

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

27 mars 2012 – N° 230

La crise de la zone euro peut-elle redémarrer ?

La crise de la zone euro est devenue moins sévère avec l'intervention de la BCE, avec la restructuration de la dette grecque, avec les programmes de prêts à la Grèce et au Portugal, avec les politiques structurelles mises en place.

Mais la crise peut-elle réapparaître ? Notre inquiétude vient des points suivants :

- *les prêts européens (et du FMI) et les repos de la BCE financent aujourd'hui les déficits extérieurs des pays en difficulté (Grèce, Portugal, Espagne, Italie) ;*
- *dans la zone euro, en l'absence de fédéralisme, il apparaît pour ces pays une contrainte d'équilibre extérieur, sauf si on suppose que les prêts européens et les financements de la BCE sont permanents et non transitoires, ce qui est très improbable ;*
- *compte tenu des avantages comparatifs des pays et de la taille faible des secteurs exportateurs, la disparition nécessaire des déficits extérieurs vient davantage de la contraction des revenus, de la demande intérieure et des importations que de l'amélioration de la compétitivité. Ceci implique une très forte hausse du chômage.*

On arrive finalement à une conclusion très inquiétante : si d'une part les prêts aux pays déficitaires ne peuvent pas être permanents, et si d'autre part le chômage nécessaire à la disparition du déficit extérieur est insupportable, enfin si le fédéralisme est toujours rejeté par les pays du Nord de la zone euro, on ne peut pas éviter le retour de la crise de balance des paiements (du financement extérieur) de ces pays.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

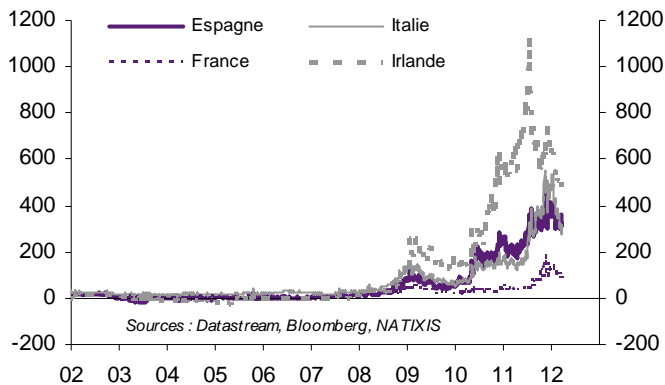
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Recul net de la sévérité de la crise de la zone euro

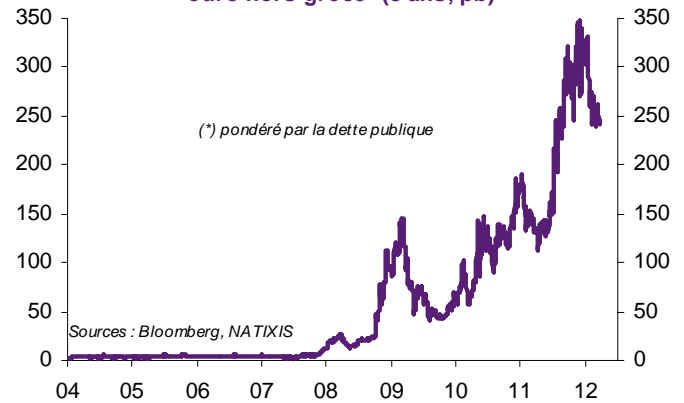
La sévérité de la crise de la zone euro a beaucoup reculé, comme le montrent :

- le resserrement des primes de risque souverain (graphiques 1a/b) ;
- le resserrement des primes de risque sur les dettes bancaires (graphique 2) ;
- la remontée du marché des actions (graphiques 3) depuis la fin de 2011.

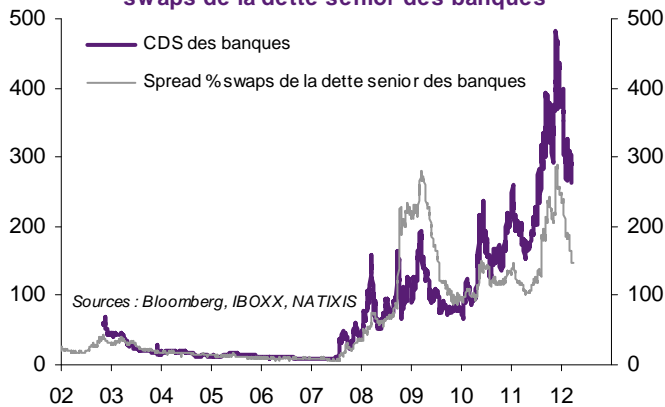
Graphique 1a
Spread de taux 10 ans contre Allemagne (en pb)



