

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

8 Août 2012 – N° 534

La crise de la zone euro peut durer 20 ans

Ne croyez pas que la crise de la zone euro sera résolue rapidement.

Pour que la zone euro sorte de la crise, il faudra à la fois :

- *que le secteur privé se soit suffisamment désendetté dans les pays où il est surendetté (Espagne, Grèce, Irlande, Pays-Bas), surtout après la chute des prix de l'immobilier ;*
- *que les économies aient recréé les emplois perdus avec la désindustrialisation et l'explosion de la bulle immobilière (France, Italie, Espagne, Grèce, Irlande, Portugal) ;*
- *que les déficits publics aient été réduits malgré la faiblesse de l'activité ;*
- *que les pays qui ont un déficit extérieur structurel l'aient fait disparaître (réindustrialisation, amélioration de la compétitivité, baisse de la demande), ou que le fédéralisme ait été mis en place.*

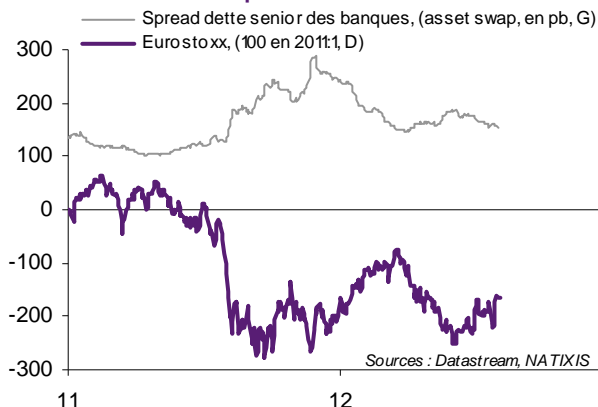
Tout ceci prendra énormément de temps, d'où le risque d'une grande instabilité économique, financière, sociale, politique, durable, d'où aussi d'une dépression durable des prix des actifs financiers et d'une volatilité forte durable sur les marchés financiers.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

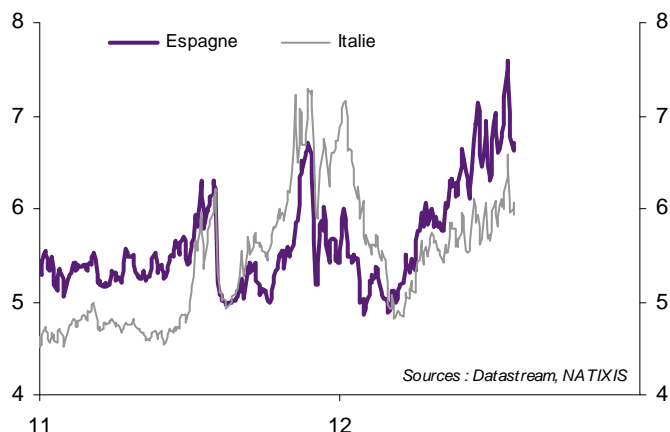
Parfois, les marchés financiers croient que la crise de la zone euro va se régler rapidement

Les quelques avancées vers la résolution de la crise de la zone euro (VLTRO de la BCE à partir de la fin de 2011 ; sommet européen de juin 2012 avec les décisions concernant la supervision et la recapitalisation des banques, la mise en œuvre de l'ESM) provoquent toujours une amélioration forte mais transitoire des marchés financiers (graphiques 1 a/b).

Graphique 1a
Zone euro : Indice boursier et spreads de crédit



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



Mais les marchés financiers devraient comprendre que la crise de la zone euro sera très longue, compte tenu des évolutions nécessaires pour qu'elle disparaisse :

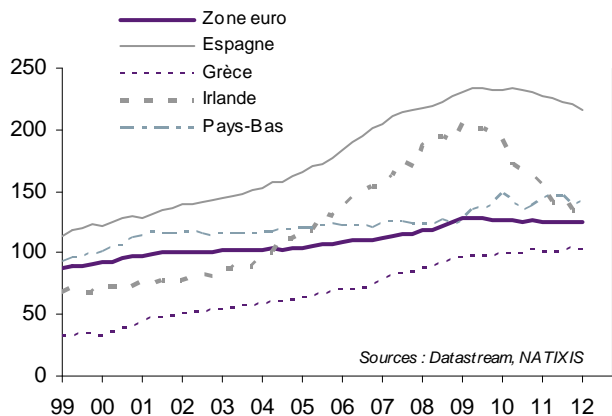
- rééquilibrage des bilans des agents économiques privés ;
- restauration du plein emploi ;
- réduction des déficits publics ;
- correction des déficits extérieurs, ou fédéralisme.

