

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

22 mars 2011 – N° 212

Le choix de l'Allemagne : quelle est la solution la moins chère pour l'Allemagne : l'explosion de l'euro ou le fédéralisme ?

On voit clairement un durcissement de la position allemande dans le débat sur la réforme des institutions européennes : manifestes des économistes, du patronat et des parlementaires contre le fédéralisme, exigence de mise en place d'un « pacte pour la compétitivité », de règles budgétaires sévères.

La situation des pays en difficulté de la zone euro est telle que, s'il y a rejet du fédéralisme et de la solidarité, ces pays seront acculés au défaut et à la sortie de l'euro.

Le choix auquel l'Allemagne est confrontée est alors clair : elle recherche la solution la moins chère pour elle entre défauts et explosion de l'euro (perte de compétitivité, de parts de marché, pertes financières) ou le fédéralisme (transfert de revenu aux pays désindustrialisés ayant un déficit extérieur chronique).

Nos comparaisons montrent que les deux coûts (celui de l'explosion de l'euro et défaut, celui du fédéralisme), mis sur une base annuelle, sont à peu près similaires pour l'Allemagne : autour de 2,25 points de PIB par an.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

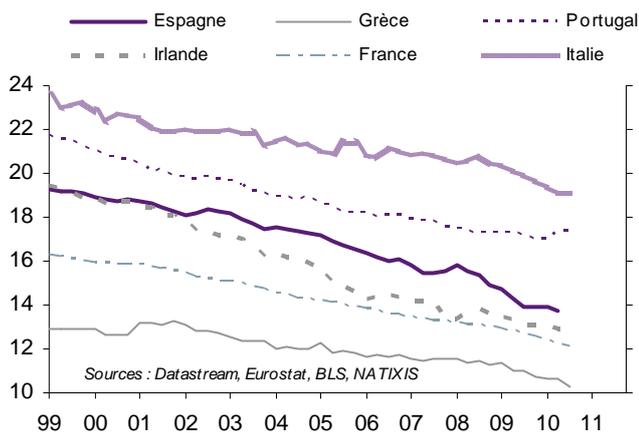
Patrick ARTUS

Fédéralisme ou explosion de l'euro

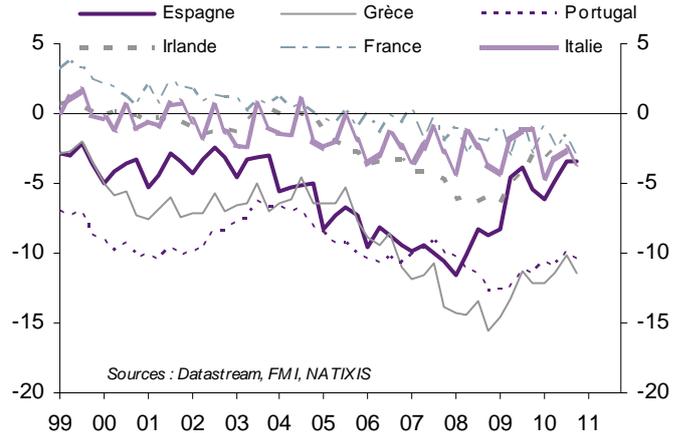
Comme il est normal dans une union monétaire, un certain nombre de pays de la zone euro **se sont fortement désindustrialisés (graphique 1)** et ont donc des **déficits extérieurs structurels (graphique 2)**.

Ces déficits extérieurs impliquent que ces pays doivent continuellement s'endetter, **plus précisément qu'un groupe d'agents économiques dans ces pays doit continuellement s'endetter**. Après la crise, il ne peut plus s'agir du secteur privé (**graphique 3**) donc il s'agit du **secteur public (graphique 4)**, très fortement en Grèce, en Irlande, en Espagne.