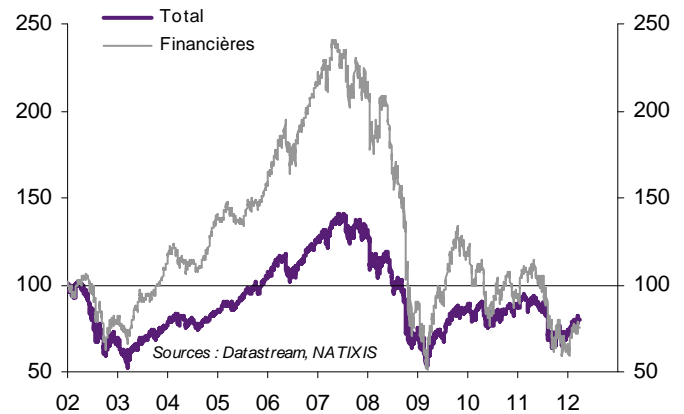
Graphique 1b
CDS souverain ensemble des pays de la zone euro hors Grèce* (5 ans, pb)



Graphique 2
Zone euro : CDS des banques et spread contre swaps de la dette senior des banques



Graphique 3
Eurostoxx : total et financières (100 en 2002:1)



Cette amélioration est due :

- à la mise en place de repos à long terme de la BCE (graphique 4) ;
- aux plans de soutien à la Grèce et au Portugal (tableaux 1a/b) ;
- à la restructuration de la dette grecque ;
- aux politiques économiques structurelles mises en place en Espagne, en Italie, au Portugal.

Mais cette amélioration est-elle permanente ? La crise de la zone euro peut-elle redémarrer ?

Graphique 4
Zone euro : encours total de repos
(en Mds d'euros)

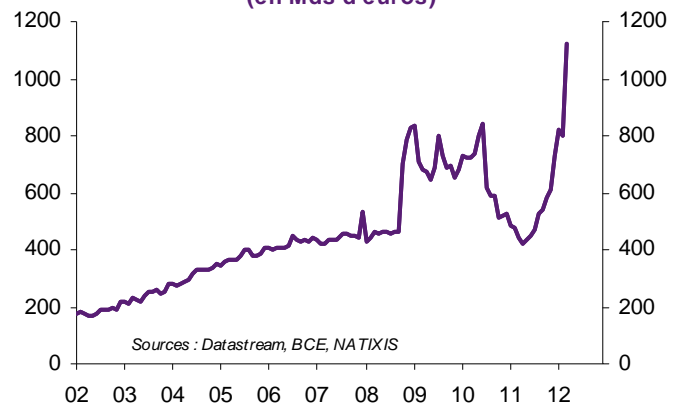


Tableau 1 a
Plan d'aide à la Grèce

		Montant prévu	Répartition	Montant déboursé
Plan 1	Mai 201 à déc. 21011	110	80 UE 30 FMI	73
Plan 2	Mars 2012 à 2015	130	102 EFSF/FESM 28 FMI	

Source : NATIXIS

Tableau 1b
Plan d'aide au Portugal

Dates	Montant (milliards euros)	Répartition
Mai 2011	78	26 FESM 26 EFSF 26 FMI

Paiements effectués

Dates	Montant (milliards euros)	Répartition
Janvier 2012	15,6	FESM
Janvier 2012	7,3	EFSF
Décembre 2012	13,6	FMI

Source : NATIXIS

Expliquons notre inquiétude

Notre réflexion a **les composantes suivantes** :

1 – les prêts européens (et du FMI) et les repos de la BCE financent aujourd’hui les déficits extérieurs des pays en difficulté ; mais il ne peut pas s’agir d’une organisation permanente ;

2 – de ce fait, en l’absence de fédéralisme, les pays vont être rapidement confrontés à une contrainte d’équilibre extérieur ;

3 – compte-tenu des structures économiques des pays, une grande partie de la réduction du déficit extérieur devra se faire par la compression de la demande intérieure et des importations, y compris dans les pays déficitaires qui ne sont pas aujourd’hui en crise, d’où une forte hausse du chômage ;

