

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

09 novembre 2010 – N° 607

La zone euro prend des risques

On peut clairement distinguer aujourd'hui, après la crise, dans la zone euro, une partie avec une économie plus forte (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Belgique, Finlande) et une partie avec une économie faible (Espagne, France, Italie, Grèce, Portugal, Irlande).

L'explication essentielle de cette différence est la spécialisation productive différente de ces deux parties de la zone euro, qui est normal dans une Union Monétaire. Toutes les évolutions institutionnelles existantes ou prévisibles conduisent cependant à un affaiblissement supplémentaire de la partie déjà faible de la zone euro :

- exigence de réduction rapide des déficits publics renforcée pour certains de ces pays par la crise des dettes souveraines ;
- absence de fédéralisme ;
- souhait de la mise en place de procédures de faillite (de résolution) pour les pays en difficulté budgétaire, à la place d'une solution de solidarité, qui rendrait encore plus difficile le financement de ces pays.

Ces pays sont, de plus, confrontés à la surévaluation réelle de leurs devises et à une politique monétaire qui risque de devenir trop restrictive pour eux et pour leurs banques.

On est donc en train de reconstituer l'ensemble des mécanismes (pays ayant des économies faibles et confrontés à des règles, des politiques économiques et des institutions qui aggravent encore cette faiblesse) qui avaient provoqué l'explosion du Système Monétaire Européen en 1992-93.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

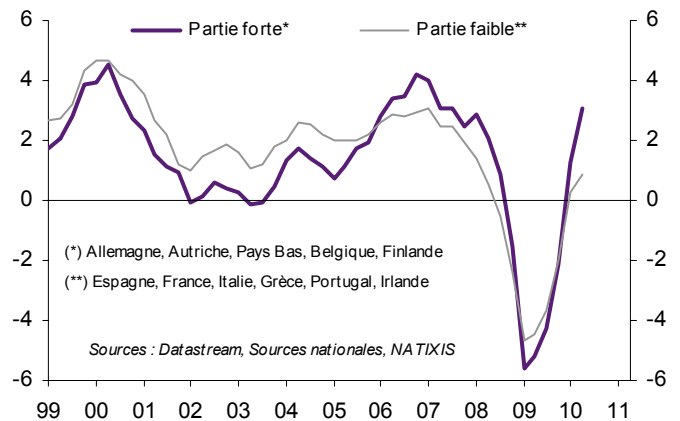
Patrick ARTUS

Spécialisations productives différentes conduisant à l'apparition d'une partie « forte » et d'une partie « faible » dans la zone euro

Nous appelons partie « forte » de la zone euro l'ensemble constitué de l'Allemagne, de l'Autriche, des Pays-Bas, de la Belgique, de la Finlande ; partie « faible » de la zone euro constituée de l'Espagne, de la France, de l'Italie, de la Grèce, du Portugal, de l'Irlande.

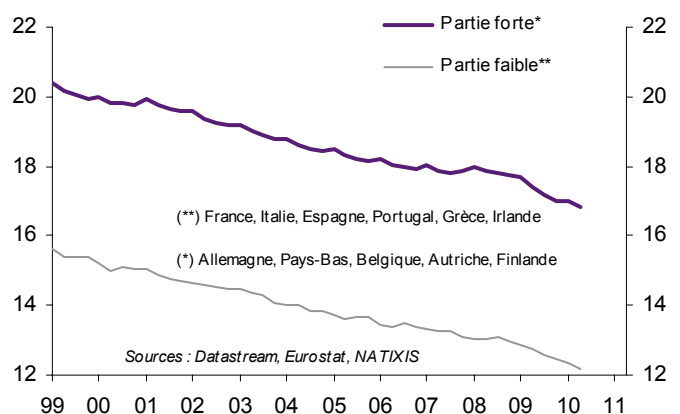
La partie forte a clairement aujourd'hui (ce qui n'était pas le cas dans le passé avec la hausse de l'endettement) une croissance supérieure à la partie faible (graphique 1), ce qu'on peut attribuer à un ensemble de facteurs lié aux spécialisations productives des deux parties :

Graphique 1
PIB en volume (GA en %)

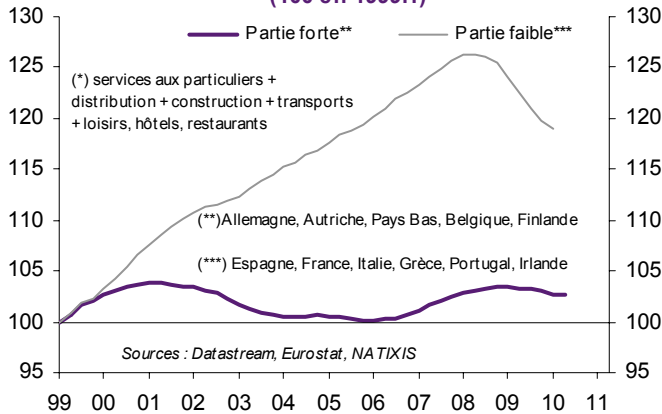


- la taille de l'industrie manufacturière, par rapport à celle des services peu sophistiqués (graphiques 2a-b), d'où le poids des exportations vers les pays en croissance rapide (graphique 2c, émergents, producteurs de pétrole) et la capacité à profiter de la croissance de ces pays ;