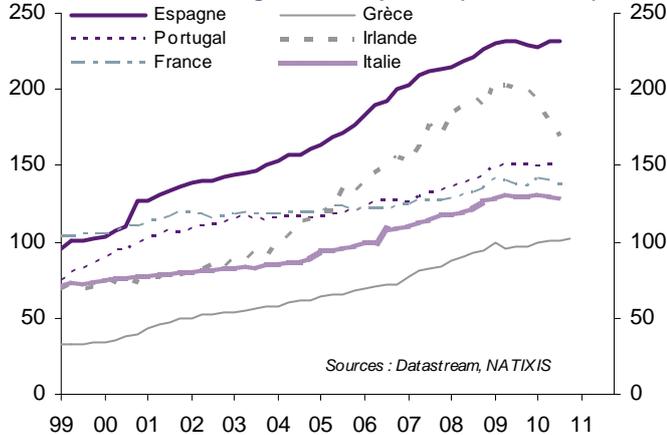
Graphique 1
Emploi manufacturier (en % du total)



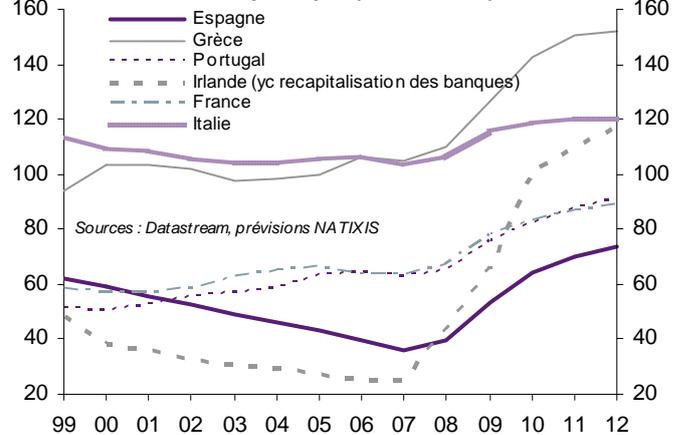
Graphique 2
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 3
Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)

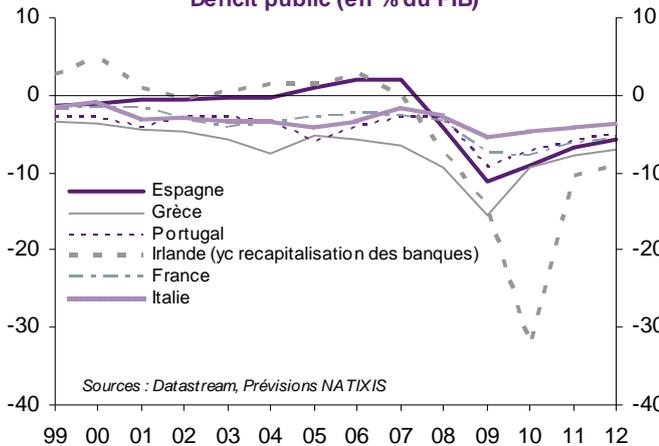


Graphique 4
Dette publique (en % du PIB)

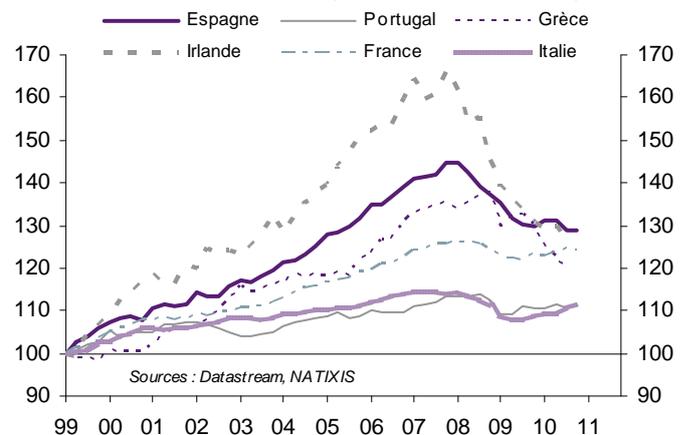


Les pays ne pourront donc pas faire disparaître leur déficit public (graphique 5) puisque ceci voudrait dire qu'ils sont capables de faire disparaître leur déficit extérieur, ce qui est impossible dans un pays désindustrialisé, sauf à imaginer une contraction considérable et permanente de la demande intérieure (**graphique 6**), inacceptable à terme politiquement et socialement.