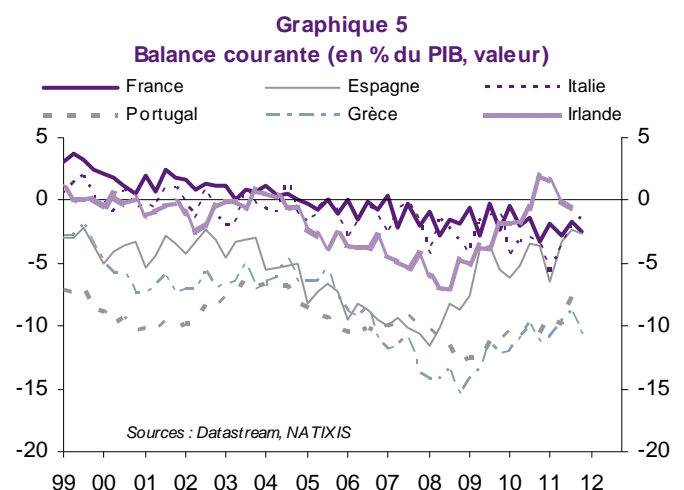
4 – si le chômage est socialement et politiquement inacceptable, et si les pays du Nord de la zone euro continuent à refuser le fédéralisme et la permanence des mécanismes de prêts, alors le retour de la crise de balance des paiements est inévitable.

➤ 1 – Financement à court terme des déficits extérieurs des pays

Les pays de la zone euro ayant **des déficits chroniques de leur balance courante** (Espagne, Italie, Portugal, Grèce, Irlande jusqu’en 2010 **graphique 5**) **ont été confrontés à l’arrêt des financements venant des pays excédentaires** (Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande).

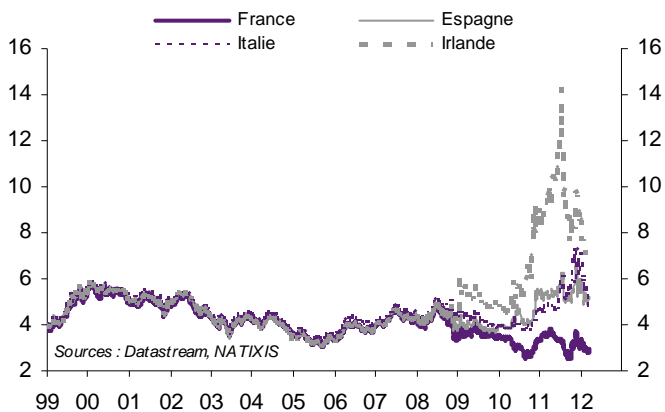
Ceci a provoqué **une crise de balance des paiements** (incapacité à financer les importations, le service de la dette), **d’où la forte hausse** (des taux d’intérêts **graphiques 6a/b**).

Comme on l’a vu plus haut, cette crise a été résolue à court terme par le financement des déficits extérieurs de ces pays par les prêts de l’Union Européenne, de l’EFSF, du FMI, par les repos de la BCE.



