

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 Juillet 2012 – N° 501

### **La mutualisation dans la zone euro des crises financières est favorable pour tous ; la mutualisation des crises de l'économie réelle est un jeu à somme nulle, donc nettement plus difficile à mettre en place**

*Les dirigeants de la zone euro et les institutions européennes réussissent assez bien à éviter qu'une crise financière brutale ne fasse exploser l'euro, d'où la recapitalisation des banques espagnoles, le soutien aux Etats (EFSF-ESM, BCE sous diverses formes) et au financement des déficits extérieurs des pays (repos...).*

*Mais la situation des économies réelles continue à se dégrader dans les pays en difficulté de la zone euro ; pour arrêter le cycle dépressif de ces pays, il faudrait une mutualisation non pas seulement des crises financières mais aussi des économies réelles : soutien à la création d'emplois, mesures incitatives à l'investissement (baisse des impôts, subventions...) dans les pays en difficulté, financés conjointement par l'Europe.*

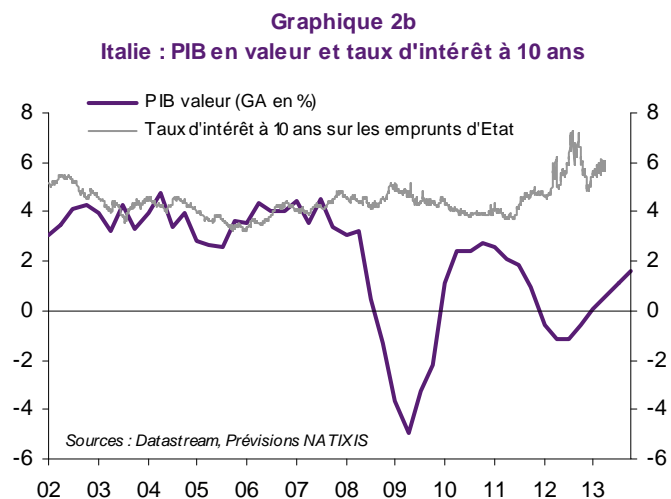
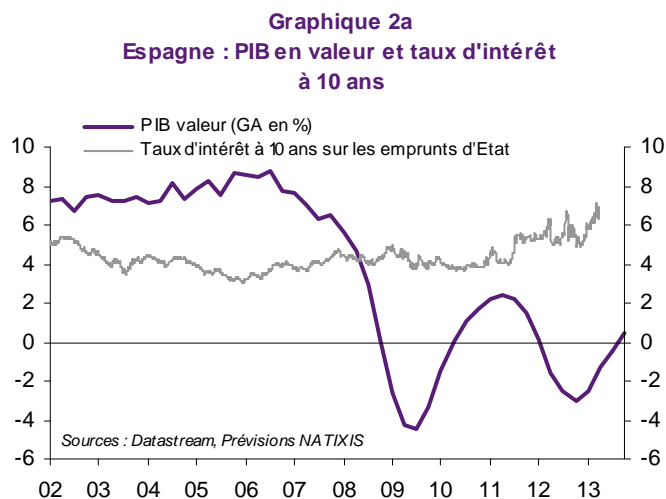
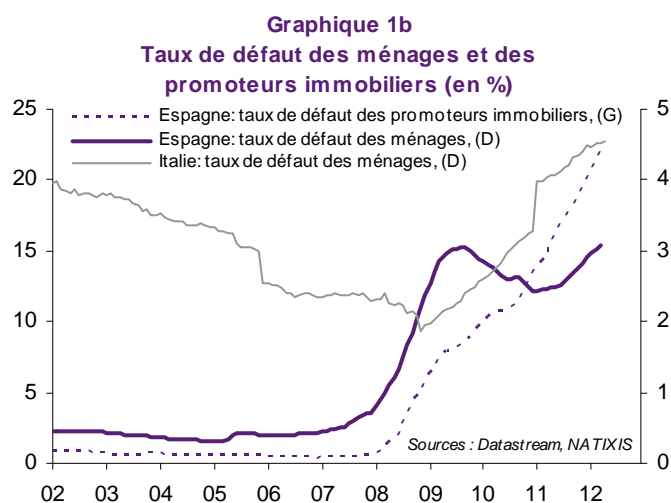
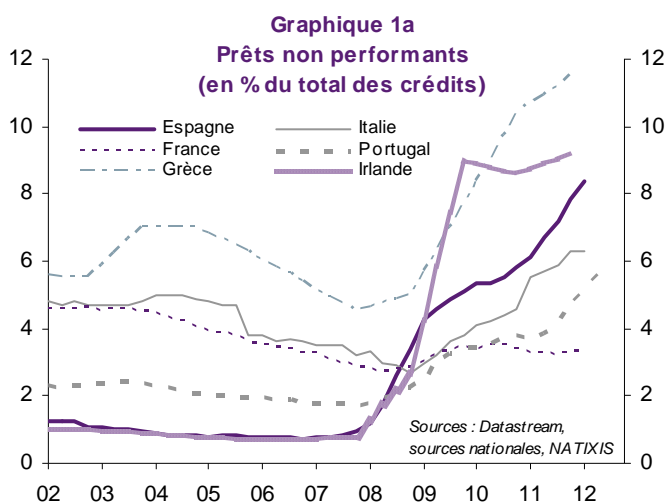
*Eviter la faillite des banques espagnoles ou la sortie de l'Espagne de l'euro est favorable à tous, en particulier à l'Espagne et à l'Allemagne ; mais financer des emplois, subventionner des implantations industrielles en Espagne est un jeu à somme nulle : les usines attirées en Espagne n'iront pas ailleurs (en Allemagne) ; la mutualisation de la crise des économies réelles dans la zone euro sera beaucoup plus difficile à obtenir que la mutualisation des crises financières.*