Les longues évolutions nécessaires pour que la crise de la zone euro disparaisse

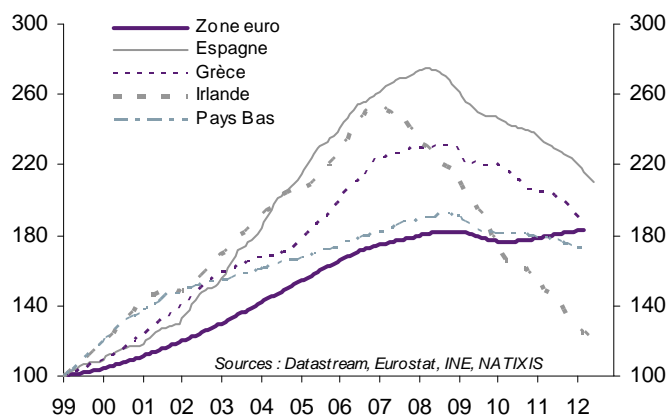
1 Rééquilibrage des bilans

Dans l'ensemble de la zone euro, et particulièrement dans certains pays (Espagne, Grèce, Irlande, Pays-Bas) il est apparu **un déséquilibre des bilans des agents économiques privés entre les passifs** (avec un taux d'endettement très élevé du secteur privé, **graphique 2a**) **et les actifs** (avec l'explosion de la bulle immobilière et la chute des prix de l'immobilier, **graphique 2b**).

Graphique 2a
Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)



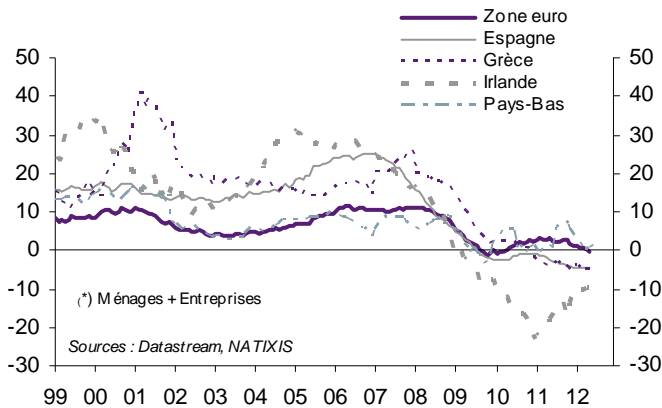
Graphique 2b
Prix de l'immobilier (100 en 1999:1)



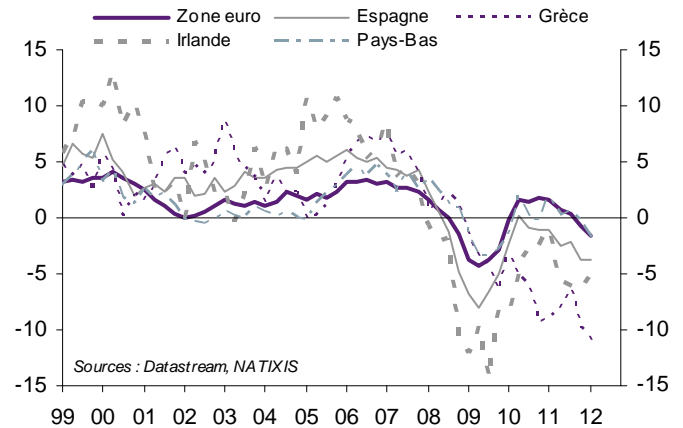
Tant que ce désajustement des bilans dure :

- le secteur privé doit se désendetter (graphique 3a), donc réduit ses dépenses (graphique 3b), d'où la faiblesse de la croissance ;
- la solvabilité des emprunteurs privés est dégradée (graphique 3c), d'où la poursuite des difficultés des banques.

