

## Quel est le scénario catastrophe pour la zone euro ?

Avec les difficultés des finances publiques de certains pays (Grèce, Espagne, Irlande), les marchés financiers parlent à nouveau d'une explosion de la zone euro. Mais ce n'est pas une hypothèse sérieuse : les pays en difficulté ont besoin de l'appartenance à la zone euro pour garder des coûts de financement faibles ; les autres pays (Allemagne, France...) perdraient leur compétitivité avec l'appréciation de leur devise.

Le scénario catastrophe pour la zone euro nous semble être le suivant : les investisseurs et les banques refusent de porter les dettes publiques des pays "fragiles" et se reportent vers les pays du "cœur" (Allemagne, Pays Bas, peut-être France).

Les premiers paient alors des taux d'intérêt de plus en plus élevés sur leur dette, les seconds des taux d'intérêt de plus en plus bas, ce qui accentue les difficultés des premiers.

La question est alors de savoir si les "pays du cœur" seront ou non solidaires des pays en difficulté et quelles formes pourrait prendre la solidarité : émissions conjointes, garanties (tout ceci rompant avec la clause de "no bail-out") ?

### 1 – Difficultés pour les finances publiques

Les pays de la zone euro qui sont le plus en difficulté sont ceux où :

- les déficits publics sont les plus élevés ;
- les perspectives de croissance après la crise sont les plus faibles (en particulier si la tendance des gains de productivité est faible).

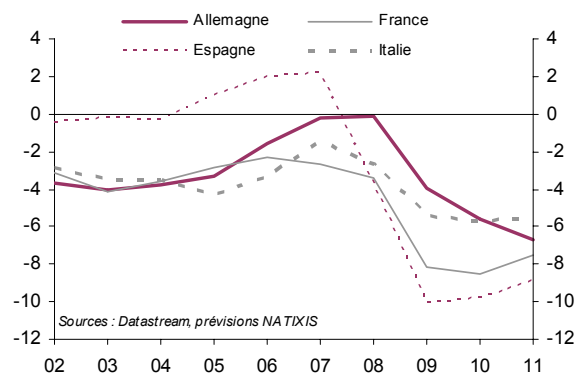
Les graphiques 1 a/b/c montrent les déficits publics, les graphiques 2 a/b/c et le tableau 1 les gains de productivité, les graphiques 3 a/b/c et le tableau 2 (en annexe) nos prévisions de croissance. Les déficits publics les plus élevés s'observent en Espagne, en Grèce et en Irlande.

**Tableau 1**  
Productivité par tête GA en % (moyenne sur 2002-2007)

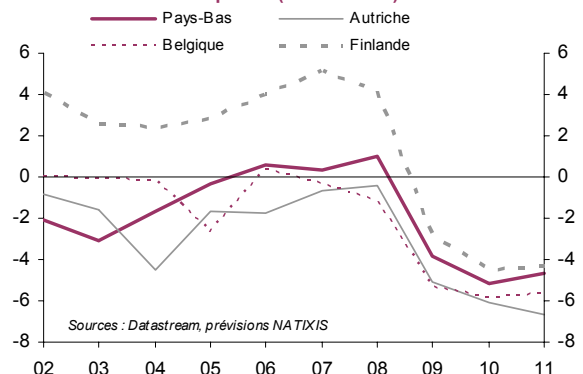
	Moyenne 2002-2007
Allemagne	1,02
France	1,00
Espagne	-0,52
Italie	-0,16
Pays Bas	0,97
Autriche	1,21
Belgique	-1,04
Finlande	2,17
Portugal	0,67
Grèce	2,79
Irlande	2,29

Sources : Datastream, NATIXIS

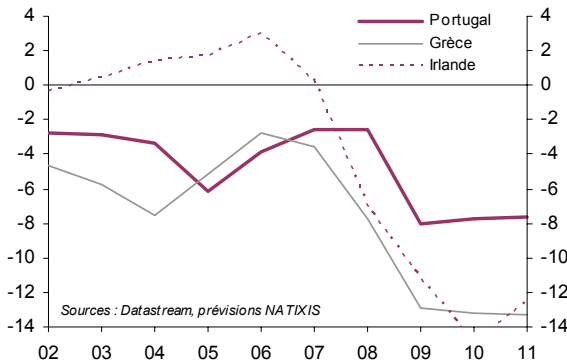
**Graphique 1 a**  
Déficit public (en % du PIB)