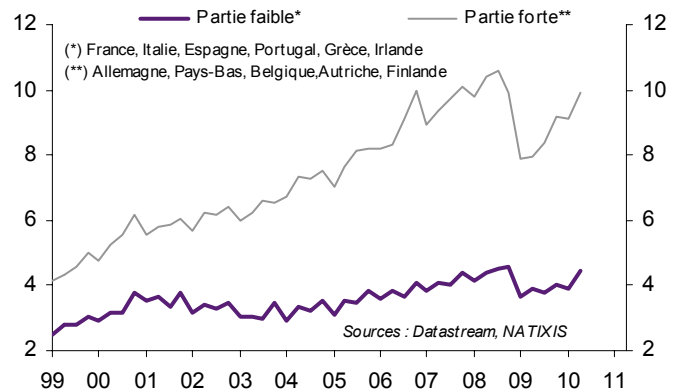
Graphique 2a
Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 2b
Emploi dans le secteur peu sophistiqué*
 (100 en 1999:1)

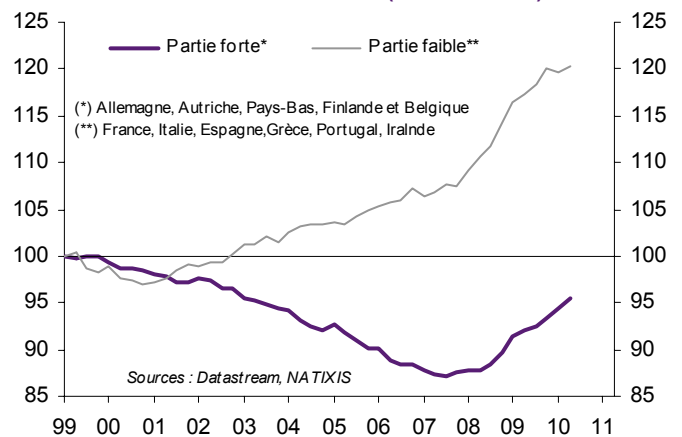


Graphique 2c
Exportations vers l'ensemble des pays émergents y compris Russie et OPEP (en % du PIB)

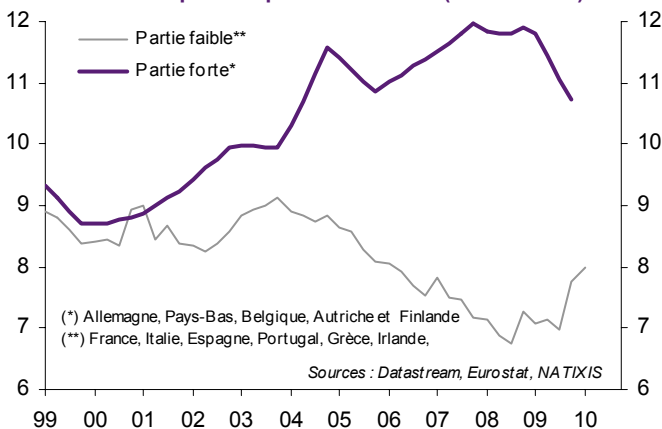


- la partie « forte » de la zone euro montre aussi **une compétitivité-coût et une profitabilité des entreprises** supérieures à celles de la partie « faible » (graphiques 3a-b-c), ce qui renforce l'avantage en matière de commerce extérieur (graphiques 4a-b) et la capacité des entreprises à investir et, dans le futur, à accroître les salaires ;

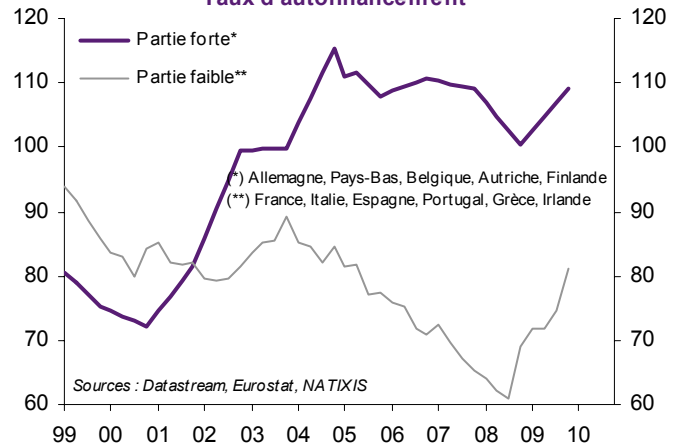
Graphique 3a
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



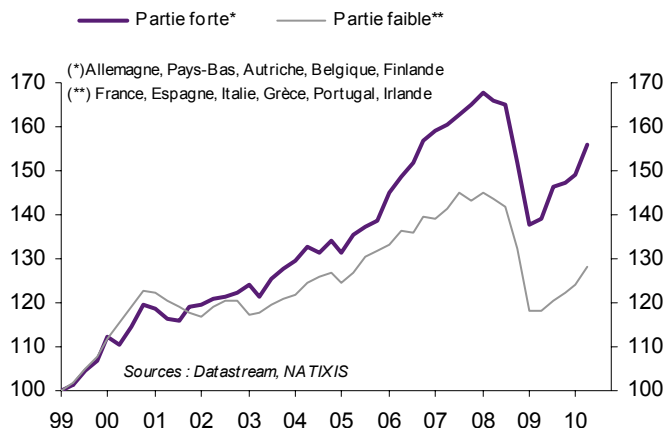
Graphique 3b
Profits après impôts et intérêts (en % du PIB)