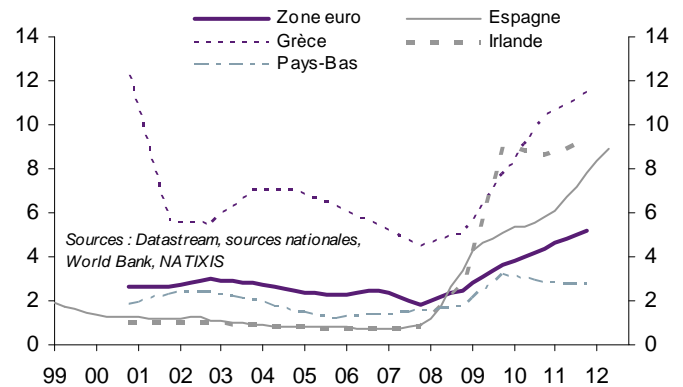
Graphique 3a
Crédits au secteur privé* (GA en %)



Graphique 3b
Demande intérieure (volume, GA en %)



Graphique 3c
Prêts non performants
(en % du total des crédits)

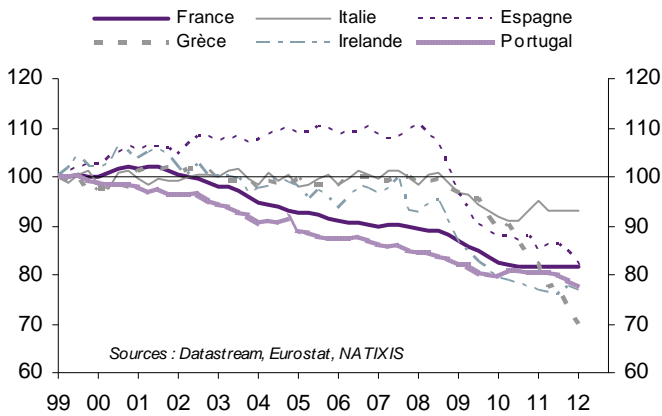


2 Restauration du plein-emploi

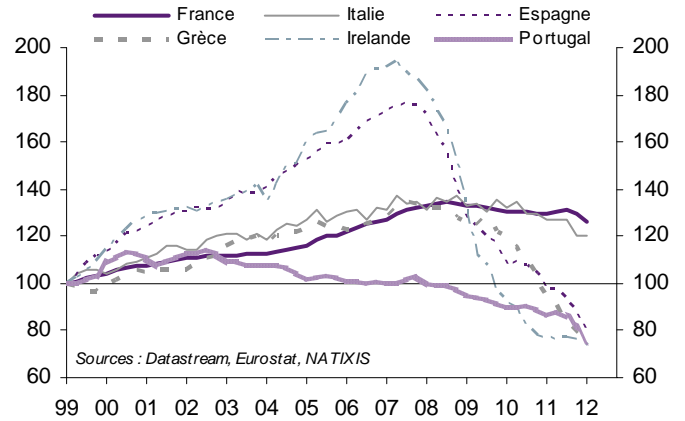
La crise de 2009, après la faillite de Lehman, avait provoqué de **fortes pertes d'emplois industriels** avec la chute du commerce mondial ; puis l'explosion de la bulle immobilière avait provoqué le **recul de l'emploi dans la construction**.

Au total, beaucoup de pays (France, Italie, Espagne, Grèce, Irlande, Portugal) connaissent aujourd'hui un **très important déficit d'emploi (graphiques 4 a/b/c)**, donc un **niveau très élevé de chômage (graphique 5)**.