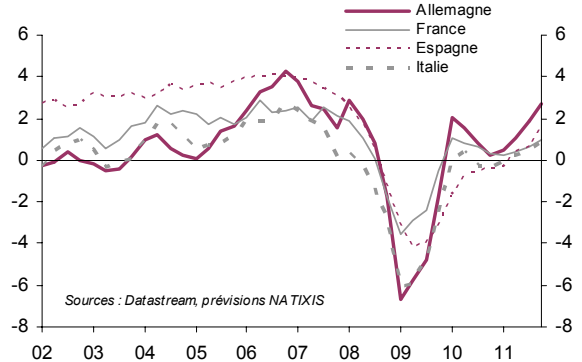
**Graphique 1 b**  
Déficit public (en % du PIB)



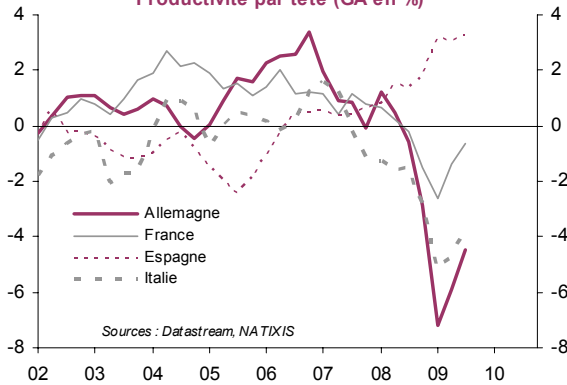
**Graphique 1 c**  
Déficit public (en % du PIB)



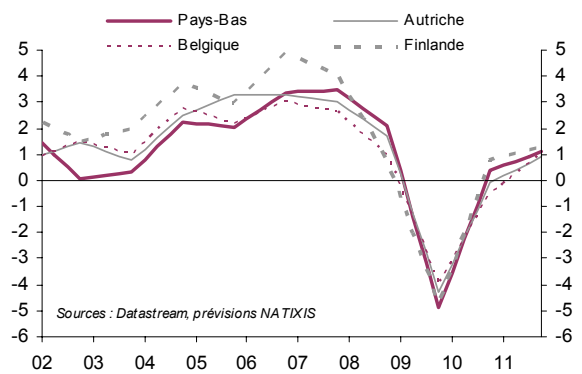
**Graphique 3 a**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



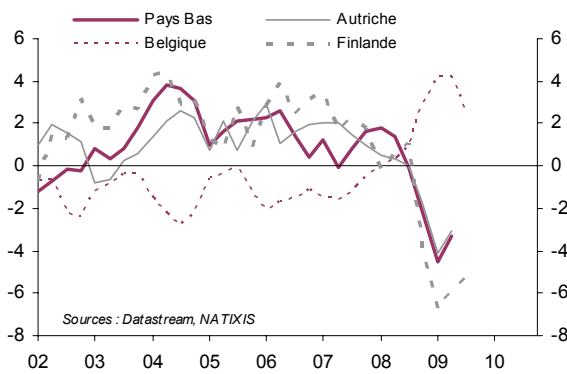
**Graphique 2 a**  
Productivité par tête (GA en %)



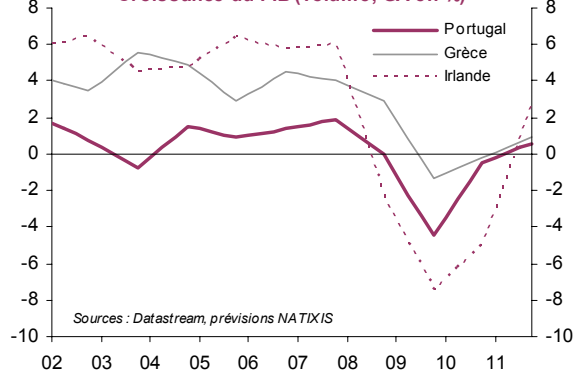
**Graphique 3 b**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



