

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 Mars 2012 – N° 203

Le chômage va être insupportable dans les pays de la zone euro où la balance courante avait un déficit important avant la crise

La crise de la zone euro vient de l'arrêt des transferts d'épargne des pays excédentaires, en ce qui concerne la balance courante (Allemagne) vers les pays déficitaires (Espagne, Italie, France, Grèce, Portugal, Irlande). A court terme, le transfert d'épargne est assuré par l'Union Européenne, par la BCE, mais il ne peut pas s'agir d'une solution de long terme.

Si les transferts d'épargne ne se rétablissent pas, la seule solution sera la disparition des déficits des balances courantes. Cette disparition viendra essentiellement du recul de la demande intérieure, ce qui provoque une hausse insupportable du chômage dans les pays où le déficit courant était très élevé avant la crise (Espagne, Grèce, Portugal). La question est alors de savoir si cet ajustement sera politiquement et socialement accepté dans ces pays. S'il ne l'est pas, il n'y aura que deux solutions : l'explosion de l'euro ou le maintien à moyen terme des transferts d'épargne intermédiés par la BCE.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

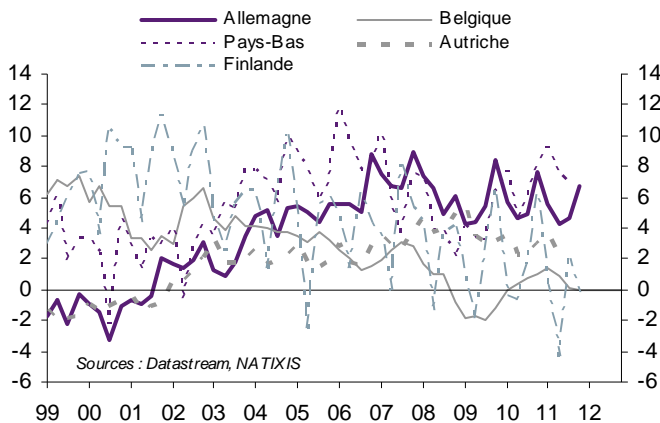
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Arrêt des transferts d'épargne entre pays de la zone euro

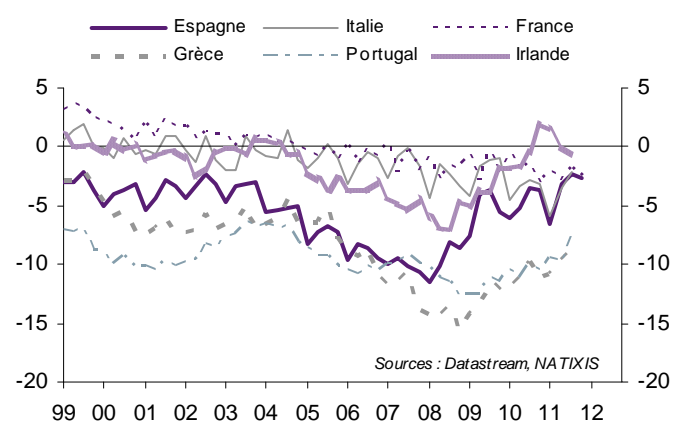
La cause fondamentale de la crise de la zone euro est l'arrêt des transferts d'épargne des pays de la zone euro qui ont un **excédent de balance courante** (essentiellement l'Allemagne) vers les pays de la zone euro qui ont un **déficit de la balance courante** (Espagne, Italie, France, Grèce, Portugal, Irlande, graphiques 1 a/b).

Ceci génère une crise de financement, à des degrés divers, des pays à déficit extérieur (graphiques 2 a/b).