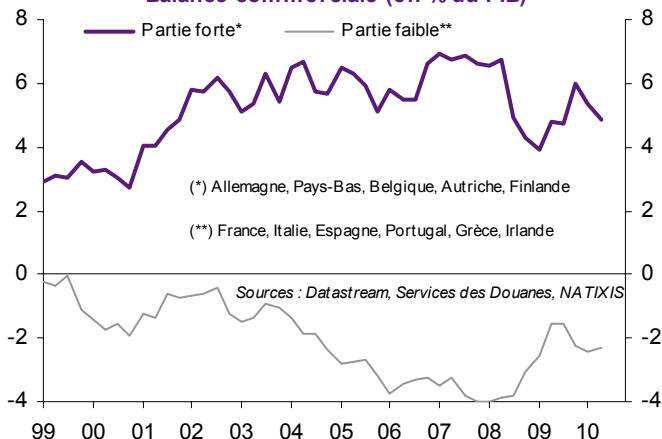
Graphique 3c
Taux d'autofinancement



Graphique 4a
Exportations (en volume, 100 en 1999:1)



Graphique 4b
Balance commerciale (en % du PIB)



- l'effort d'innovation est nettement supérieur dans la partie « forte » de la zone euro (tableau 1a-b), d'où des gains de productivité et une croissance potentielle plus élevés (graphique 5).

Graphique 5
Productivité par tête (100 en 1999:1)

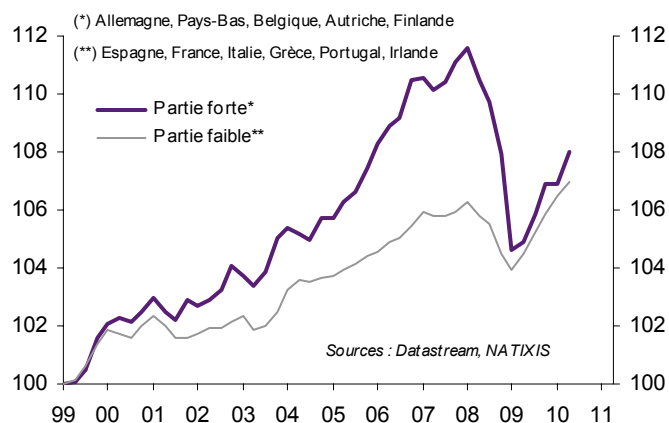


Tableau 1a : Dépenses de R&D totales (en % du PIB)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Partie forte*	2,34	2,37	2,36	2,37	2,40	2,40	2,45
Partie faible**	1,48	1,46	1,46	1,45	1,49	1,50	1,53

(*) Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande

(**) France, Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande

Source : Principaux indicateurs de la science et de la technologie 2010

Tableau 1b : Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Partie forte*	66,83	63,97	63,96	64,91	67,97	68,65	67,26
Partie faible**	19,30	18,81	20,60	20,48	20,77	21,35	22,00

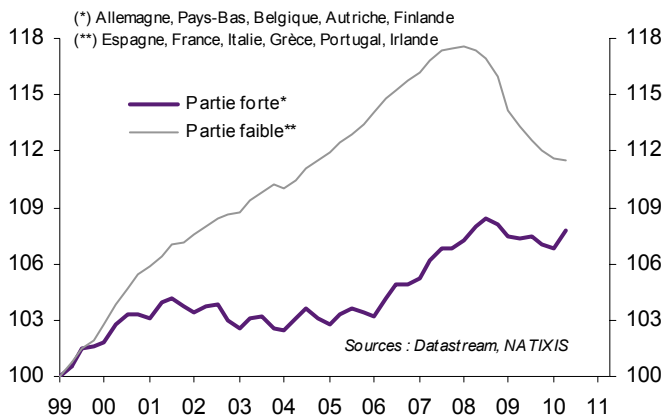
(*) Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande

(**) France, Italie, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande

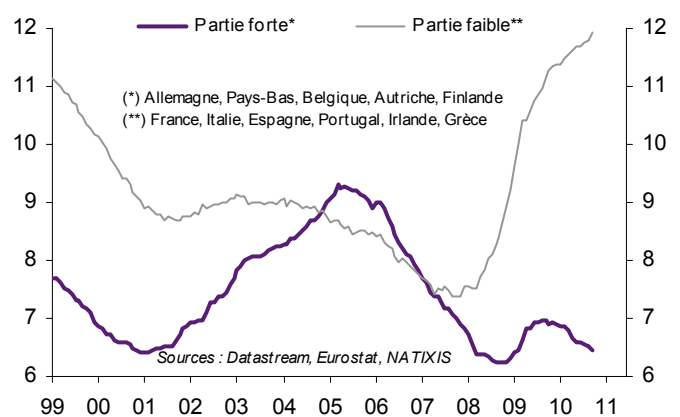
Source : Principaux indicateurs de la science et de la technologie 2010

La partie « forte » de la zone euro a donc clairement choisi une spécialisation plus haut de gamme et plus industrielle que la partie « faible » de la zone euro ; la faiblesse de cette dernière (depuis la crise) en termes de production (graphique 1), d'emploi (graphiques 6a-b) est révélée par la crise et par l'arrêt de l'endettement du secteur privé qu'elle entraîne (graphiques 7a-b), alors que l'endettement croissant la cachait avant la crise.