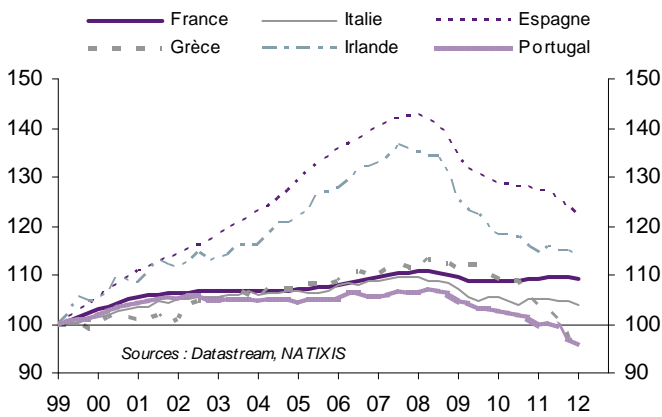
Graphique 4a
Emploi manufacturier (100 en 1999:1)



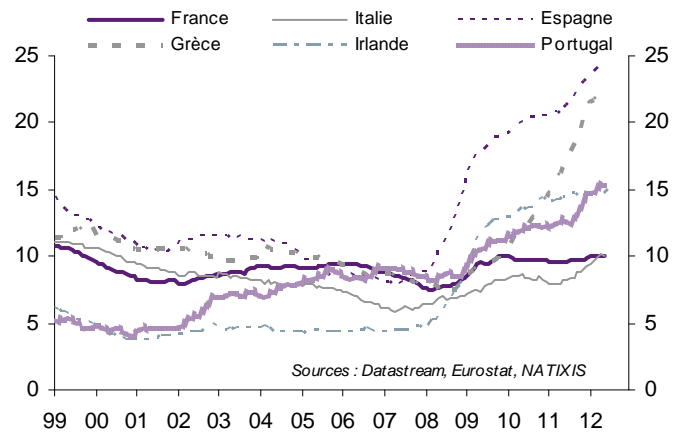
Graphique 4b
Emploi dans la construction (100 en 1999:1)



Graphique 4c
Emploi total (100 en 1999:1)



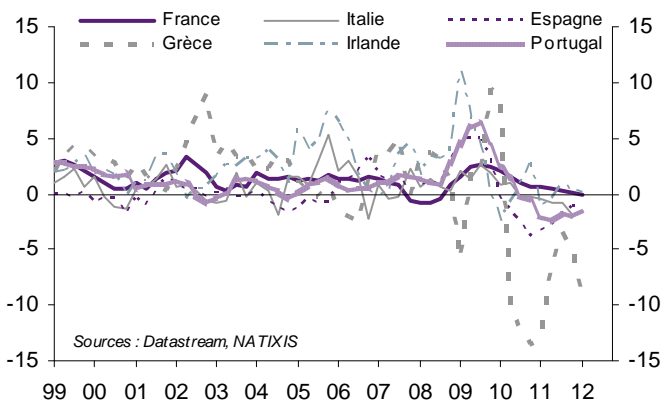
Graphique 5
Taux de chômage



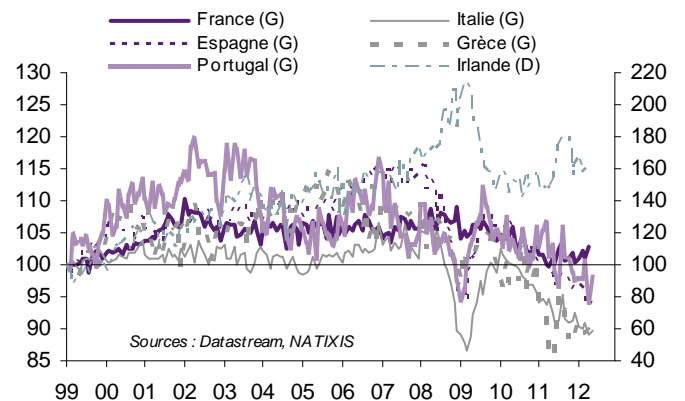
Ceci génère un **cycle dépressif**, puisque le chômage élevé conduit à la perte de pouvoir de négociation des salariés et au recul des salaires réels (**graphique 6**).