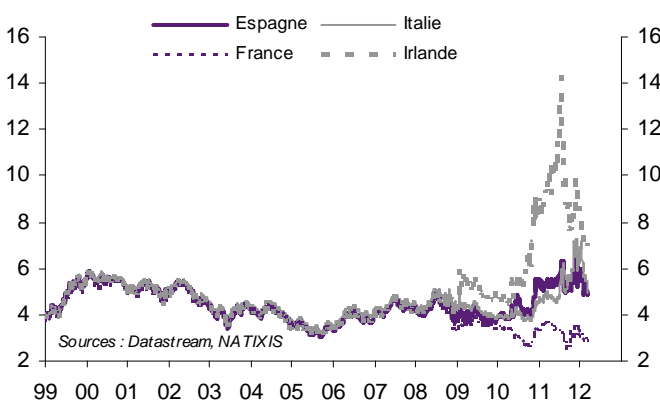
Graphique 1a
Balance courante (en % du PIB, valeur)



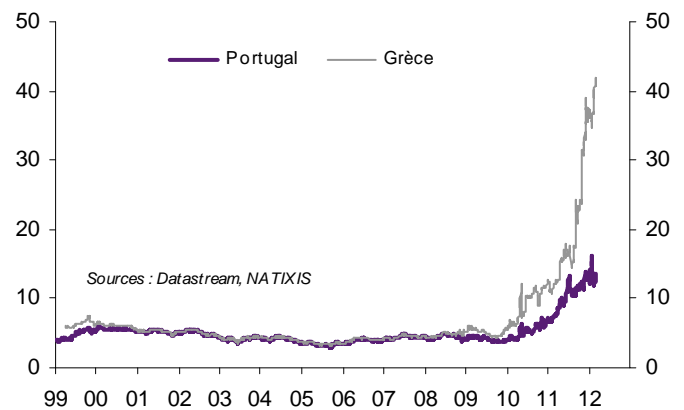
Graphique 1b
Balance courante (en % du PIB, valeur)



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



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



Le rôle de l'Union Européenne et de la BCE pour rétablir les transferts d'épargne

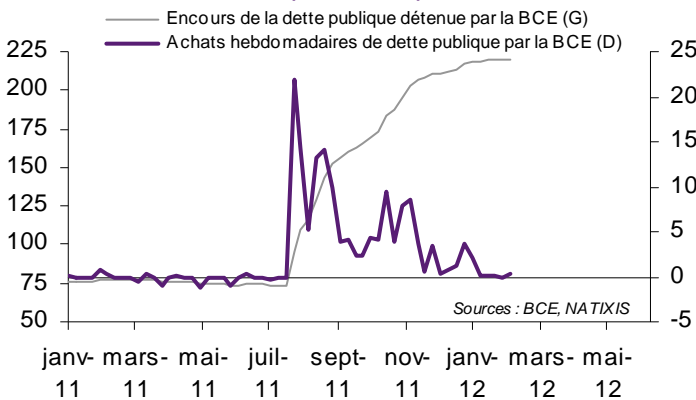
Pour éviter le défaut des pays ayant des déficits extérieurs, il faut alors organiser le transfert d'épargne des pays excédentaires vers les pays déficitaires, alors que les épargnants des pays excédentaires ne veulent plus prêter aux pays déficitaires.

Ceci se fait aujourd'hui :

- Pour l'Irlande, la Grèce, le Portugal, par les prêts de l'UE, de l'EFSF-ESM, du FMI. Il s'agit bien d'une **mutualisation, essentiellement entre les pays européens**, du financement des pays déficitaires.
- Pour l'Espagne et l'Italie d'une part par les achats directs de titres publics par la BCE (graphique 3a), surtout par les repos à long terme (graphique 3b) qui permettent aux banques espagnoles et italiennes de financer des achats de titres publics de leurs pays.

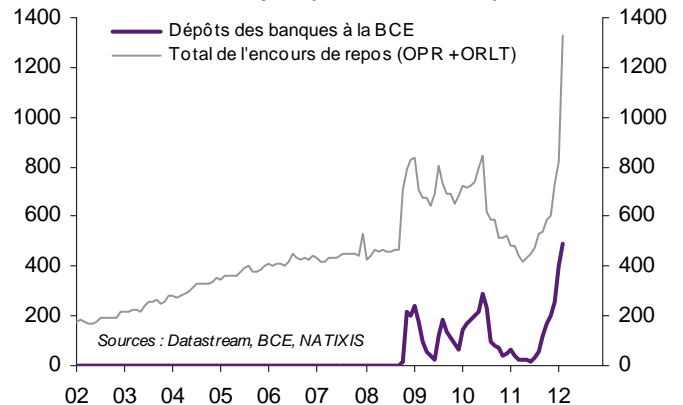
Graphique 3a

BCE : achats et encours de dettes publiques (en Mds d'€)