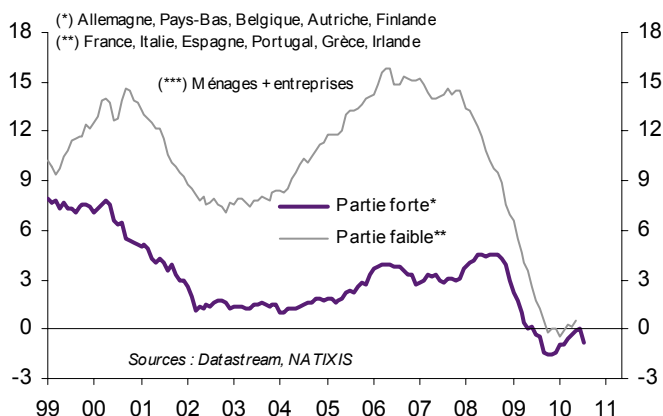
Graphique 6a
Emploi (100 en 1999:1)



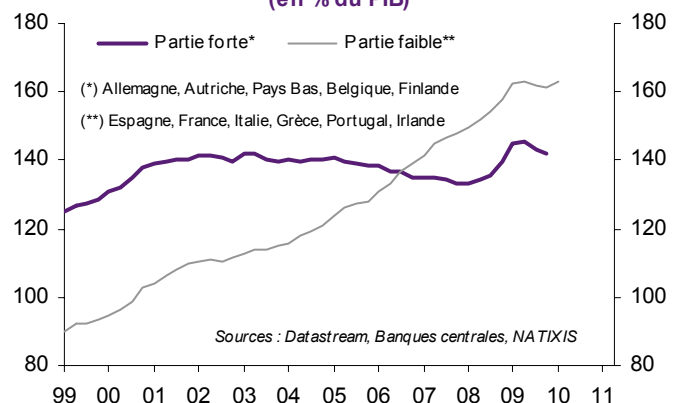
Graphique 6b
Taux de chômage



Graphique 7a
Crédits au secteur privé*** (GA en %)



Graphique 7b
Dettes des ménages et des entreprises
(en % du PIB)



Ces pays sont maintenant confrontés à la faible taille de leur industrie et de leurs exportations vers les émergents, à leur surévaluation réelle, à la faible rentabilité de leurs entreprises.

Il s'agit donc d'un choix de spécialisation productive différent, aboutissant à une perspective de croissance plus faible.

Mais il faut rappeler à ce stade, car c'est très important :

- qu'à l'intérieur d'une Union Monétaire, il est parfaitement normal que certains pays se spécialisent dans l'industrie et d'autres dans les services ;
- qu'il est impossible de revenir en arrière sur cette spécialisation, qui correspond aux avantages comparatifs des pays, et qui a entraîné plus de 10 ans de divergence en ce qui concerne l'effort d'innovation, la politique salariale, la localisation des activités...

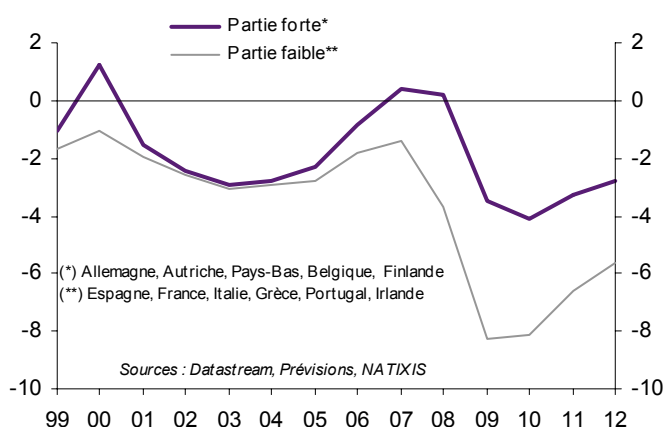
Les évolutions institutionnelles (effectives ou possibles) vont renforcer la faiblesse de la partie « déjà faible » de la zone euro

La partie déjà « faible » de la zone euro va en effet être touchée, en plus de sa spécialisation productive défavorable et du désendettement du secteur privé par :

- l'exigence de réduction rapide des déficits publics et le durcissement des règles du Pacte de Stabilité. Les économies des pays de la partie « faible » de la zone euro étant fortement déprimées par la crise, ces pays ont mis en place des déficits publics nettement supérieurs à ceux de la partie « forte » (graphique 8).

Ils sont maintenant confrontés à l'exigence de réduction rapide de leurs déficits publics (tableau 2), par les règles de l'Union Européenne et, pour certains d'entre eux par la pression des marchés financiers avec la crise des dettes souveraines périphériques (graphique 9) ;

Graphique 8
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 9
taux d'intérêt 10ans