La crise ne sera finie que lorsque les économies seront sorties de ce cycle dépressif, c'est-à-dire lorsque les pertes d'emplois auront été compensées par de nouveaux emplois. Mais ce processus n'a pas encore commencé, et il nécessiterait d'attirer dans ces pays des activités nouvelles, de les réindustrialiser, ce qui ne se voit pas, comme le montre l'évolution des capacités de production de l'industrie (**graphique 7**), qui reculent encore.

Graphique 6
Salaire réel par tête (déflaté par le prix de consommation, GA en %)



Graphique 7
Capacité de production dans le secteur manufacturier (volume, 100 en 1999:1)

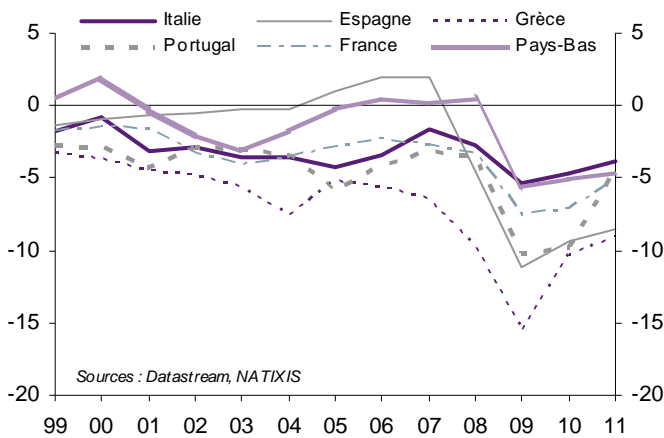


3 Elimination des déficits publics

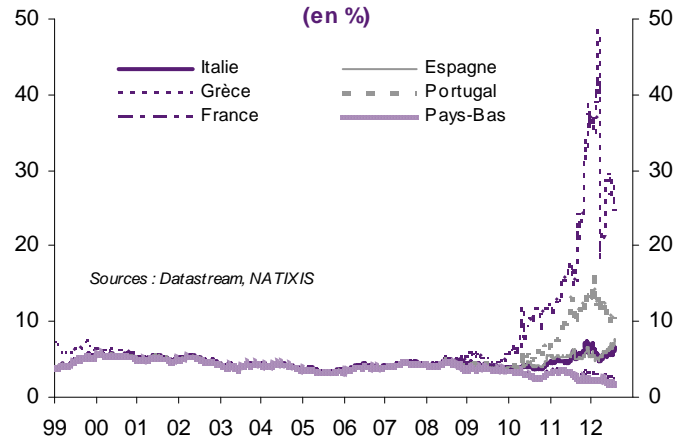
La crise des dettes souveraines est bien sûr liée à l'excès des déficits publics dans de nombreux pays (graphique 8).

Les gouvernements voudraient éliminer ces déficits publics, ce qui sera nécessaire pour faire définitivement baisser les taux d'intérêt à long terme (graphique 9), mais on observe en 2012 une évolution très inquiétante : les déficits publics ne se réduisent plus, au contraire ils augmentent (graphiques 10a à 10f) en raison de la faiblesse de l'activité (graphiques 11 a/b).

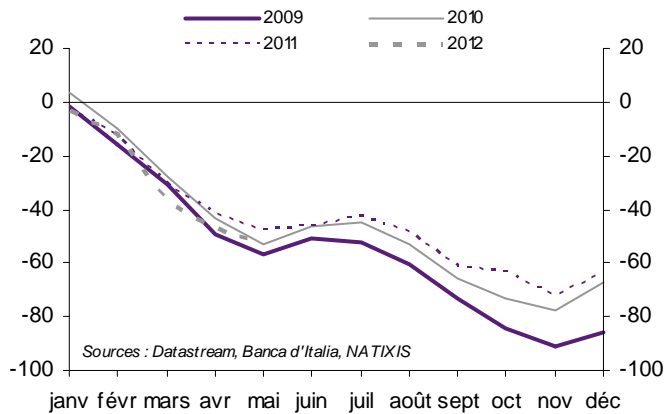
Graphique 8
Déficit public (en % du PIB)