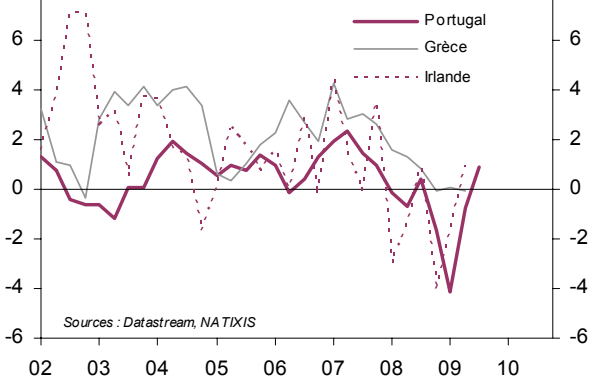
**Graphique 2 b**  
Productivité par tête (GA en %)



**Graphique 3 c**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



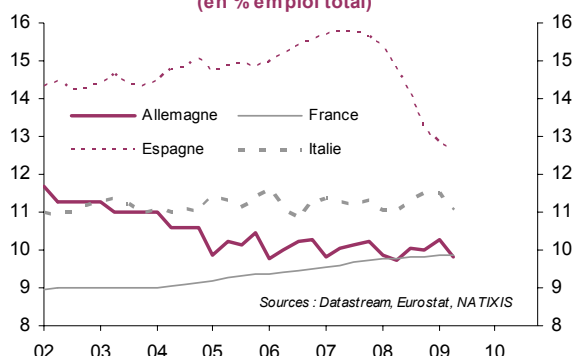
**Graphique 2 c**  
Productivité par tête (GA en %)



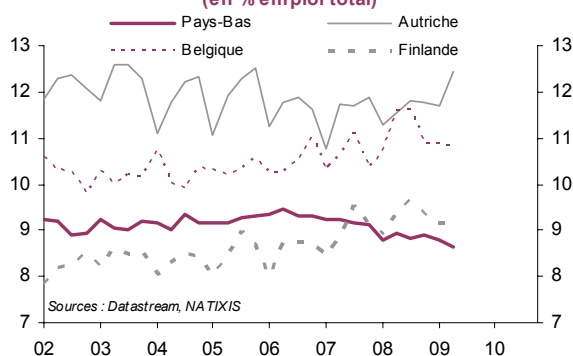
La croissance potentielle la plus faible s'observe en Espagne, en Italie, en Belgique ; les perspectives de croissance à deux ans les plus faibles en Italie, en Espagne, au Portugal, en Grèce, en Irlande. La Grèce, l'Irlande et l'Espagne sont clairement en difficulté.

La taille du choc subi par les pays dépend aussi de la taille des secteurs les plus touchés : construction, services financiers (graphiques 4 a/b/c).

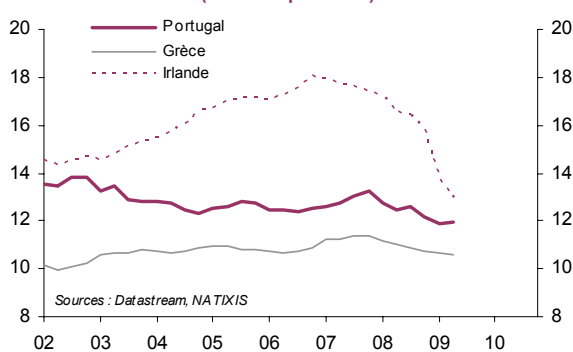
**Graphique 4 a**  
Emploi dans la construction + Finance  
(en % emploi total)



**Graphique 4 b**  
Emploi dans la construction + Finance  
(en % emploi total)



**Graphique 4 c**  
Emploi dans la construction + Finance  
(en % emploi total)



Ces secteurs étaient de plus grande taille en **Espagne et en Irlande**.

Au total, **les pays les plus fragiles objectivement du point de vue de leurs finances publiques sont bien la Grèce, l'Espagne et l'Irlande**.

Par rapport **au rating d'agence des dettes souveraines (tableau 3)**, on observe sans doute encore un peu trop d'optimisme des agences de rating en ce qui concerne l'Espagne et l'Irlande.