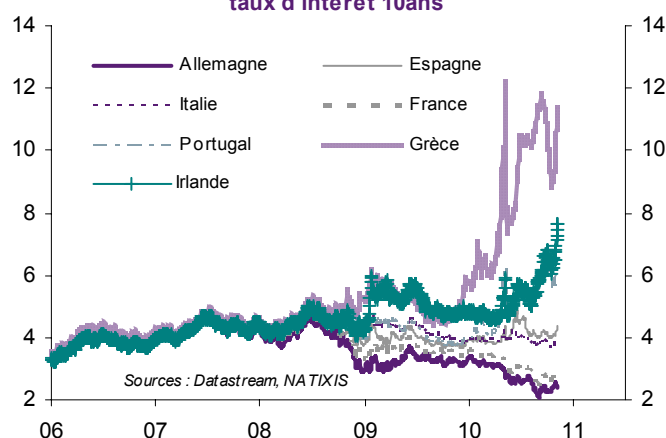


Tableau 2
Prévisions des gouvernements de l'évolution des déficits publics (en % du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Allemagne (*)	0,3	0,1	-3,0	-4,0	-3,8	-3,5	-3,0	-	-	-0,4
France	-2,7	-3,3	-7,5	-7,7	-6,0	-4,6	-3,0	-2,0	-	-
Espagne	1,9	-4,1	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0	-	-	-
Italie	-1,5	-2,7	-5,2	-5,0	-3,9	-2,7	-2,2	-	-	-
Pays Bas	0,2	0,7	-5,3	-6,1	-5,0	-4,5	-	-	-	-
Portugal	-2,6	-2,8	-9,4	-7,3	-4,5	-3,6	-2,5	-	-	-
Grèce	-5,1	-7,7	-13,6	-8,7	-5,3	-2,8	-2,0	-	-	-
Irlande	0,1	-7,3	-14,3	-11,6	-10,0	-7,2	-4,9	-2,9	-	-
Pays Bas	0,2	0,7	-5,3	-6,1	-5,0	-4,5	-	-	-	-
Autriche	-0,4	-0,4	-3,4	-4,7	-4,0	-3,3	-2,7	-	-	-
Belgique	-0,2	-1,2	-6,0	-4,8	-4,1	-3,0	-	-	-	-
Finlande	5,2	4,2	-2,2	-3,6	-3,0	-2,3	-1,9	-	-	-

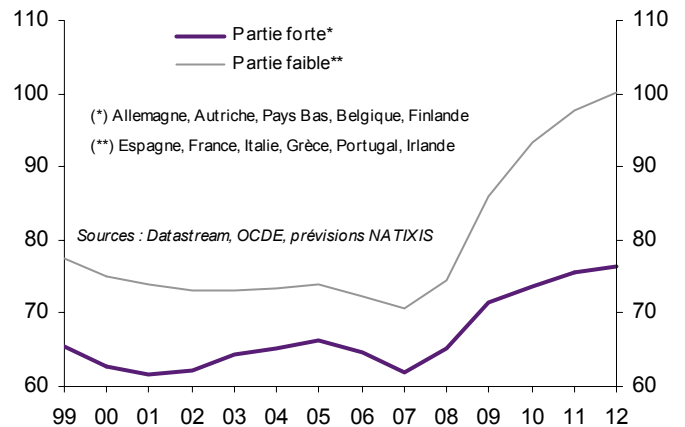
(*) 2010-2011 selon les récentes déclarations du secrétaire d'Etat aux finances - l'actualisation officielle des prévisions est en cours
Sources : Eurostat, sources nationales, NATIXIS

- l'absence de fédéralisme et de solidarité entre les pays de la zone euro.

La crise a été l'occasion de mettre en place des mécanismes de solidarité (le Fonds Européen de Stabilité Financière, l'achat de titres publics par la BCE) mais on voit que l'évolution future sera différente. Le gouvernement allemand propose un mécanisme de résolution des crises sur les dettes souveraines, qui impliquerait des pertes pour les détenteurs privés de ces dettes en cas de crise, et qui rendrait encore plus difficile le financement des pays aux économies les plus faibles et aux dettes publiques les plus élevées (graphique 10).

La perspective du fédéralisme (transferts publics compensateurs des pays les plus riches aux pays les plus pauvres) **s'est clairement éloignée** ;

Graphique 10
Dettes publiques (en % du PIB)

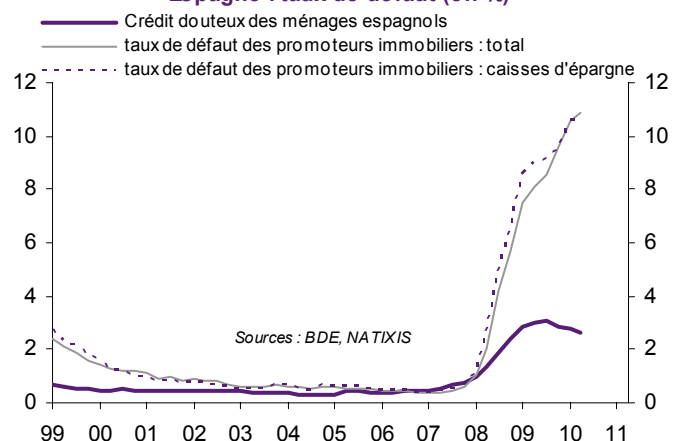


– **la normalisation de la politique monétaire.**

La BCE affiche clairement qu'elle veut normaliser la politique monétaire, c'est-à-dire en particulier arrêter de prêter (à 1 mois et 3 mois) directement aux banques pour revenir aux appels d'offre habituels de durée courte.

Cette évolution serait extrêmement dangereuse pour les systèmes bancaires des pays où certaines banques ne peuvent pas encore se financer normalement en raison de la crise de la dette souveraine du pays (et de la détention importante de dette publique par les banques) ou des taux de défaut encore très élevés (comme en Espagne, **graphique 11**).

Graphique 11
Espagne : taux de défaut (en %)



Le **tableau 3** montre le poids des banques espagnoles, grecques, irlandaises, portugaise... dans les ressources empruntées aux repos de la BCE.