Graphique 5
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 6
Demande intérieure (volume, 100 en 1999:1)

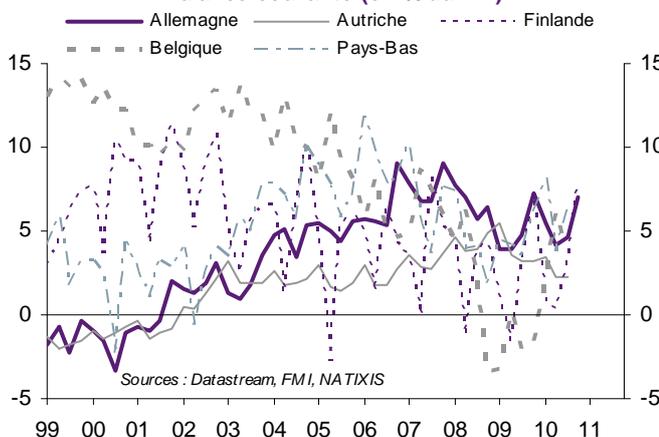


On voit donc qu'il n'y a à long terme probablement que deux solutions :

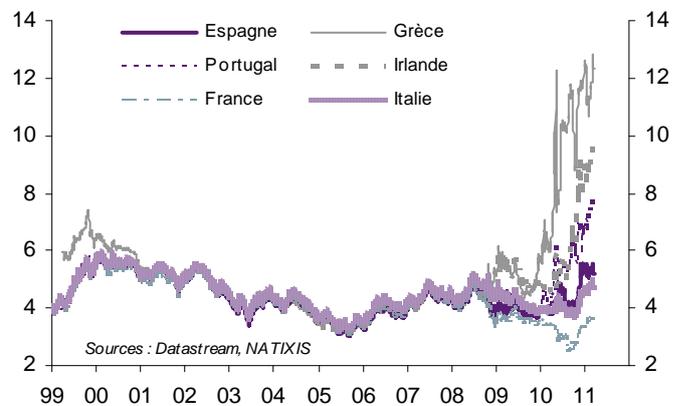
- la mise en place du fédéralisme, c'est-à-dire de transferts de revenu vers ces pays depuis les autres pays qui ont conservé une industrie importante et des excédents extérieurs (graphique 7) : Allemagne, Autriche, Finlande, Belgique, Pays-Bas. Ces transferts de revenus (impôts communs, financement d'investissements publics) permettent que les pays qui ont des déficits commerciaux (des biens et des services exportables) structurels n'aient pas de déficit courant donc n'aient pas à s'endetter continuellement, donc évitent l'insolvabilité ;
- le défaut de ces pays lorsque leur taux d'endettement public devient si élevé qu'ils ne trouvent plus prêteurs à des taux d'intérêt supportables (ce qui est déjà le cas pour la Grèce, l'Irlande et le Portugal, graphique 8).

Mais si ces pays font défaut, leur problème de déficit reste entier et ils vont immédiatement recommencer à accumuler de la dette. Il est raisonnable de penser que le défaut serait accompagné d'une sortie de l'euro et d'une forte dévaluation, permettant au travers de la sous-évaluation réelle des devises, de rétablir la compétitivité et l'équilibre extérieur.

Graphique 7
Balance courante (en % du PIB)

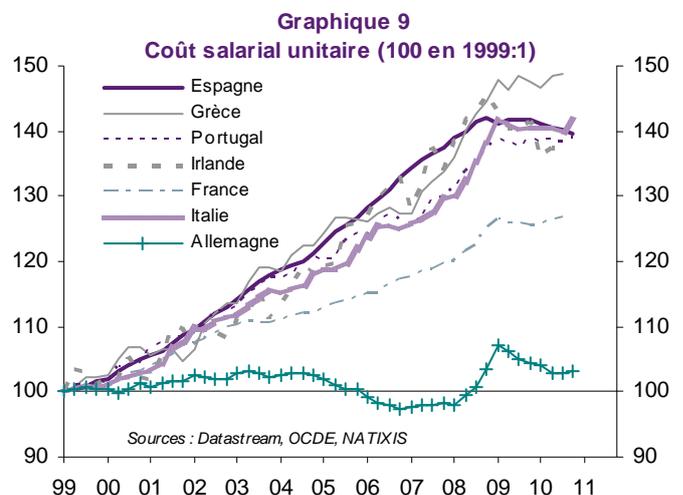


Graphique 8
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



D'autres possibilités sont parfois discutées mais ne constituent pas des solutions réalistes ou tenables à long terme :