**Tableau 3**  
Rating des Dettes Souveraines à long terme

	MOODY'S	S&P	FITCH
Allemagne	Aaa	AAA	AAA
Autriche	Aaa	AAA	AAA
Belgique	Aa1	AA+	AA+
Espagne	Aaa	AA+	AAA
Finlande	Aaa	AAA	AAA
France	Aaa	AAA	AAA
Grèce	A1	A-	BBB+
Irlande	Aa1	AA	AA-
Italie	Aa2	A+	AA-
Pays-Bas	Aaa	AAA	AAA
Portugal	Aa2	A+	AA

Source : Bloomberg

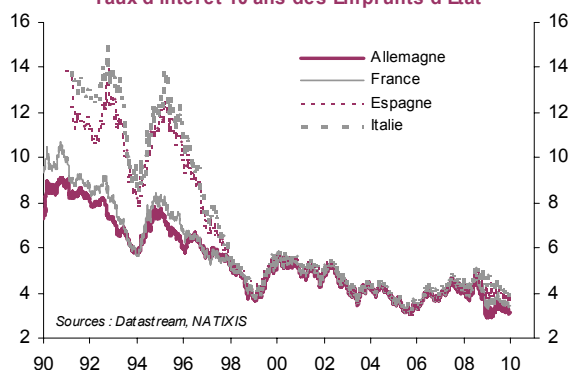
**2 – Les marchés financiers et les media évoquent à nouveau l'éclatement de la zone euro.**

Comme chaque fois qu'une hétérogénéité entre pays, apparaît dans la zone euro, les marchés financiers et les media évoquent l'éclatement de la zone euro, la dépréciation des devises des pays en difficulté étant perçue comme le seul moyen pour ces pays d'augmenter leur croissance de long terme et donc de réduire leurs déficits publics.

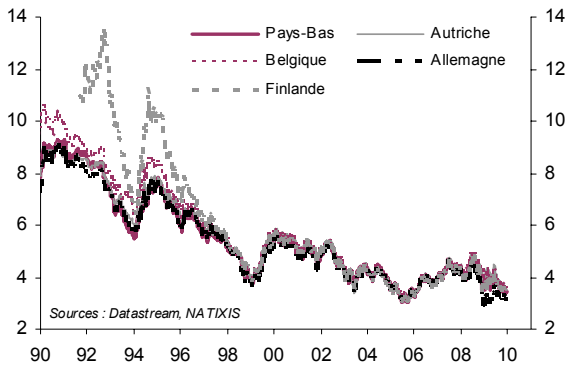
Mais cette hypothèse d'éclatement de l'euro n'est pas sérieuse :

- si les pays en difficulté sortent de la zone euro, les taux d'intérêt qu'ils payent sur leurs dettes vont devenir extrêmement élevés, comme ils l'étaient avant la création de l'euro (graphiques 5 a/b/c), en raison du **risque de change** ;

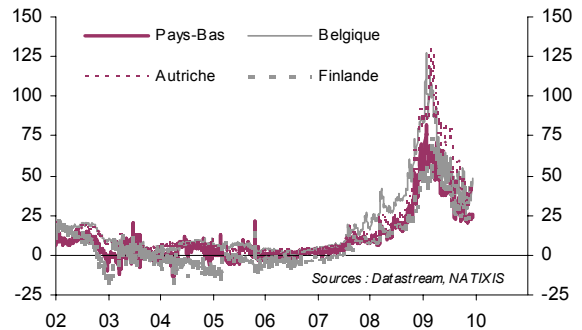
**Graphique 5 a**  
Taux d'intérêt 10 ans des Emprunts d'Etat



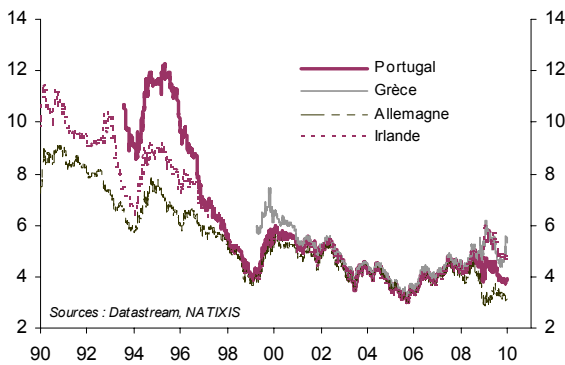
**Graphique 5 b**  
Taux d'intérêt 10 ans des Emprunts d'Etat



