

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

03 août 2012 – N° 531

La zone euro mutualisée serait-elle solvable ?

Toutes les solutions envisagées pour sortir de la crise de la zone euro (interventions de la BCE, achats de dette par l'EFSF-ESM, Eurobills et Eurobonds, Project Bonds, etc...) reviennent à mutualiser les dettes de la zone euro.

Cette mutualisation est ainsi présentée comme la solution à la crise, mais cet argument n'est correct que si la zone euro mutualisée est solvable, du point de vue budgétaire. Si la zone euro n'est pas solvable, la mutualisation dégraderait la situation des pays du « cœur » sans sortir la zone euro de la crise.

Nous analysons la solvabilité budgétaire de la zone euro mutualisée, qui dépend de son endettement, de sa croissance potentielle.

Aujourd'hui, la zone euro n'est pas globalement solvable d'un point de vue budgétaire, mais l'effort à faire (1,2 point de PIB de réduction du déficit public) n'est pas énorme. La mutualisation des dettes serait donc une avancée positive.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

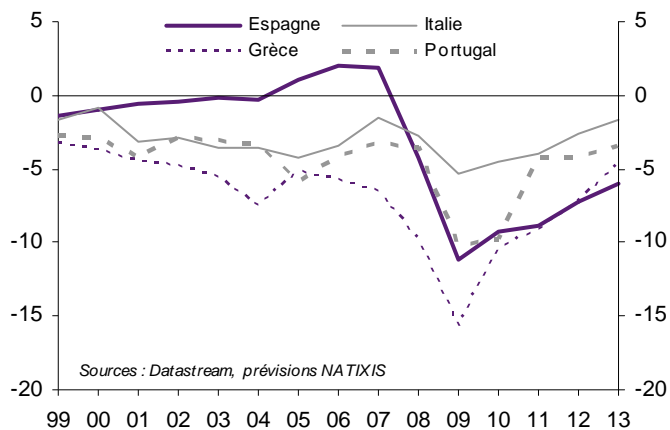
Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

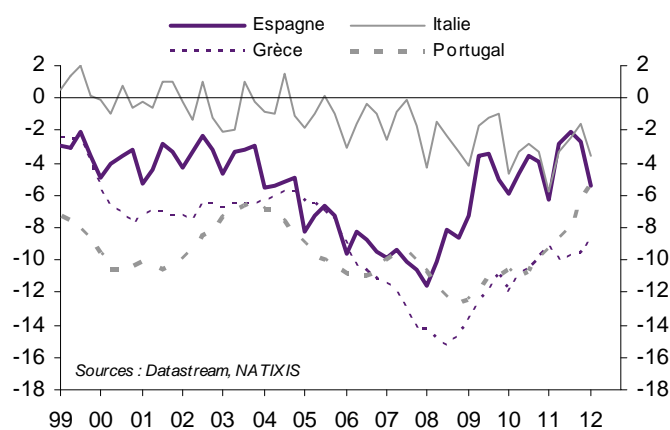
Toutes les solutions envisagées correspondent à une mutualisation des dettes

Le problème de la zone euro est l'incapacité de certains pays à financer à la fois leurs déficits publics (graphique 1a) et leurs déficits extérieurs (graphique 1b), d'où la très forte hausse de leurs taux d'intérêt à long terme (graphiques 1c/1d), qui touche autant les emprunteurs publics que les emprunteurs privés.

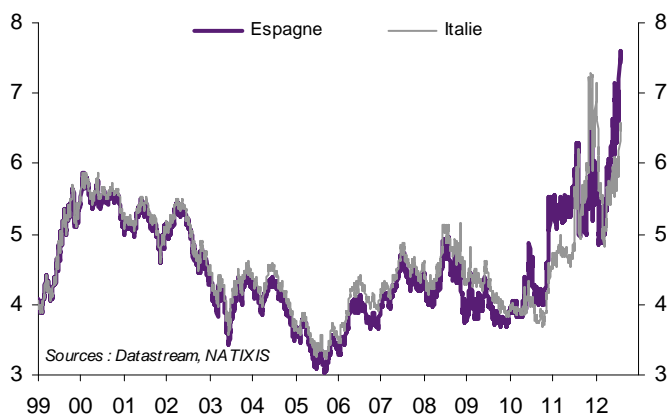
Graphique 1a
Déficit public (en % du PIB, valeur)