Graphique 3b

BCE : dépôts des banques et encours total des repos (en mds d'euros)



Il s'agit bien d'un transfert d'épargne entre les pays excédentaires et les pays déficitaires organisé par la BCE : la BCE reçoit à son passif les dépôts des banques des pays à excédents d'épargne et prête aux banques des pays à déficit d'épargne.

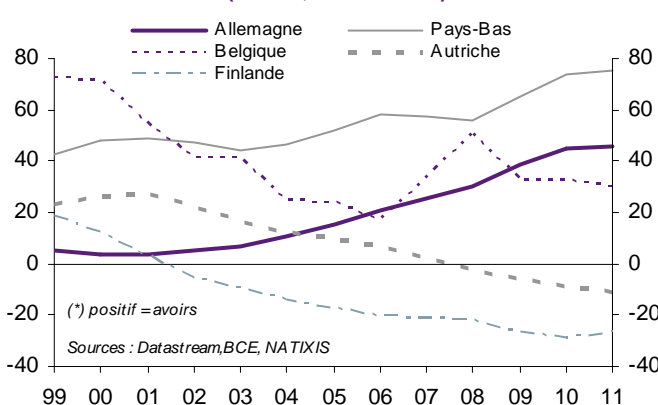
Nécessité de faire disparaître les déficits extérieurs

Mais ce rôle de l'UE et de la BCE pour assurer les transferts d'épargne des pays excédentaires vers les pays déficitaires de la zone euro n'est pas conçu comme devant être permanent.

Si les épargnants des pays excédentaires continuent de refuser de prêter davantage aux pays déficitaires (les graphiques 4 a/b montrent l'ampleur des dettes extérieures de ces pays), la seule solution est alors que les pays déficitaires fassent disparaître leur déficit extérieur (graphiques 1 a/b plus haut).

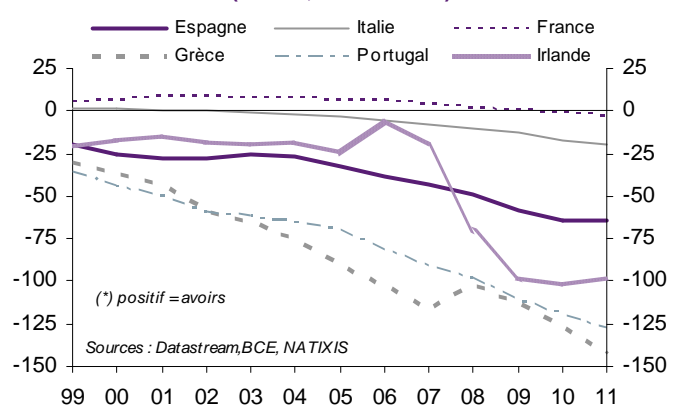
Graphique 4a

Actifs ou dettes nets extérieurs* (valeur, en % du PIB)



Graphique 4b

Actifs ou dettes nets extérieurs* (valeur, en % du PIB)



Une partie de la réduction du déficit extérieur peut venir du redressement des exportations (ce qui se voit en Irlande, au Portugal, en Espagne, graphique 5a) mais le reste doit venir de la réduction de la demande intérieure (graphique 5b), donc des importations (graphique 5c).