RECHERCHE ECONOMIQUE  
Rédacteur :  
Patrick ARTUS

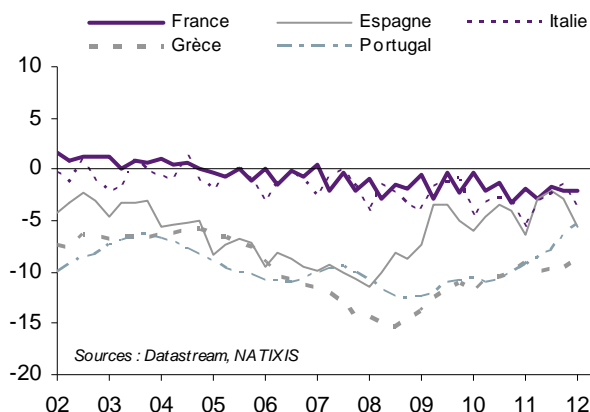
## Peu probable qu'une crise financière puisse faire exploser l'euro

La zone euro peut être atteinte par plusieurs types de crises financières très graves :

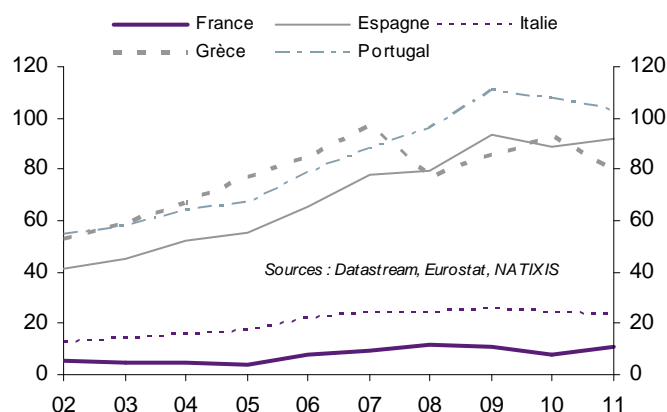
- **crise bancaire** avec la hausse des défauts sur les crédits (graphiques 1 a/b) due à l'explosion de la bulle immobilière, à la récession ;
- **crise des dettes souveraines**, avec les taux d'intérêt à long terme très élevés par rapport aux taux de croissance en Espagne et en Italie (graphiques 2 a/b ; la Grèce et le Portugal sont financés à taux d'intérêt faibles par l'UE) ;
- **crise du financement extérieur des pays** qui ont des déficits extérieurs (graphique 3a) et des dettes extérieures excessives (graphique 3b).