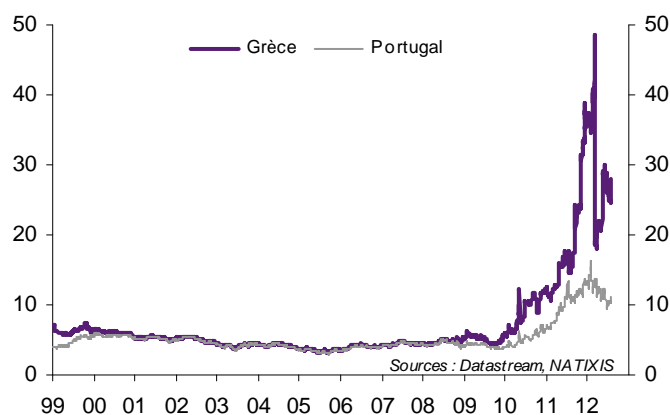
Graphique 1b
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 1c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 1d
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Les solutions évoquées pour sortir de la crise correspondent toutes à une mutualisation des dettes :

- les achats de dette publique par la BCE (graphique 2) font porter le risque de défaut d'un pays sur tous les pays de la zone euro ;
- les achats de dette par l'EFSF-ESM et l'UE (tableau 1), que l'ESM ait dans le futur accès ou non à la BCE, impliquent aussi la mutualisation du risque de défaut d'un pays ;
- s'il y a des émissions en commun des pays (Eurobills, Eurobonds, Project Bonds), il s'agit bien sûr d'une mutualisation de la dette ;
- la recapitalisation des banques espagnoles par l'EFSF-ESM montre qu'on peut aussi avoir mutualisation d'actifs privés (le capital des banques) et pas seulement de dettes publiques.

Graphique 2
Encours de dette publique détenue par la BCE
(en Mds d'euros)

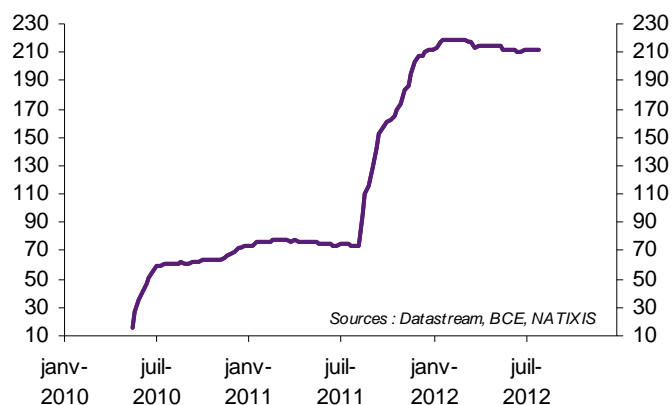


Tableau 1

Encours de prêts de l'EFSF (en Mds d'euros)

	Paiements effectués	Paiements en attente	Total
Irlande	12	5,7	17,7
Portugal	14,8	11,2	26
Grèce	107,9	71,7	179,6
Total	134,7	88,6	223,3

Irlande (en Mds €)

Date de paiement	Montant
01/02/2011	3,6
10/11/2011	3
15/12/2011	1
12/01/2012	1,3
19/01/2012	0,5
03/04/2012	2,8
Total	12,2

Portugal (en Mds €)

Date de paiement	Montant
22/06/2011	3,7
29/06/2011	2,2
20/12/2011	1
12/01/2012	1,7
19/01/2012	1
30/05/2012	5,2
Total	14,8

Grèce (en Mds €)

	Date de paiement	Montant
ECB collateral	07/03/2012	35,0
	12/03/2012	26,6
PSI	10/04/2012	3,0
	25/04/2012	0,8
	12/03/2012	4,6
Intérêts courus	10/04/2012	0,2
	25/04/2012	0,0
2nd Plan Tranche 1	19/03/2012	5,9
2nd Plan Tranche 2	10/04/2012	3,3
2nd Plan Tranche 3*	19/04/2012	25,0
2nd Plan Tranche 4	10/05/2012	4,2
	Total	108,60