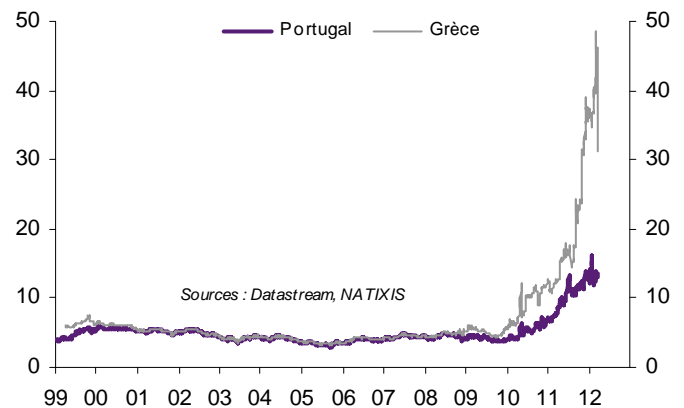
Graphique 6a

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 6b

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



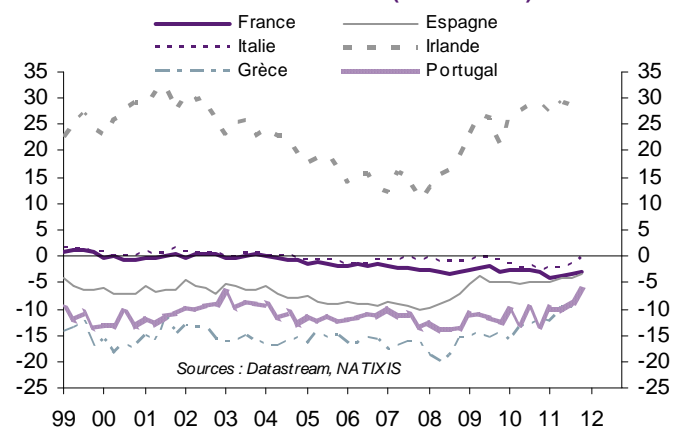
Mais on ne peut pas penser qu'il s'agisse d'une organisation permanente : les pays du Nord de la zone euro refuseraient l'idée de perpétuer les plans de soutien à la Grèce et au Portugal ou les repos à long terme de la BCE. Le financement des déficits de balance courante de ces pays ne peut donc pas être assuré à moyen terme par des prêts publics ou des prêts de la BCE.

➤ **2 – De ce fait, en l'absence de fédéralisme, contrainte extérieure s'imposant aux pays**

En l'absence de fédéralisme, c'est-à-dire de transferts publics permanents entre les pays, et si les programmes de prêts (EFSF, UE, FMI, BCE) s'arrêtent, **la seule solution pour éviter une crise grave de balance des paiements et l'explosion de l'euro est que les pays