- **la réindustrialisation**, pour rééquilibrer les comptes extérieurs, qui d'une part ne peut se faire que par une forte baisse des salaires de ces pays pour restaurer leur compétitivité (**graphique 9**), **forte baisse des salaires** qui est impossible à imaginer ;
- **le soutien par des prêteurs publics** (EFSF, UE, FMI) qui se substituent aux prêteurs privés. **Mais si les pays en difficulté sont insolvables, et si les dettes de ces pays passent progressivement des prêteurs privés aux prêteurs publics, ces pays feront défaut sur leur endettement vis-à-vis des prêteurs publics ou bien bénéficieront de taux d'intérêt extrêmement bas de la part de prêteurs publics**, ce qui n'est supportable par ces prêteurs et par les Etats qui les garantissent que s'il y a fédéralisme.



Quel est alors l'analyse de l'Allemagne ?

La position allemande semble devenir de plus en plus dure :

- manifestes des économistes, du patronat, de parlementaires contre le fédéralisme ;
- dans la négociation sur les mécanismes de soutien (ESM), exigence de compétitivité, de rigueur budgétaire, de rééquilibrage des systèmes de retraite.

Il semble que, en réalité, l'Allemagne se demande ce qui sera le moins coûteux pour elle entre :

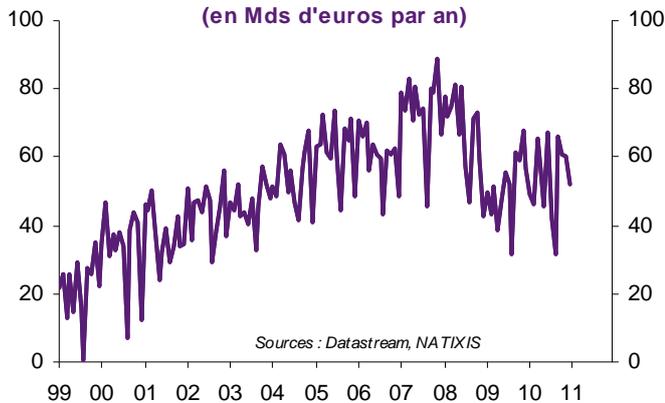
- **mettre en place les transferts de revenu** (le fédéralisme) **qui évite le défaut des pays déficitaires, et le possible éclatement de l'euro** ;
- **accepter, le risque d'explosion de l'euro** et les coûts associés pour l'Allemagne (perte de compétitivité).

1 – Transferts de revenu

Il faudrait donc, **si du fédéralisme est mis en place, que l'Allemagne transfère sous une forme ou une autre** (impôts communs, financement d'investissements publics) **des revenus vers les pays de la zone euro qui ont un déficit extérieur pour faire disparaître leur déficit courant. La taille de ces transferts de revenus serait à peu près celle de l'excédent commercial de l'Allemagne vis-à-vis de ces pays, soit 2,2 % du PIB de l'Allemagne** (graphiques 10 et 11) chaque année.

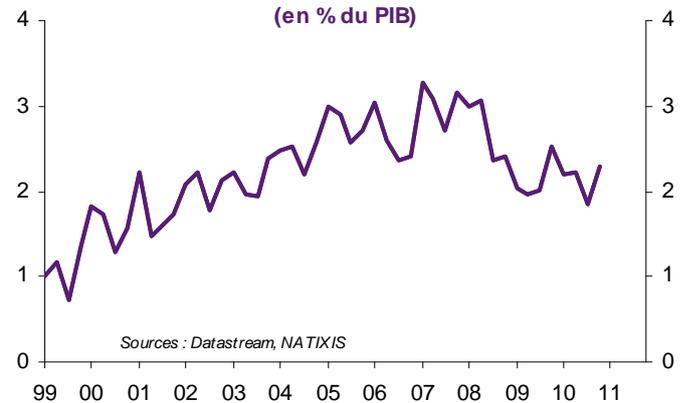
Graphique 10

Allemagne : balance commerciale avec
France+Espagne+Italie+Portugal+Grèce+Irlande
(en Mds d'euros par an)