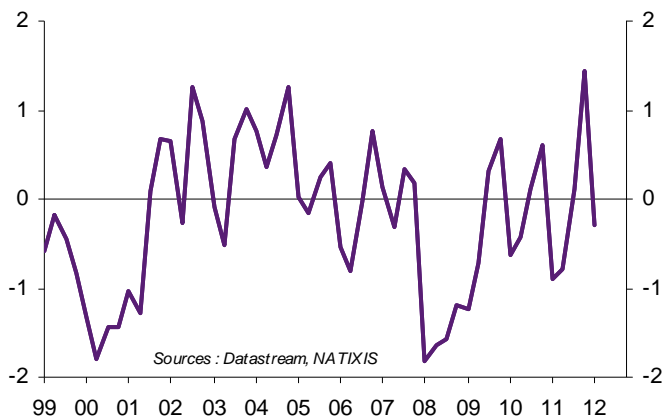
(*) Bank recapitalisation

Sources : BCE, EFSF, NATIXIS

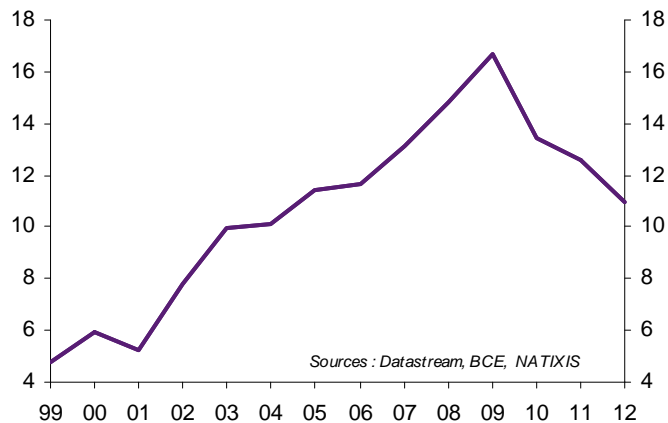
Mutualisation des dettes publiques et solvabilité budgétaire

La zone euro n'a pas de problème de solvabilité externe, puisqu'elle a une balance courante en moyenne équilibrée (**graphique 3a**) et une dette extérieure nette très faible (**graphique 3b**). La question intéressante est donc : **si les dettes publiques de la zone euro étaient complétement mutualisées, la zone euro obtiendrait-elle la solvabilité budgétaire ?**

Graphique 3a
Zone euro : balance courante (en % du PIB)

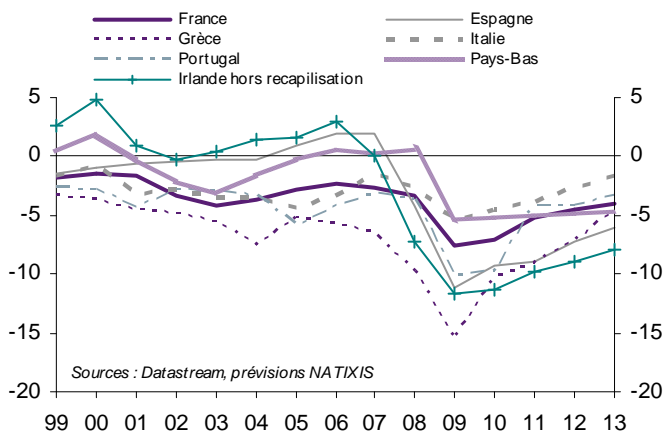


Graphique 3b
Zone euro : dette extérieure nette (en % du PIB)

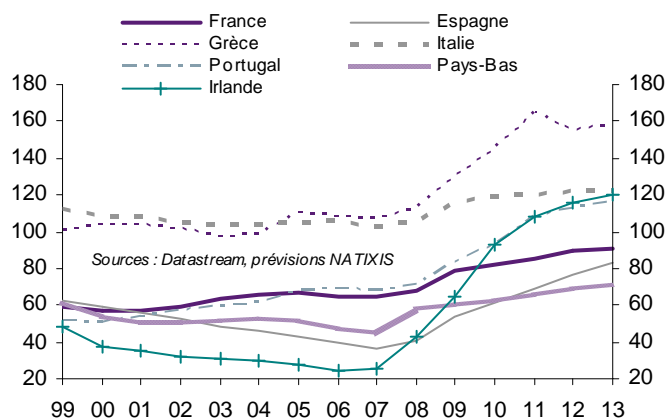


Aujourd'hui, la solvabilité budgétaire n'est pas obtenue par la France, par l'Espagne, par la Grèce, par le Portugal, par les Pays-Bas, par l'Italie (**graphiques 4a/4b**) ; elle est presque vérifiée par l'Italie. Elle l'est par l'Allemagne, la Finlande, l'Autriche (**graphiques 5a/5b**), presque par la Belgique. Si mutualiser les dettes publiques conduit à un ensemble qui n'est pas budgétairement soluble, la mutualisation ne règle pas le problème de la zone euro.