concernés fassent disparaître leur déficit extérieur**. Notons à ce stade qu'il y a peu de différences entre les balances courantes (graphique 5 plus haut) et les balances commerciales (**graphique 7**), sauf dans le cas de l'Irlande avec les effets de l'optimisation fiscale des entreprises, ce qui montre que les échanges de services et de revenus ne modifient pas beaucoup le problème de ces pays.

Graphique 7

Balance commerciale (en % du PIB)



➤ **3 – La disparition du déficit extérieur passera surtout par la compression de la demande intérieure.**

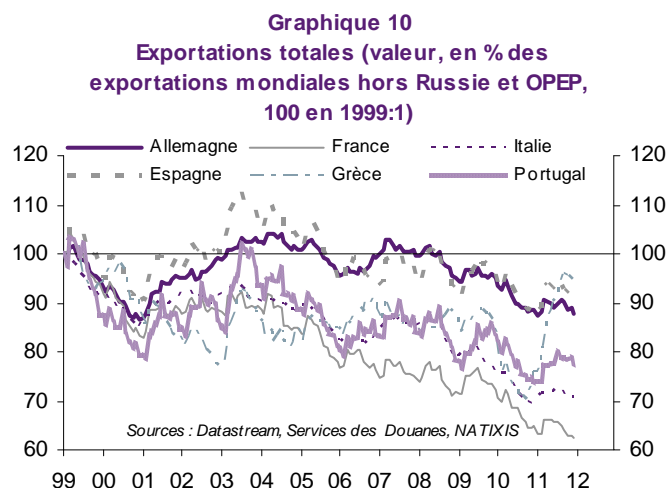
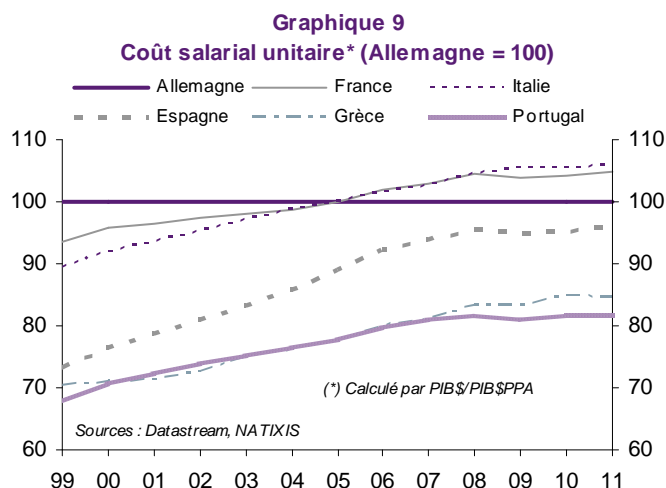
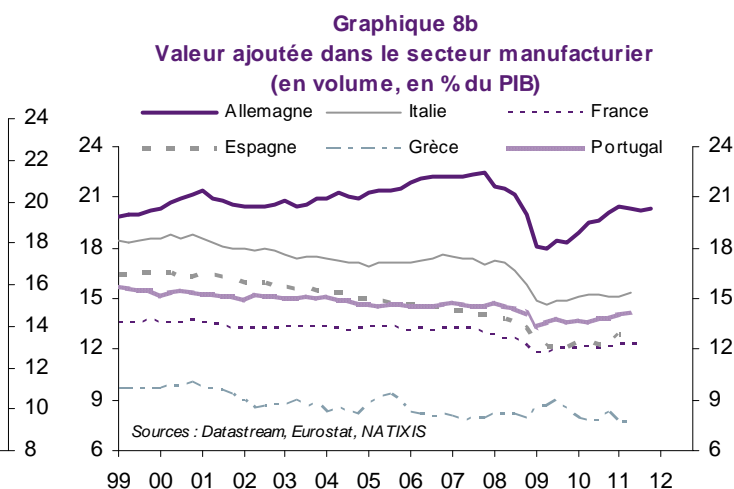
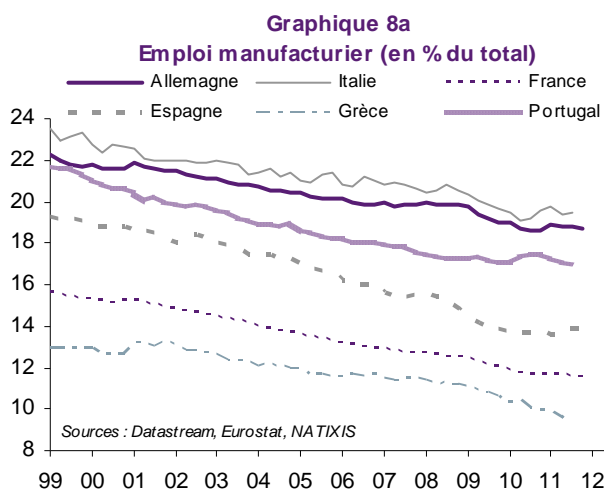
Ceci concerne tous les pays ayant des déficits extérieurs chroniques, même s'ils ne sont pas encore touchés par la crise (France) : il y a **contrainte de solvabilité extérieure dans une Union Monétaire sans fédéralisme**.