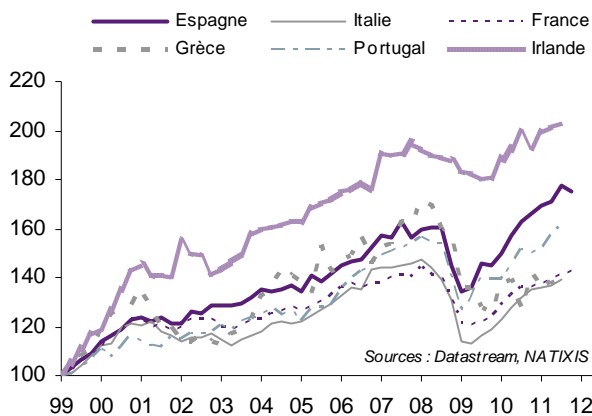
Compte tenu **des poids des importations et des exportations et si on extrapole la progression des exportations** (graphique 5a ci-dessus), **la disparition d'ici à la fin de 2013 du déficit courant** (graphique 1b plus haut) **impliquerait une baisse supplémentaire de la demande intérieure de :**

- 6 points en Espagne
- 8 points en Italie
- 10 points en France
- 40 points en Grèce
- 26 points au Portugal

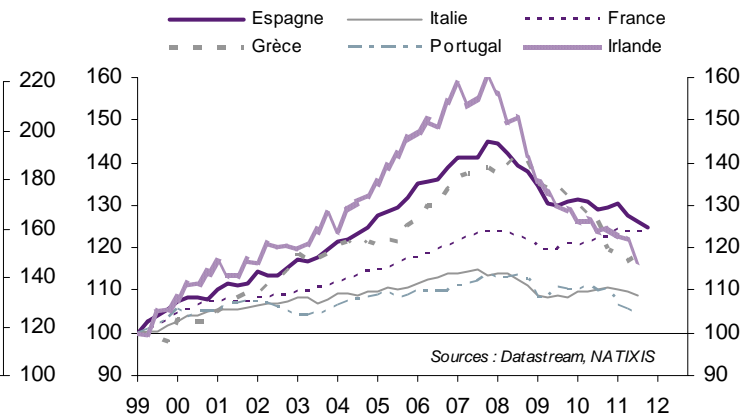
L'Irlande ayant déjà fait disparaître son déficit extérieur.

Evidemment, une **réduction de la demande intérieure** (qui peut venir des politiques budgétaires restrictives, **graphique 6a**, de la baisse des salaires réels, **graphique 6b**, de la hausse des taux d'intérêt, graphiques 2 a/b plus haut), **implique une hausse supplémentaire du chômage (graphique 7).**

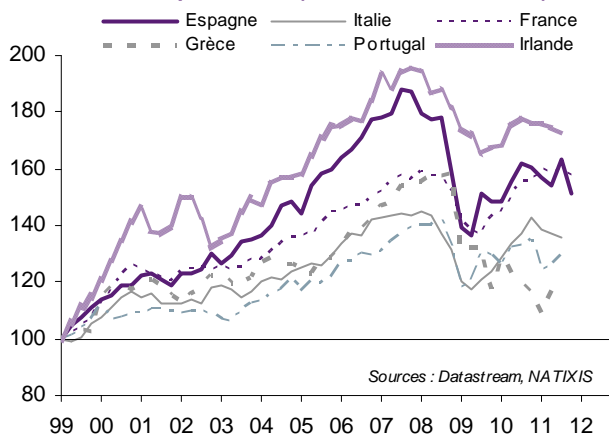
Graphique 5a
Exportations (volume, 100 en 1999:1)



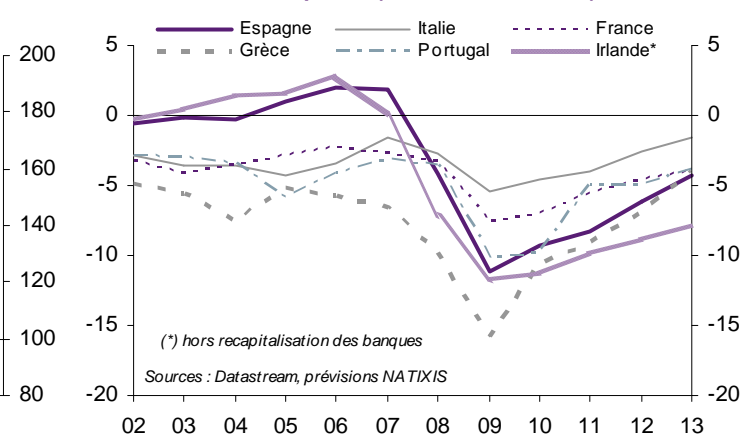
Graphique 5b
Demande intérieure (volume, 100 en 1999:1)