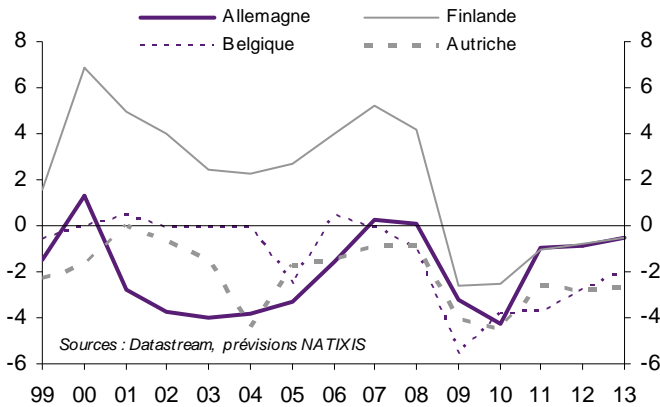
Graphique 4a
Déficit public (en % du PIB)



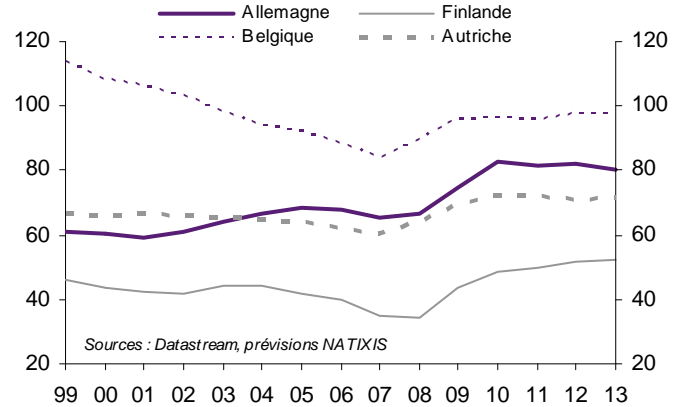
Graphique 4b
Dette publique (en % du PIB)



Graphique 5a
Déficit public (en % du PIB, valeur)



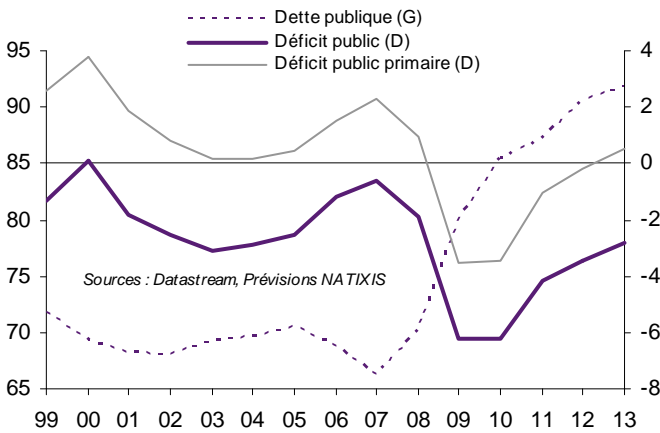
Graphique 5b
Dettes publiques (en % du PIB)



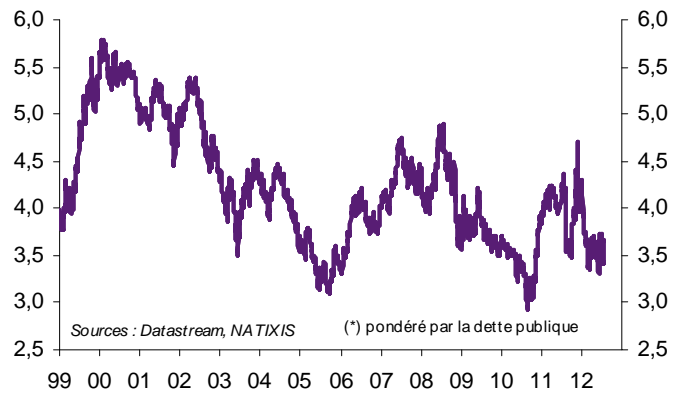
La zone euro est-elle globalement budgétairement solvable ?

On sait que **la solvabilité budgétaire intertemporelle est assurée** si l'excédent budgétaire primaire (graphique 6) est supérieur au produit de la dette publique par l'écart entre le taux d'intérêt à long terme et la croissance nominale potentielle. On peut raisonnablement prendre comme taux d'intérêt à long terme **le taux d'intérêt moyen de la zone euro en excluant la Grèce et le Portugal** qui se financent à des taux d'intérêt beaucoup plus bas auprès de l'EFSF-ESM et de l'UE (graphique 7).