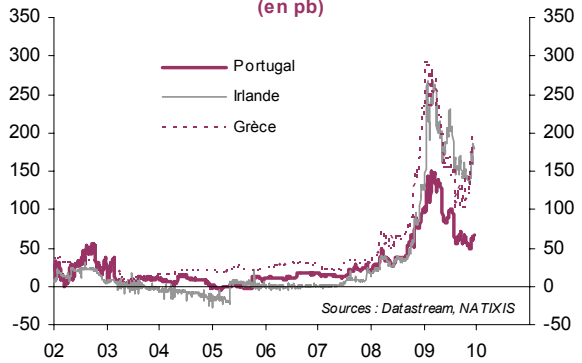
**Graphique 6 b**  
Spread de taux 10 ans GOV vs Allemagne (en pb)



**Graphique 5 c**  
Taux d'intérêt 10 ans des Emprunts d'Etat



**Graphique 6 c**  
Spread de taux 10ans GOV vs Allemagne (en pb)



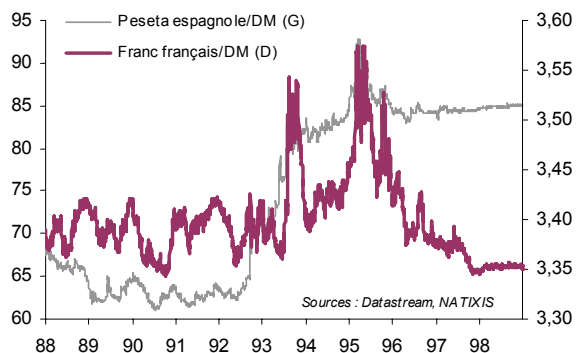
– Les **spreads de taux d'intérêt**, même très élargis, qu'ils payent aujourd'hui vis-à-vis de l'Allemagne (**graphiques 6 a/b/c**) sont ridiculement faibles par rapport à ceux qu'ils paieraient en dehors de la zone euro ;

– **les pays de cœur** (Allemagne, France, Pays-Bas, ...) qui resteraient dans la zone euro subiraient une **dégradation insupportable de leur compétitivité avec le poids important de la zone euro dans leurs exportations** (tableau 4). Rappelons-nous ce qui s'était passé pour l'Allemagne après l'explosion du Système Monétaire Européen en 1992-1993 (**graphiques 7 a/b**) : dégradation de la balance commerciale avec l'appréciation réelle du mark (**graphique 7 c**), chute des exportations et de la production (**graphique 7 d**), contribution négative du commerce extérieur à la croissance (**graphique 7 e**).

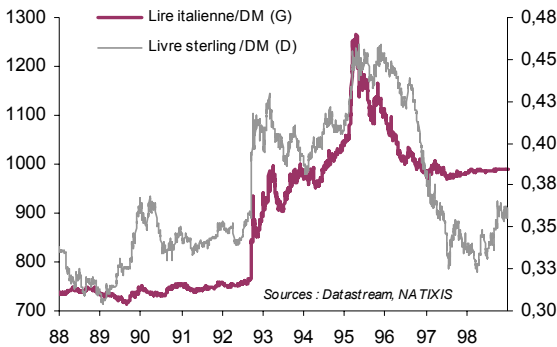
**Graphique 6 a**  
Spread de taux 10ans GOV vs Allemagne (en pb)



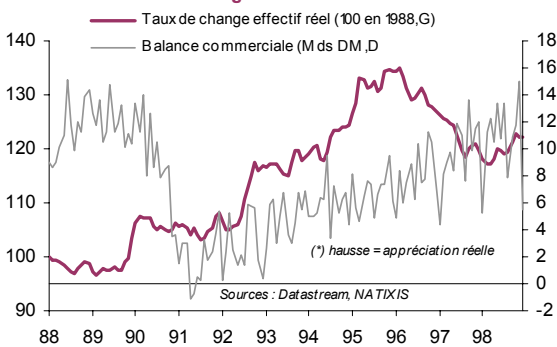
**Graphique 7 a**  
Taux de change contre DM