Graphique 5c
Importations (volume, 100 en 1999:1)

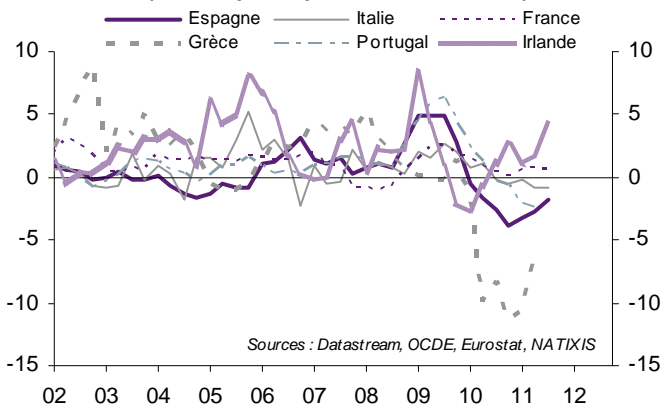


Graphique 6a
Déficit public (en % du PIB, valeur)

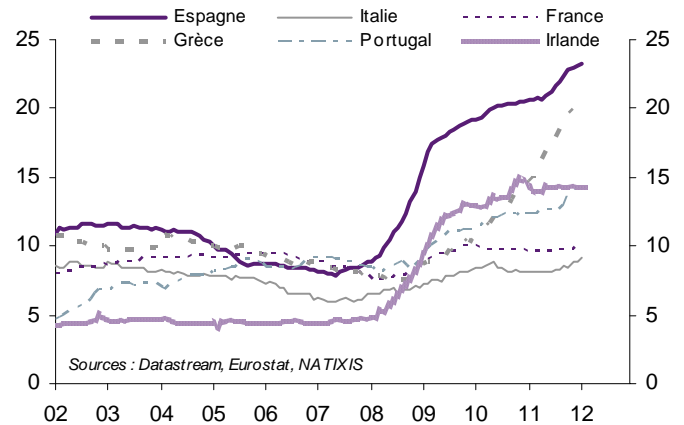


Graphique 6b
Salaire réel par tête

(déflaté par le prix conso, GA en %)



Graphique 7
Taux de chômage



Compte tenu de l'estimation faite plus haut de la baisse nécessaire de la demande intérieure d'ici la fin de 2013, le taux de chômage pourrait monter jusqu'à :

- 29% en Espagne
- 16% en Italie
- 20% en France
- 52% en Grèce
- 36% au Portugal

Synthèse : que se passe-t-il si cette hausse du chômage n'est pas acceptée politiquement et socialement ?

Notre raisonnement est donc le suivant :

- si les épargnants des pays excédentaires (Allemagne essentiellement) ne veulent plus prêter aux pays déficitaires (Espagne, Italie, France, Grèce, Portugal, l'Irlande a déjà fait disparaître son déficit extérieur) ;
- si les transferts d'épargne organisés par l'UE et surtout par la BCE ne peuvent pas être une solution de moyen terme ;
- alors la seule solution est que les pays de la zone euro ayant un déficit extérieur fassent disparaître ce déficit extérieur ;
- ce qui nécessite une baisse supplémentaire de la demande intérieure et **va amener le chômage à un niveau extrêmement élevé dans les pays où le déficit extérieur était très important avant la crise : 30% ou même plus !**

Que se passe-t-il si la hausse du chômage à ce niveau n'est pas acceptée politiquement ou socialement dans certains pays ?

- ces pays conserveraient un déficit extérieur non finançable ;
- ceci est incompatible avec le maintien dans la zone euro ;
- sauf si l'UE et la BCE maintenaient leurs opérations de transfert d'épargne, en particulier les repos à long terme de la BCE.