Tableau 3
Financement des banques par la BCE (Mds d'euros)

	Grèce	Portugal	Espagne	Irlande	Italie	MRO + LTRO
janv-05	3,27	4,76	25,13	21,39	17,84	353
févr-05	3,57	6,54	24,35	21,39	19,50	370
mars-05	3,40	6,29	26,50	21,39	19,31	376
avr-05	2,57	6,18	29,67	21,39	15,06	371
mai-05	2,23	6,21	29,05	21,39	18,92	361
juin-05	2,41	5,55	28,52	21,39	22,71	400
juil-05	2,63	5,27	30,82	21,39	22,25	407
août-05	2,91	5,29	31,23	21,39	22,14	400
sept-05	0,49	5,02	29,18	21,39	21,19	383
oct-05	3,03	5,72	27,83	21,39	22,07	391
nov-05	3,88	5,67	30,35	21,39	25,07	401
déc-05	2,43	5,74	30,28	20,99	21,39	405
janv-06	4,25	6,61	29,04	20,28	22,49	416
févr-06	5,39	7,67	28,63	20,85	22,11	418
mars-06	2,82	7,76	26,84	23,73	19,55	404
avr-06	4,87	7,62	24,85	22,13	19,68	411
mai-06	4,18	7,61	25,26	22,89	17,84	412
juin-06	3,20	8,09	23,31	26,00	14,80	449
juil-06	5,56	6,25	22,58	26,27	16,36	458
août-06	5,72	4,84	21,38	27,61	17,82	438
sept-06	3,43	0,56	21,26	30,36	18,13	433
oct-06	4,41	0,49	21,34	28,02	17,44	434
nov-06	5,67	0,33	21,33	28,86	20,03	442
déc-06	4,87	0,47	21,18	27,04	20,97	450
janv-07	5,99	0,44	21,71	27,13	18,34	438
févr-07	5,17	0,35	22,59	26,15	20,51	432
mars-07	3,60	0,46	20,30	24,02	21,67	434
avr-07	4,37	0,67	19,14	20,72	19,47	438
mai-07	4,84	0,35	20,28	23,13	20,88	446
juin-07	4,26	0,41	18,24	25,54	20,83	464
juil-07	3,94	0,53	18,32	21,70	18,11	466
août-07	3,90	0,47	18,18	20,07	18,96	400
sept-07	4,75	1,82	20,94	23,75	21,81	455
oct-07	4,65	1,85	35,40	23,86	9,34	447
nov-07	5,54	2,26	40,37	32,52	20,24	463
déc-07	8,80	2,71	44,09	39,45	28,08	637
janv-08	4,11	2,04	39,65	30,73	14,42	444
févr-08	4,80	2,26	44,17	28,30	16,04	451
mars-08	6,29	2,05	44,17	34,40	19,49	485
avr-08	6,92	2,86	47,94	38,57	10,46	468
mai-08	9,55	3,37	47,98	36,89	20,86	455
juin-08	11,61	2,85	47,08	38,37	16,69	483
juil-08	12,41	3,47	49,38	44,12	14,27	476
août-08	11,33	5,69	46,74	43,31	12,86	467
sept-08	15,00	5,63	49,14	58,67	20,43	481
oct-08	23,00	6,88	52,69	81,77	38,33	828
nov-08	31,63	7,84	58,22	88,34	45,11	790
déc-08	40,59	10,37	63,60	88,56	50,50	841
janv-09	36,97	5,39	57,49	91,17	38,75	743
févr-09	38,59	5,36	74,09	103,39	34,07	700
mars-09	48,06	5,56	72,71	119,73	33,87	661
avr-09	48,87	5,09	67,43	120,58	29,74	676
mai-09	45,70	5,11	67,67	118,09	26,89	680
juin-09	54,00	10,72	70,70	130,42	34,41	897
juil-09	45,81	9,66	73,28	110,22	31,64	776
août-09	41,05	9,80	74,82	98,40	29,51	712
sept-09	37,98	9,72	79,59	91,57	26,90	681
oct-09	42,09	11,90	82,53	87,40	24,77	672
nov-09	41,37	12,38	79,01	78,66	25,18	649
déc-09	49,72	16,66	76,10	91,96	27,52	729
janv-10	47,35	16,05	77,32	97,73	28,09	726
févr-10	59,82	16,12	76,27	85,00	28,97	727
mars-10	67,06	16,24	81,88	81,04	25,37	725
avr-10	84,88	18,58	74,60	81,25	25,97	743
mai-10	89,80	37,36	85,62	92,43	26,62	815
juin-10	94,30	40,20	126,30	87,30	35,45	870
juil-10	96,60	48,80	130,20	89,50	39,76	632
août-10	95,90	49,10	109,80	95,10	35,57	589

Source: NATIXIS

Synthèse : rappelons nous de l'explosion du Système Monétaire Européen en 1992-93

Nous voyons donc aujourd'hui :

- **apparaître une partie « faible » de la zone euro**, avec la fin de la hausse de l'endettement du secteur privé, **en raison de la spécialisation productive de cette partie de la zone euro** : faible effort d'innovation, faible poids de l'industrie, poids élevé des secteurs peu sophistiqués, ce qui est normalement associé à une compétitivité-coût et à une profitabilité des entreprises faibles, à un faible rôle du commerce extérieur pour soutenir l'activité, **à une croissance de moyen terme faibles, à un chômage structurel élevé.**

Nous avons rappelé que **ces choix de spécialisation étaient normaux et inéluctables dans une Union Monétaire**, où les avantages comparatifs des différents pays peuvent être exploités ;