Graphique 3a  
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 3b  
Dettes extérieures nettes (en % du PIB en valeur)



Ces trois types de crise, si elles devenaient sévères (bank run, cessation de paiements des Etats ou des pays) pourraient entraîner l'explosion de l'euro. Mais nous pensons que les gouvernements et les dirigeants européens ont montré leur capacité à éviter que ce soit le cas :

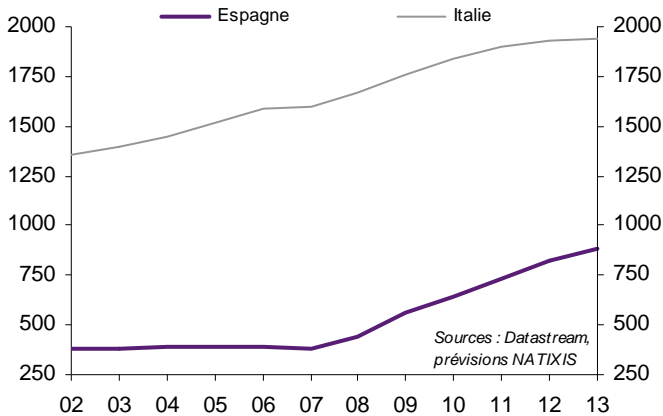
- recapitalisation décidée des banques espagnoles (tableau 1) par l'EFSF-ESM ;
- soutien possible aux Etats par des achats de dette publique par l'EFSF-ESM ; mais, vu la taille des dettes publiques (graphique 4), il est extrêmement probable que, en cas de crise sur les dettes publiques, la BCE interviendrait par des achats directs de dette sur les marchés (en réouvrant le SMP, graphique 5) ;

Tableau 1  
Espagne : réforme financière phase II

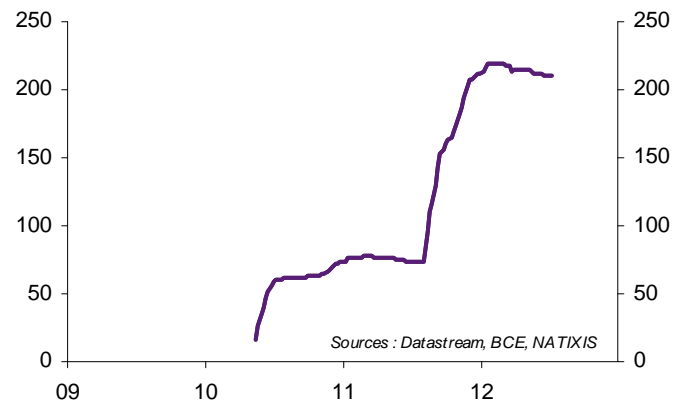
	Encours	Taux de couverture actuel	Provisions actuelles	Taux de couverture additionnel	Provisions additionnelles	Buffer de capital	Buffer capital	Taux de couverture au 31/12/2012	Provisions totales au 31/12/2012	Provisions & capital à constituer
	mds €	%	mds €	%	mds €	%	mds €	%	mds €	mds €
<b>Actifs immobiliers problématiques</b>										
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
<b>total I</b>	<b>184,0</b>	<b>28%</b>	<b>51,2</b>	<b>20%</b>	<b>35,9</b>	<b>10%</b>	<b>18,7</b>	<b>58%</b>	<b>105,8</b>	<b>54,6</b>
<b>Actifs immobiliers non-problématiques</b>										
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
<b>Total II</b>	<b>123,0</b>	<b>7%</b>	<b>8,6</b>	<b>23%</b>	<b>27,8</b>	<b>0%</b>	<b>0,0</b>	<b>30%</b>	<b>36,4</b>	<b>27,8</b>
<b>Total I + II</b>	<b>307,0</b>	<b>19%</b>	<b>59,8</b>	<b>21%</b>	<b>63,7</b>	<b>6%</b>	<b>18,7</b>	<b>46%</b>	<b>142,2</b>	<b>82,4</b>