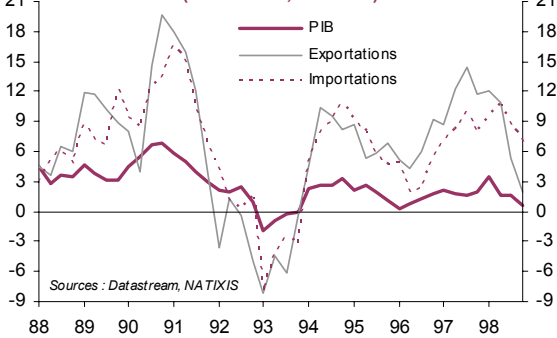
**Graphique 7 b**  
Taux de change contre DM



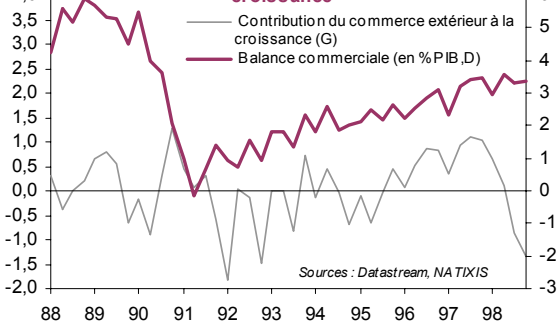
**Graphique 7 c**  
Allemagne : Balance commerciale et taux de change effectif réel\*



**Graphique 7 d**  
Allemagne : PIB, exportations et importations (en volume, GA en %)



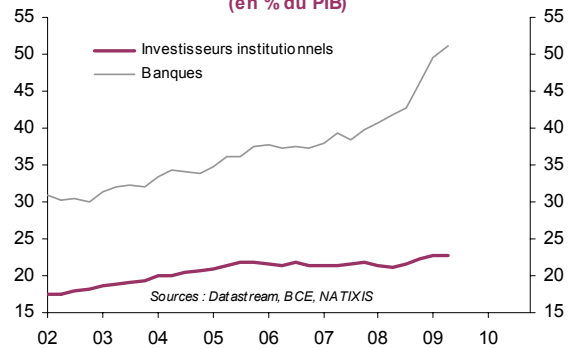
**Graphique 7 e**  
Allemagne : Balance commerciale et contribution du commerce extérieur à la croissance



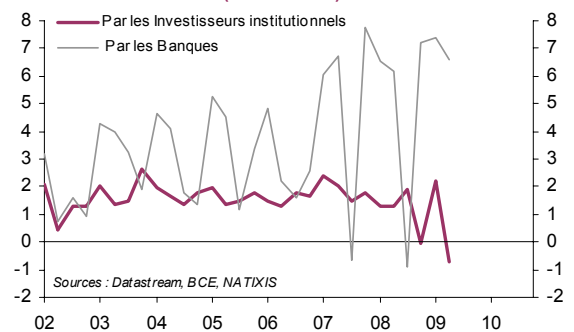
**3 – Le vrai scénario catastrophe pour la zone euro**

Pour nous, le vrai scénario catastrophe est celui où **les investisseurs et les banques refusent de continuer à porter les dettes publiques des pays fragiles et se reportent sur les pays du "cœur"**. Nous ajoutons les banques, puisque dans la période récente, ce sont les banques qui ont essentiellement financé les déficits publics de la zone euro (graphiques 8 a/b).

**Graphique 8 a**  
Zone Euro : encours d'obligations détenues par (en % du PIB)



**Graphique 8 b**  
Zone Euro : achats nets d'obligations (en % du PIB)



Ceci entraînerait une forte hausse des taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques dans les pays "fragiles" et une baisse dans les pays du cœur (graphiques 5 a/b/c et 6 a/b/c plus haut). **La solvabilité des pays fragiles deviendrait alors encore plus douteuse.**

**4 – Quelles formes pour la solidarité ?**

**Il n'est pas certain que ce scénario catastrophe se réalise**, si les investisseurs décident de profiter des spreads plus larges sur les pays "fragiles", s'ils excluent l'hypothèse de défaut de ces pays.