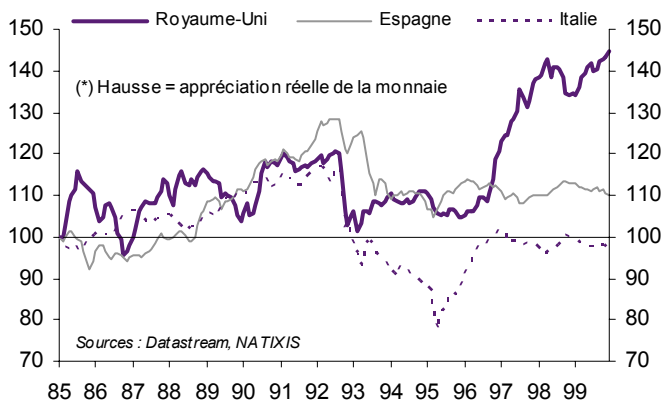
- **que les politiques économiques et les institutions de la zone euro vont aggraver les difficultés des pays « faibles » de la zone euro** : exigence de réduction rapide du déficit public, durcissement du Pacte de Stabilité, absence de fédéralisme et de solidarité, proposition de procédures de résolutions pour les crises souveraines, normalisation de la politique monétaire.

Tout ceci rappelle étrangement la situation de pays comme le Royaume-Uni, l'Espagne et l'Italie avant l'explosion du Système Monétaire Européen :

- **surévaluation réelle conduisant à la dégradation du commerce extérieur, à la perte de croissance, à la hausse du chômage (graphiques 12a-b-c-d-e).**

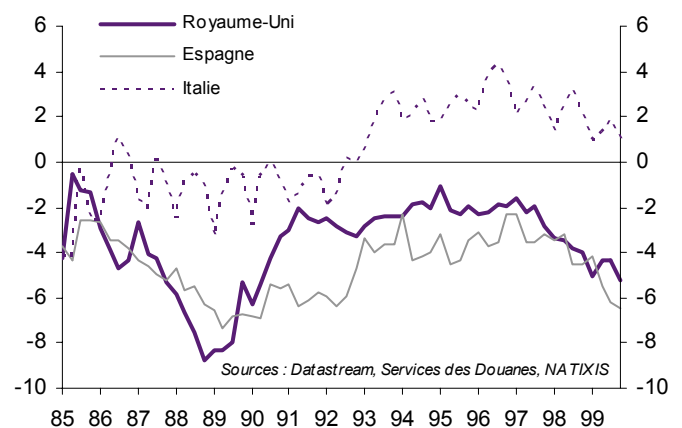
Graphique 12a

Taux de change effectif réel déflaté par les coûts* (100 en 1985:1)

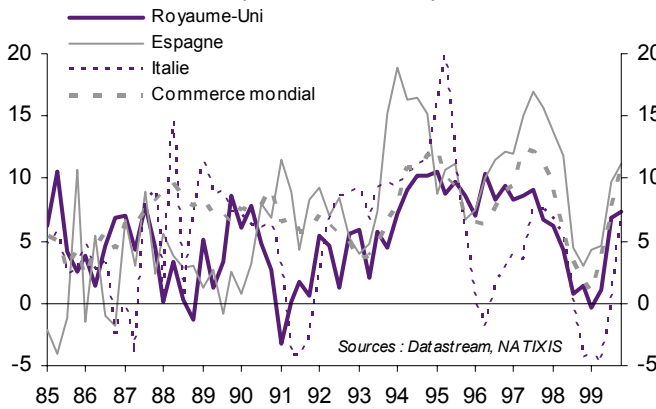


Graphique 12b

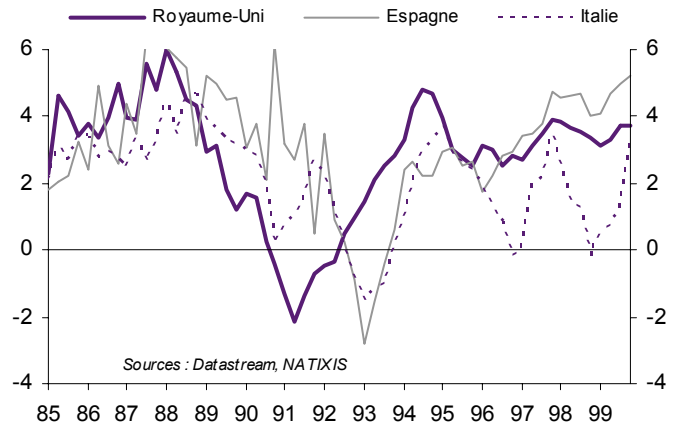
Balance commerciale (en % du PIB valeur)



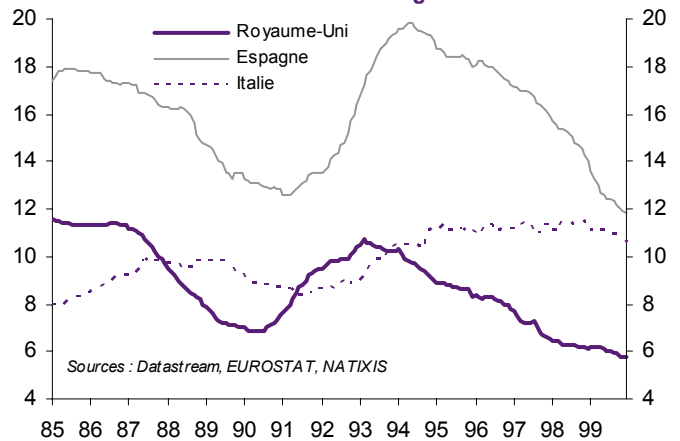
Graphique 12c
Exportations et commerce mondial
(volume, GA en %)