Sources : Ministerio de economía

**Graphique 4**  
Dette publique (en Mds d'euros)

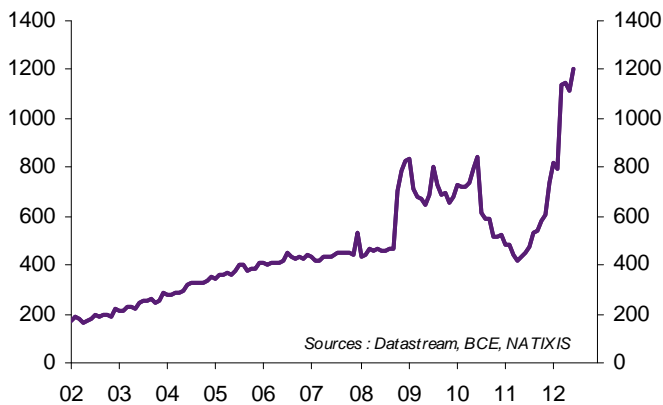


**Graphique 5**  
Encours de dette publique détenue par la BCE  
(en Mds d'€)

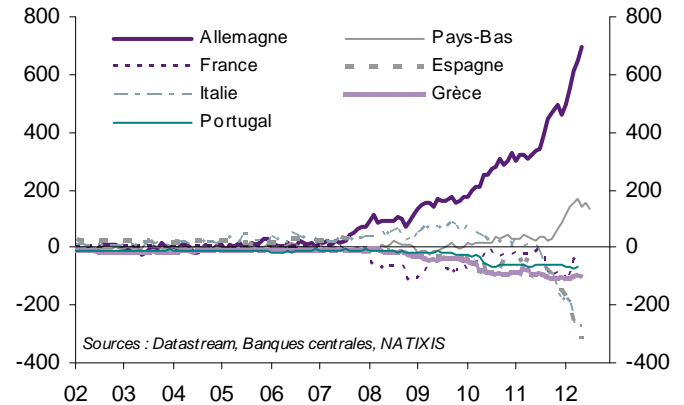


- **supervision collective des banques** (« union bancaire ») ;
- **repos de la BCE (graphique 6a)** dont il faut comprendre qu'ils sont non seulement un instrument de financement des banques mais aussi **un instrument de financement des déficits extérieurs des pays**. C'est la **logique de Target 2** : les pays ayant des excédents d'épargne (des excédents extérieurs) financent au travers du Système Européen de Banques Centrales les pays ayant des déficits extérieurs (**graphique 6b**).

**Graphique 6a**  
Zone euro : encours total de repos  
(en Mds d'euros)



**Graphique 6b**  
Soldes Target 2 des Banques Centrales Nationales  
(en Mds d'euros)



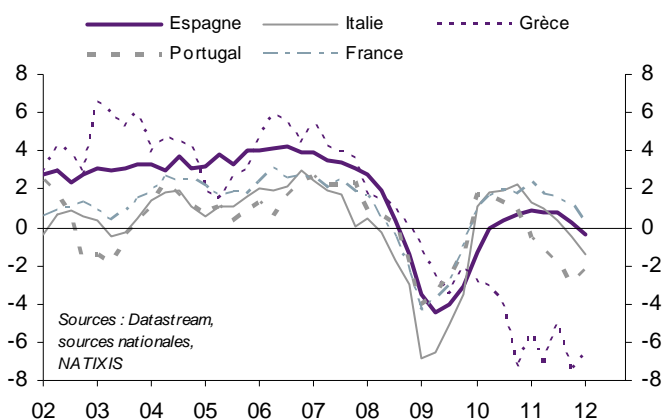
**Au total, les gouvernements, l'UE, la BCE n'ont pas laissé et ne laisseront pas une crise financière faire exploser l'euro.** Mais la situation peut être différente en ce qui concerne l'économie réelle.