Supposons cependant que ce scénario se déclenche : **il faudrait alors qu'il apparaisse une forme de solidarité entre les pays "fragiles" et les pays "du cœur" pour éviter la perte de solvabilité des pays fragiles due à la forte hausse de leurs taux d'intérêt à long terme.**

Mais, au-delà des principes, **quelles formes pourrait prendre la solidarité ?**

- des émissions communes des pays de la zone euro ;
- des émissions de l'Union Européenne ;

- une garantie des pays fragiles par les pays du cœur.

**Dans tous les cas, il s'agirait bien sûr de remettre en cause la clause de no bail-out.**

**Tableau 2**  
Prévisions NATIXIS de croissance du PIB en volume (en %)

	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Autriche	Belgique	Finlande	Portugal	Grèce	Irlande
<b>1999</b>	1,88	3,21	1,43	4,75	4,68	3,71	3,38	4,01	3,84	3,42	10,73
<b>2000</b>	3,46	4,07	3,87	5,05	3,94	3,33	3,80	5,02	3,92	4,48	9,24
<b>2001</b>	1,38	1,76	1,75	3,65	1,93	0,83	0,77	2,51	2,02	4,20	5,82
<b>2002</b>	0,01	1,07	0,45	2,70	0,08	1,46	1,49	1,51	0,76	3,44	6,44
<b>2003</b>	-0,23	1,08	0,05	3,10	0,34	0,76	1,01	1,98	-0,81	5,58	4,51
<b>2004</b>	0,72	2,27	1,35	3,27	2,24	2,51	2,78	3,70	1,52	4,92	4,71
<b>2005</b>	0,95	1,94	0,80	3,61	2,05	3,30	2,17	2,97	0,91	2,90	6,37
<b>2006</b>	3,17	2,42	2,10	3,89	3,38	3,29	3,02	4,85	1,37	4,50	5,72
<b>2007</b>	2,59	2,26	1,46	3,66	3,46	3,04	2,60	4,08	1,87	4,04	6,00
<b>2008</b>	0,95	0,32	-1,04	1,16	2,12	1,72	0,97	0,70	-0,04	2,93	-2,27
<b>2009</b>	-4,78	-2,30	-4,81	-3,68	-4,90	-4,27	-4,06	-4,73	-4,48	-1,34	-7,50
<b>2010</b>	1,14	0,89	-0,06	-0,84	0,40	-0,07	-0,49	0,76	-0,47	-0,20	-5,00
<b>2011</b>	1,53	0,67	0,34	0,58	1,10	0,90	1,00	1,30	0,60	0,90	2,60

Sources : Datastream, prévisions NATIXIS

**Tableau 4**  
Exportations vers la Zone euro (en % des exportations totales)

en %	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays Bas	Autriche	Belgique	Finlande	Portugal	Grèce	Irlande
<b>1999</b>	45,3	50,2	49,4	61,2	65,2	57,1	63,6	38,0	68,6	43,7	41,0
<b>2000</b>	45,0	49,6	46,5	59,2	64,9	55,6	62,9	37,2	67,0	34,9	38,4
<b>2001</b>	43,9	49,1	45,7	58,8	65,0	55,2	63,8	35,2	67,9	34,6	36,5
<b>2002</b>	43,3	49,4	45,0	58,6	63,9	55,0	61,2	35,3	67,3	30,6	39,0
<b>2003</b>	43,9	51,3	46,0	60,6	64,4	55,1	63,5	35,4	67,6	39,3	41,7
<b>2004</b>	44,2	50,5	45,7	60,1	63,4	53,7	64,2	33,2	67,1	38,5	42,6
<b>2005</b>	44,0	49,1	45,1	58,4	63,3	52,1	63,6	31,7	65,3	36,7	43,9
<b>2006</b>	42,6	50,4	44,9	57,3	62,7	51,4	63,4	32,5	64,5	37,2	42,5
<b>2007</b>	43,0	49,3	44,4	57,3	61,1	50,7	62,6	33,2	64,4	36,1	41,6
<b>2008</b>	41,9	48,4	42,2	55,0	62,4	49,6	63,4	32,5	60,7	35,0	41,1
<b>2009</b>	42,9	47,8	42,6	57,3	61,5	50,9	64,2	34,0	63,2	35,4	42,6

Sources : FMI, NATIXIS