Graphique 6
Déficit et dettes publics (en % du PIB)

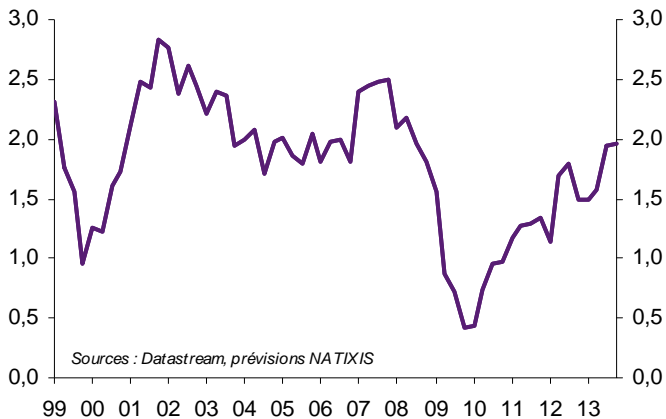


Graphique 7
Zone euro hors* Grèce et Portugal: Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

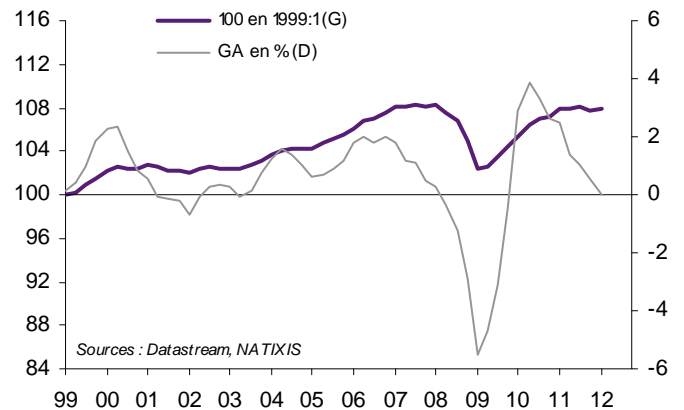


La croissance potentielle en valeur dépend de la tendance de la hausse du prix du PIB (graphique 8a), des gains tendanciels de productivité (graphique 8b) et de la démographie (graphique 8c), et est donc aujourd'hui de **2,7% par an environ dans la zone euro.**

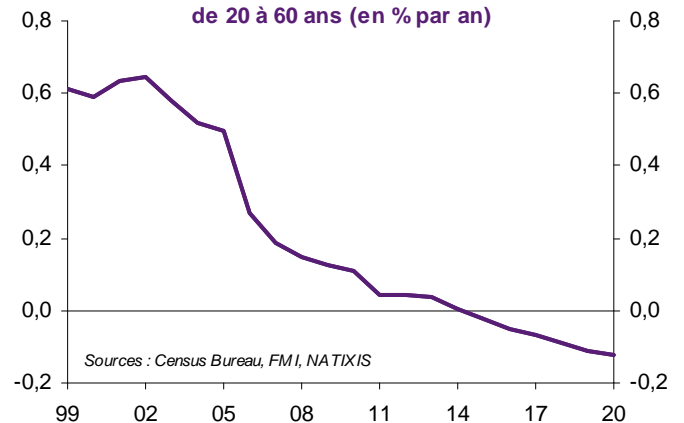
Graphique 8a
Zone euro : prix du PIB (GA en %)



Graphique 8b
Zone euro : productivité par tête



Graphique 8c
Zone euro : croissance de la population
de 20 à 60 ans (en % par an)



Ceci montre que **l'excédent budgétaire primaire qui assure la solvabilité budgétaire de la zone euro est de :**

$92\% \text{ du PIB (taux d'endettement public)} \times (3,7\% \text{ (taux d'intérêt à long terme)} - 2,7\% \text{ (croissance potentielle)}) = 0,9\% \text{ du PIB}$

En 2012, la zone euro devrait avoir un déficit public primaire de 0,3% du PIB : il faudrait donc réduire le déficit public de la zone euro de 1,2 point de PIB pour assurer la solvabilité budgétaire de la zone euro prise globalement.

Synthèse : la mutualisation, sous une forme ou sous une autre, des dettes publiques sortirait-elle la zone euro de la crise ?

Toutes les solutions proposées aujourd'hui pour sortir la zone euro de la crise reviennent à mutualiser les dettes publiques. Sachant que la solvabilité extérieure de la zone euro est assurée, la question centrale est de savoir si la zone euro avec des dettes publiques mutualisées est budgétairement solvable ou non. Si elle ne l'est pas, la mutualisation des dettes publiques ne résoudrait pas la crise. **Aujourd'hui, la zone euro n'est pas globalement solvable d'un point de vue budgétaire, mais l'effort à faire (1,2 point de PIB de réduction du déficit public) n'est pas énorme.**