## Situation très difficile des économies réelles

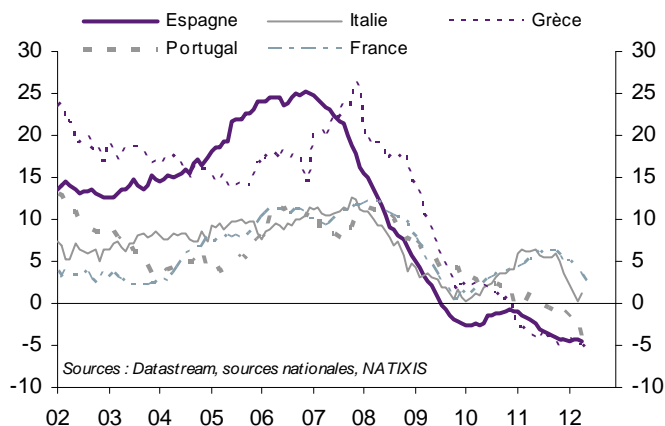
Certains pays sont dans une **situation économique très difficile** :

- **recul de l'activité** avec les politiques budgétaires restrictives et le désendettement du secteur privé (**graphiques 7 a/b**) ;

**Graphique 7a**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)

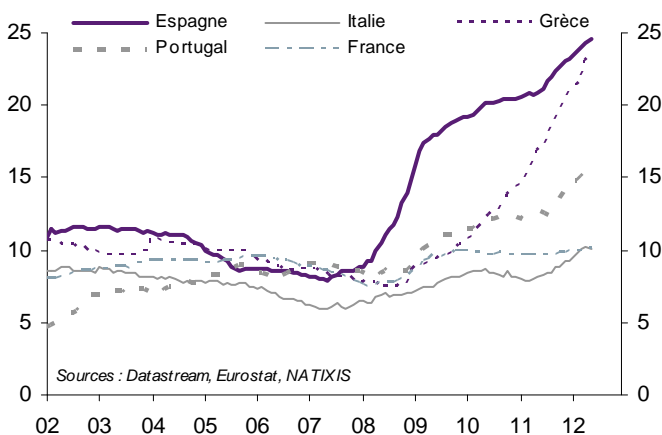


**Graphique 7b**  
Crédit ménages + entreprises (GA en %)

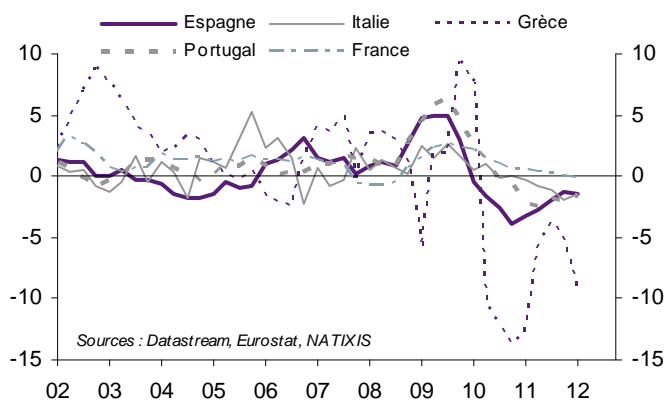


- la hausse induite du chômage conduit au **recul des salaires réels et de la demande des ménages (graphiques 8 a/b/c)**, ce qui amplifie le recul de l'activité ;
- mais **la baisse de l'activité, donc des importations (graphique 9) n'est pas encore suffisante pour faire disparaître les déficits extérieurs** (graphique 3a plus haut). Lorsque les pays ont accumulé de la dette extérieure jusqu'au point où celle-ci devient excessive (graphique 3b plus haut), **il faut pourtant que ces pays fassent disparaître leur déficit extérieur puisqu'il n'est plus finançable**. Ceci implique la **poursuite de la baisse du pouvoir d'achat**, dans des proportions encore considérables (Grèce, Espagne, Portugal, Italie) ;