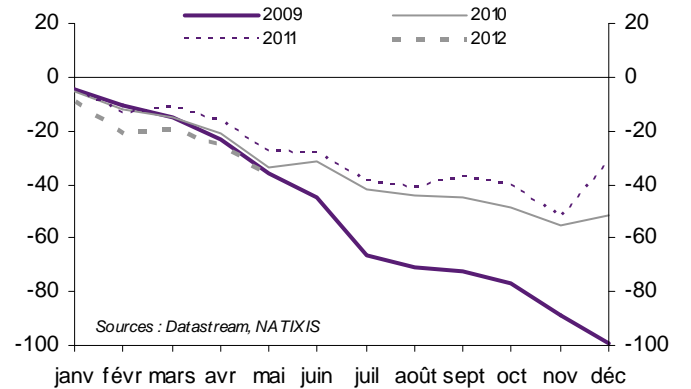
Graphique 9
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



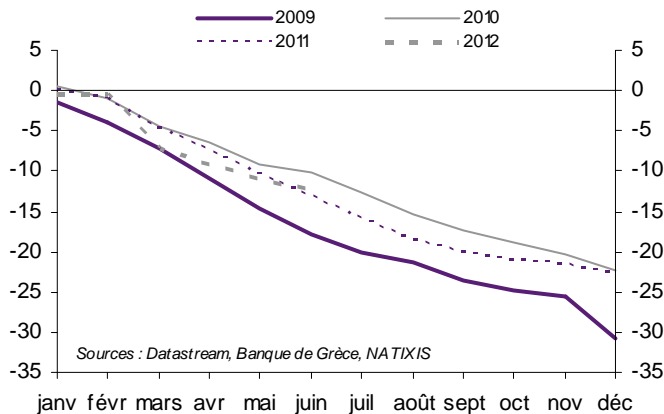
Graphique 10a
Italie : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



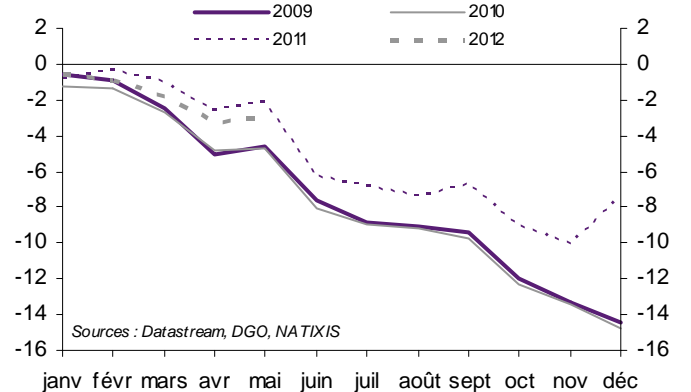
Graphique 10b
Espagne : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



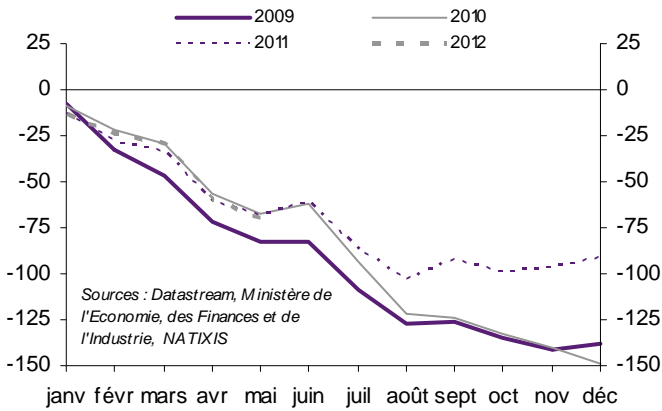
Graphique 10c
Grèce : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



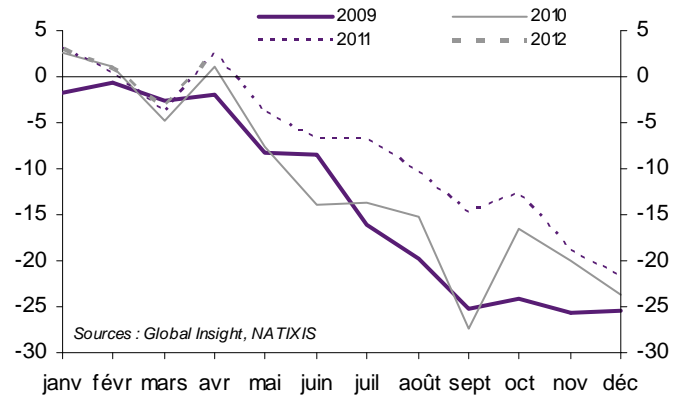
Graphique 10d
Portugal : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