Graphique 12d
Croissance du PIB en volume (GA en %)



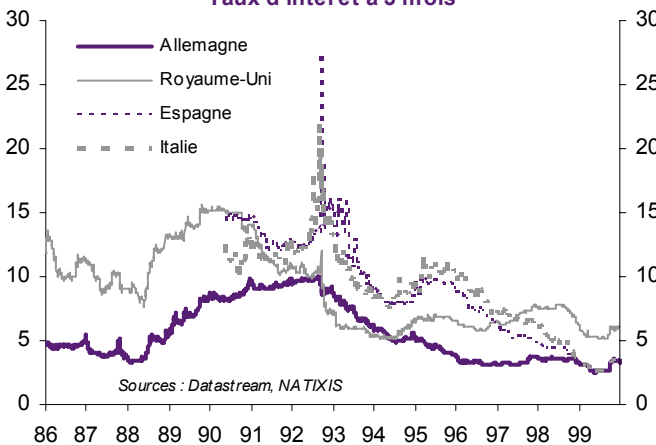
Graphique 12e
Taux de chômage



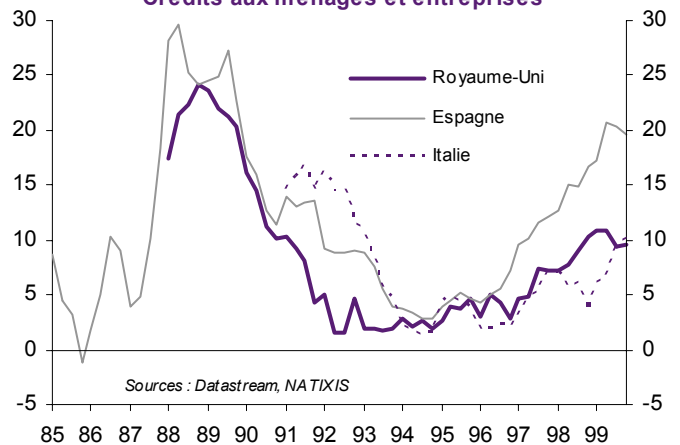
Ces trois pays ont connu une appréciation réelle de 20 % en moyenne de leur devise de 1985 à 1992, surtout au Royaume-Uni et en Espagne, une forte dégradation du commerce extérieur, une perte de croissance de 1990 à 1994, une forte hausse due au chômage ;

- politique monétaire liée à celle de l'Allemagne et devenant trop restrictive (graphique 13a), d'où aussi l'arrêt de l'endettement (graphique 13b) ;

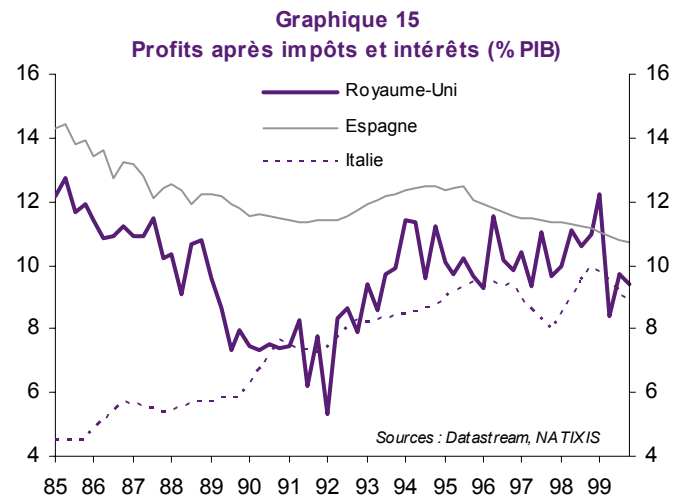
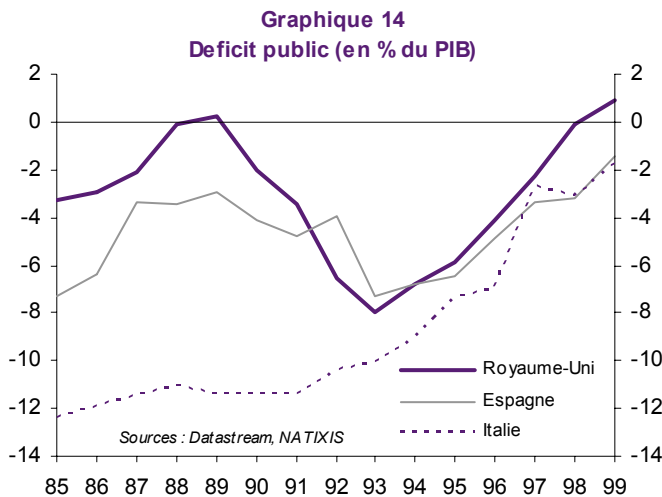
Graphique 13a
Taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 13b
Crédits aux ménages et entreprises



- ouverture rapide du déficit public en raison de la faiblesse de l'économie (graphique 14) ;
- chute de la profitabilité des entreprises (graphique 15), sauf en Italie où elle reste faible mais augmente.



Bien entendu, comme aujourd'hui, **absence de fédéralisme**, de solidarité, refus de l'Allemagne de tenir compte des autres pays pour ses choix de politique monétaire.

Cet environnement économique, très voisin de celui observé aujourd'hui, a, on le sait, conduit à l'explosion du Système Monétaire Européen (graphiques 16a-b).