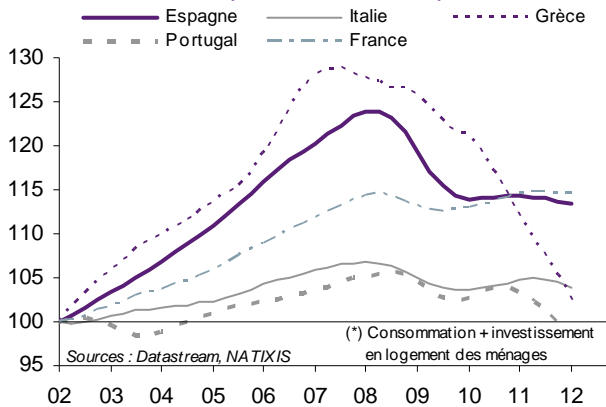
**Graphique 8a**  
Taux de chômage



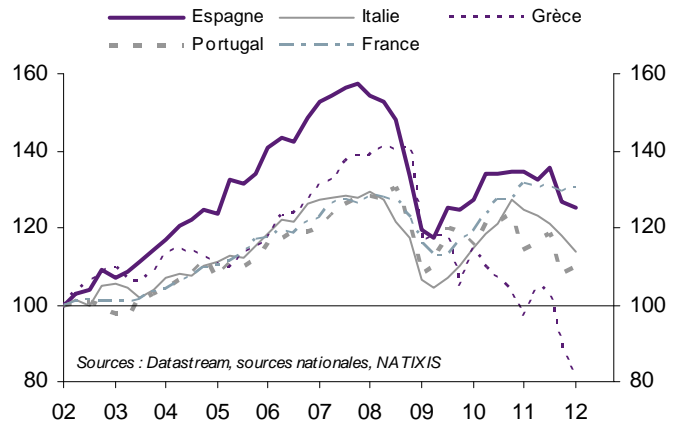
**Graphique 8b**  
Salaire réel par tête (déflaté par le prix conso, GA en %)



**Graphique 8c**  
Demande\* des ménages en volume  
(base 100 en 2002:1)

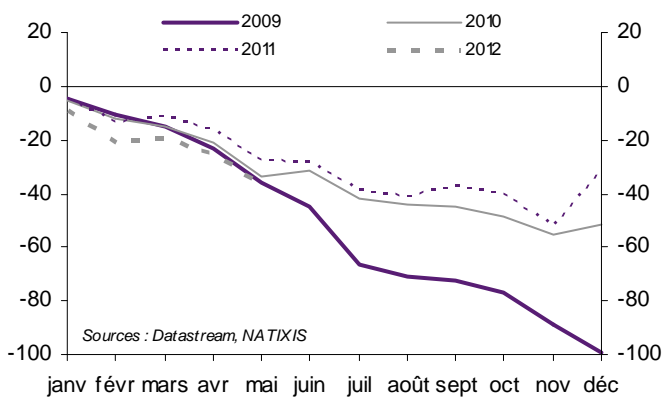


**Graphique 9**  
Importations en volume (100 en 2002:1)

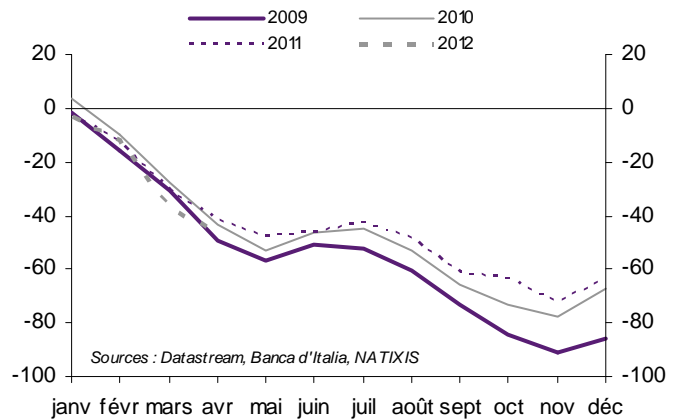


- mais il y a ici contradiction entre les objectifs : la baisse de l'activité nécessaire pour faire disparaître le déficit extérieur rend impossible la réduction des déficits publics, qui partout remontent en 2012 (graphiques 10 a/b/c/d/e).