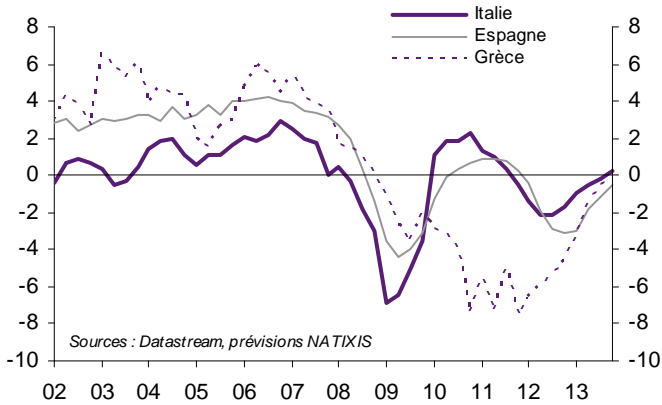
Graphique 10e
France : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



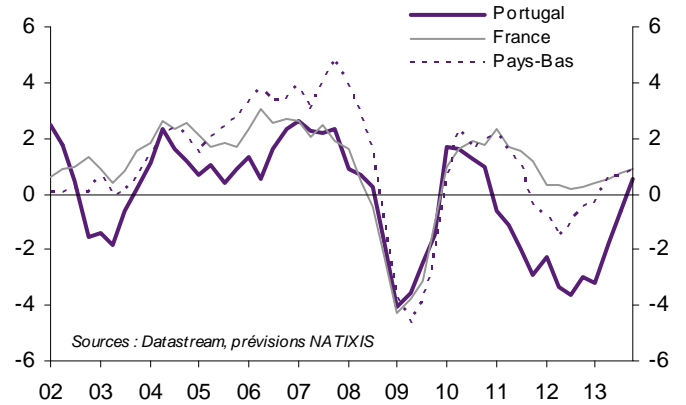
Graphique 10f
Pays-Bas : déficit public cumulé (en Mds d'euros)



Graphique 11a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



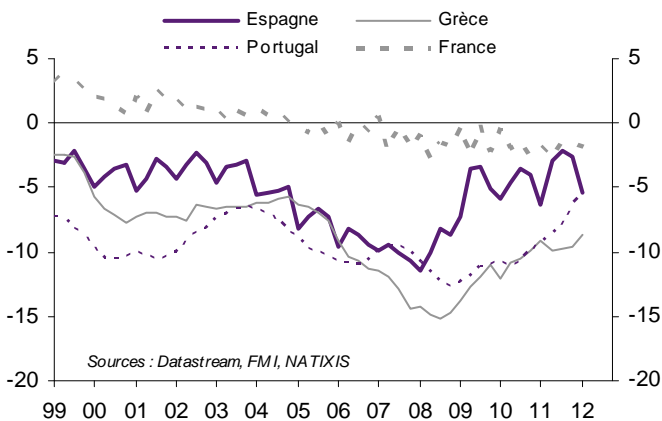
Graphique 11b
Croissance du PIB (volume, GA en %)



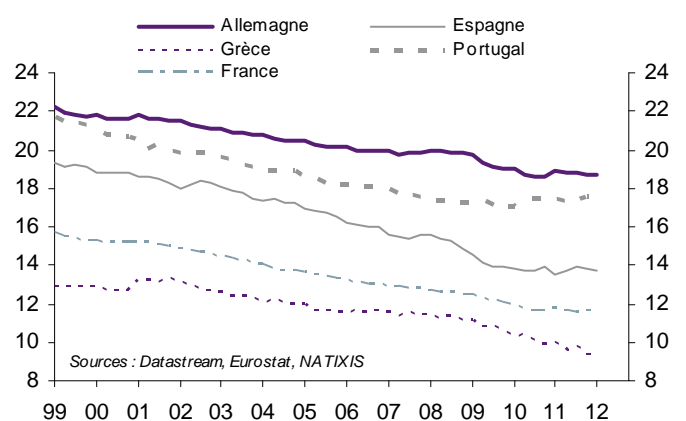
4 S'il n'y a pas fédéralisme, disparition des déficits extérieurs structurels

