindustrialisation, chômage, niveau de gamme trop bas...) de certains pays de la zone euro ne sont absolument pas traités par ce type de mutualisation. **Pour qu'ils le soient, il faudrait une solidarité entre les pays dans l'économie réelle** : aides pour la création, pour attirer des entreprises dans les pays en difficulté, financées collectivement.