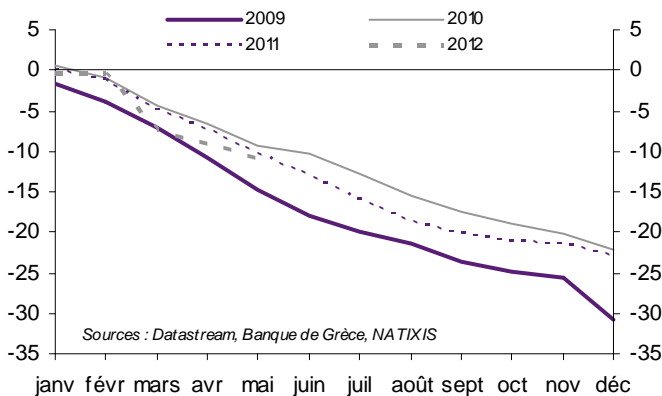
**Graphique 10a**  
Espagne : déficit public cumulé  
(en Mds d'euros)



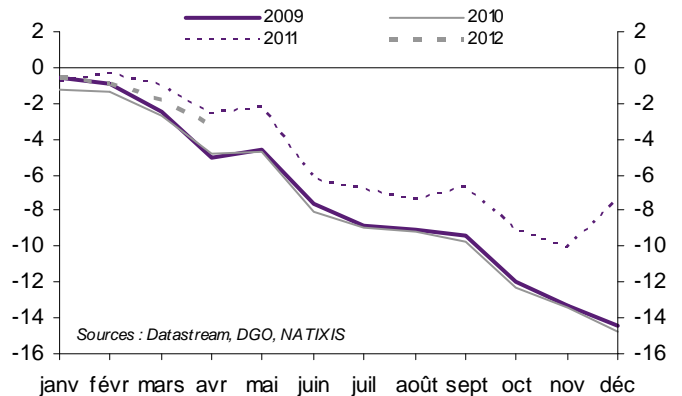
**Graphique 10b**  
Italie : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



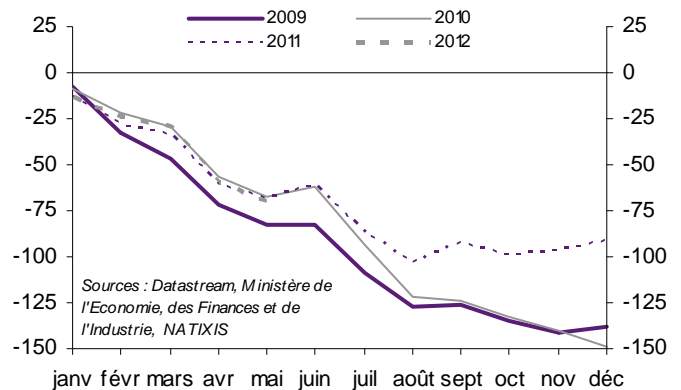
**Graphique 10c**  
Grèce : déficit public cumulé  
(en Mds d'euros)



**Graphique 10d**  
Portugal : déficit public cumulé  
(en Mds d'euros)



**Graphique 10e**  
**France : déficit public cumulé**  
**(en Mds d'euros)**



**La situation réelle des pays est donc épouvantable : la hausse du chômage depuis 2008 (graphique 8a plus haut) est loin d'être suffisante pour faire disparaître les déficits extérieurs, et de plus elle conduit aujourd'hui à des déficits publics qui restent énormes, et qui remontent par rapport à ceux de 2011.**

**Synthèse :  
 mutualisation aussi de  
 la crise réelle ?**

**Comme on l'a vu, la crise financière de la zone euro (banque, Etats, financement extérieur) a été (ou sera) mutualisée pour éviter l'explosion de l'euro.**

**Mais la crise réelle empire : hausse du chômage, mais insuffisante pour faire disparaître les déficits extérieurs, dégradation des finances publiques avec le recul de l'activité.**

**La mutualisation de la crise réelle serait possible : aides à la création d'emplois, à l'implantation d'entreprises dans les pays les plus en difficulté (Grèce, Espagne, Portugal) financées par l'ensemble des pays.**

**Mais la mutualisation de la crise réelle est très peu probable :**

- **la mutualisation de la crise financière est favorable à tous** : éviter le défaut de l'Espagne profite à l'Espagne et aussi aux autres pays (à l'Allemagne) compte tenu des actifs espagnols qu'ils détiennent ;
- **la mutualisation de la crise réelle est un jeu à somme nulle** : aider l'Espagne à attirer des usines conduira à ce que ces usines ne s'installent pas dans les autres pays (Allemagne), d'où évidemment l'absence de souhait de l'Allemagne que ce type d'aide soit mis en place.