Certains pays (Espagne, Grèce, Portugal, France) ont des déficits extérieurs structurels (graphique 12a) en raison de la faible taille de leurs secteurs exportateurs, en particulier de l'industrie (graphiques 12 b/c).

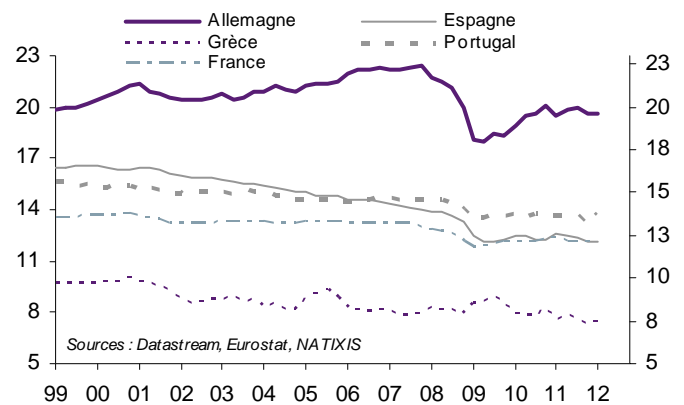
Graphique 12a
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 12b
Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 12c
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier
(en volume, en % du PIB)



Cette situation n'est pas soutenable, puisque ces pays accumulent une dette extérieure continûment croissante, et **finissent par devenir insolvables**.

Il n'y a alors que **deux solutions, qui toutes les deux nécessitent énormément de temps** :

- **le fédéralisme**, c'est-à-dire la mise en place de transferts des pays excédentaires vers les pays déficitaires ; cette organisation de la zone euro (une « union de transferts ») est rejetée aujourd'hui ;
- **la réindustrialisation des pays déficitaires**.

Synthèse : ne pas attendre une sortie de crise rapide dans la zone euro

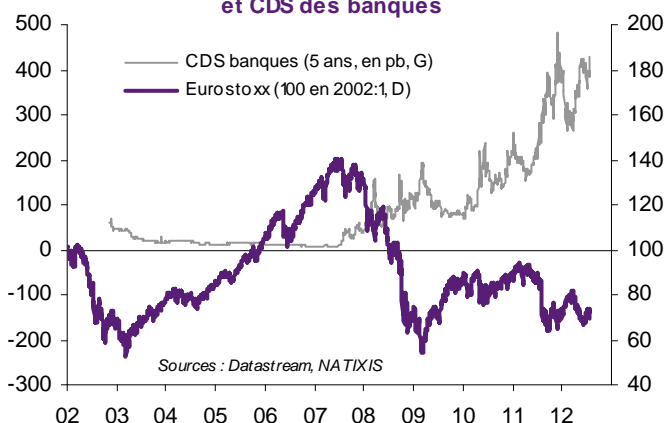
La crise de la zone euro ne sera terminée que lorsque :

- le secteur privé sera suffisamment désendetté ;
- les économies auront recréé les emplois perdus dans l'industrie et dans la construction ;
- les déficits publics auront été fortement réduits ;
- en l'absence de fédéralisme, les déficits extérieurs auront été éliminés.

Tout ceci prendra énormément de temps (20 ans ?).

Pendant longtemps, l'incertitude économique, financière, sociale, politique sera donc forte dans la zone euro. Pour les marchés financiers, ceci signifie un niveau déprimé, avec le niveau élevé du risque, et une forte volatilité (graphiques 13 a/b).

Graphique 13 a
Zone euro : indice boursier
et CDS des banques



Graphique 13b
Zone euro : CDS (5 ans, en pb)