Les pays qui ont des déficits extérieurs chroniques (ce n'est plus le cas de l'Irlande) ont :

- soit des **industries manufacturières de petite taille** (on a rappelé plus haut que les échanges de services et de revenus ne compensaient pas les déficits de la balance commerciale des biens), ce qui est le cas **en France, en Espagne, en Grèce, dans une moindre mesure au Portugal** (graphiques 8/b) ;
- soit un **problème de compétitivité-coût** (en France et en Italie graphique 9 ; il faut regarder le niveau du coût salarial unitaire et pas son évolution depuis la création de l'euro, puisque le niveau initial pouvait être très faible) ;
- soit un **problème de positionnement en gamme**, avec en conséquence des pertes importantes de parts de marché à l'exportation (graphique 10, en France, en Italie, au Portugal).

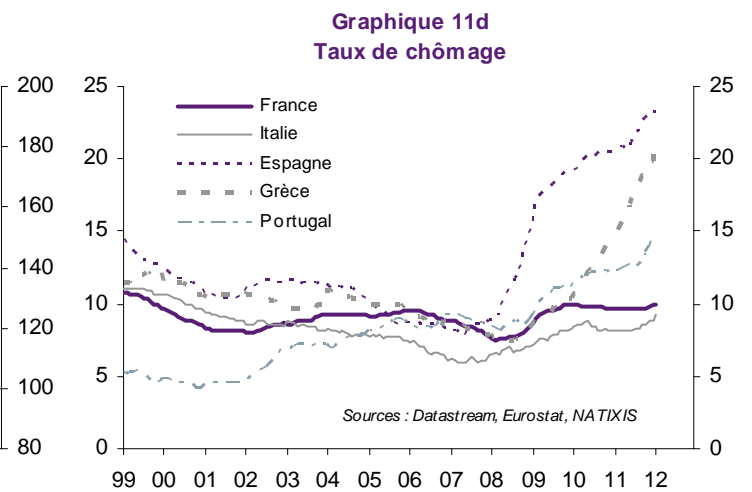
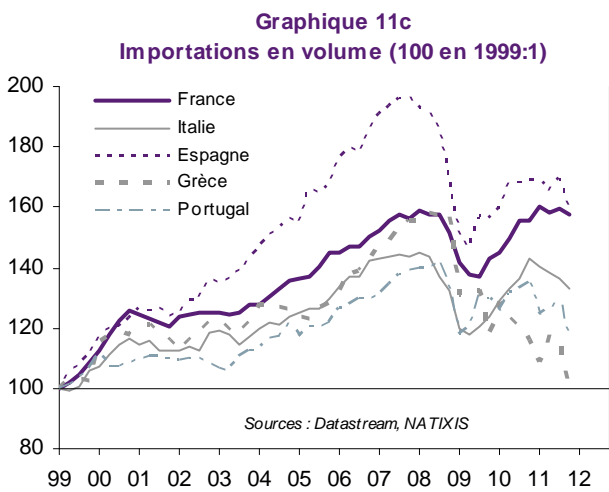
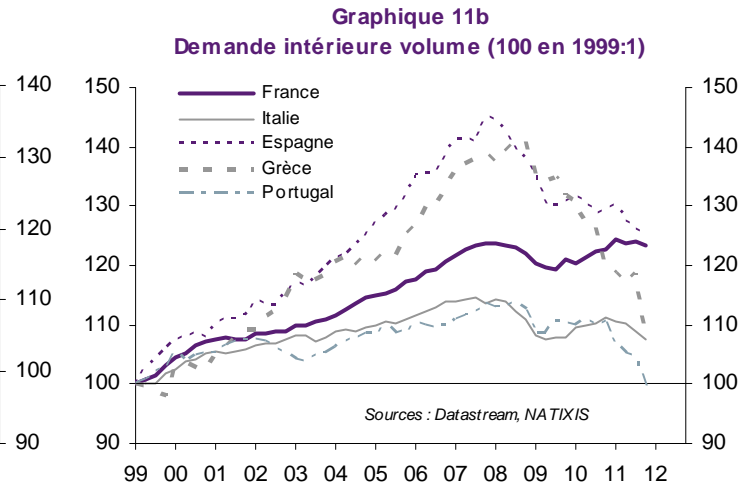
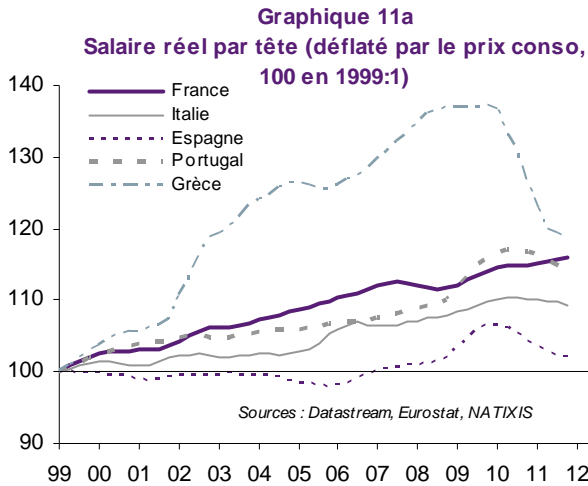
Ces trois problèmes pouvant d'ailleurs se cumuler (France, Italie, Portugal).

Ces problèmes structurels (taille de l'industrie, compétitivité, positionnement en gamme) qui impliquent l'apparition d'un déficit extérieur chronique ne se résoudre pas rapidement.



En conséquence, il doit y avoir disparition du déficit extérieur de ces pays ; à court terme, **l'essentiel de la réduction du déficit extérieur devra venir de la réduction des revenus réels, de la demande intérieure, des importations.** Les **graphiques 11a/b/c** montrent que **ceci se produit déjà** en Grèce, en Espagne et au Portugal, et que ceci démarre en Italie.

La compression de la demande intérieure pour faire disparaître le déficit extérieur conduit alors inévitablement à **une forte hausse du chômage (graphique 11d)**, qui est devenue insupportable en Espagne, en Grèce, au Portugal.



Synthèse : pourquoi il faut craindre un retour de la crise de la zone euro

Nous avons vu ci-dessus :

- qu'il ne faut pas anticiper que les prêts de l'EFSF, du FMI, de la BCE aux pays en difficulté seront un mécanisme permanent ;
- qu'en l'absence de fédéralisme, les pays de la zone euro seront condamnés à faire disparaître leur déficit extérieur, ce qui ne peut se faire à court terme que par la baisse de la demande intérieure et la hausse du chômage ;
- si la hausse correspondante du chômage est insupportable, alors les déficits extérieurs (France, Italie, Espagne, Portugal, Grèce) subsisteront, et puisqu'ils ne seront plus finançables, alors il y aura retour de la crise de balance des paiements, sur le modèle de l'été 2011.