Graphique 11

Allemagne : balance commerciale avec
France+Espagne+Italie+Portugal+Grèce+Irlande
(en % du PIB)



2 – Coûts pour l'Allemagne du défaut des pays et de l'explosion de l'euro

Il s'agit de 2 types de coûts :

- (a) un coût financier, lié aux pertes pour les institutions financières allemandes en cas de défaut sur les dettes publiques des pays périphérique (tableau 1). Ce coût, de l'ordre de 150 Mds € s'il s'agit de l'Espagne, de l'Irlande, de la Grèce, du Portugal n'est subi qu'une fois, de 290 Mds € si on ajoute la France et l'Italie ;
- (b) un coût économique récurrent (subi chaque année pendant de nombreuses années), dû au recul des exportations vers les pays périphériques si ceux-ci sortent de l'euro et déprécient leurs devises.

L'élasticité-prix estimée des exportations de l'Allemagne est de 0,4 environ. Une dépréciation de 40% (correspond à peu près au handicap de compétitivité-coût de ces pays) des monnaies des pays en difficulté pourrait donc coûter (si les 6 pays, France, Espagne, Italie, Portugal, Grèce, Irlande étaient concernés) **1,4 point de PIB à l'Allemagne**, les exportations vers ces pays représentant 9 % du PIB de l'Allemagne (graphique 12 ; $0,4 \times 40\% \times 9\% = 1,44$).

Graphique 12

Allemagne : exportations vers
France+Espagne+Grèce+Portugal+Irlande+Italie
(en % du PIB)

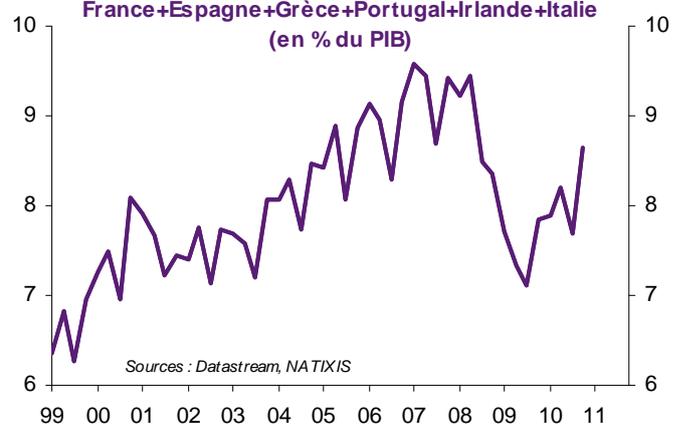


Tableau 1
Détention géographique et sectorielle des titres de dette publique en 2009) (Mds USD cours au T4-09)

Investissement de :	Investissement en								
	Allemagne	R.U.	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Irlande	Grèce	Portugal
France	135,7	31,8	-	224,9	69,2	76,3	17,4	76,3	43,9
Autorités monétaires	0,0	0,0	-	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Banques	63,5	7,3	-	93,3	19,7	15,3	5,5	36,9	17,4
Autres institutions financières 2)	68,3	23,0	-	125,5	44,5	57,6	11,5	37,6	25,6
Gouvernement	1,9	0,3	-	3,3	0,7	0,9	0,1	1,2	0,4
Secteur non financier 3)	2,1	1,2	-	2,8	1,1	2,6	0,3	0,5	0,4
Allemagne	-	27,8	110,7	125,8	71,4	60,3	21,4	36,6	22,8
Banques 4)	-	11,6	41,0	77,2	45,7	24,2	13,5	19,8	14,9
Non-banques 4)	-	16,2	69,7	48,6	25,8	36,2	7,9	16,8	7,9
Italie	50,8	10,3	54,5	-	11,8	24,8	7,5	16,5	6,8
Autorités monétaires	9,9	0,0	8,8	-	1,7	0,4	0,0	0,3	0,1
Banques	5,7	1,9	6,5	-	2,1	2,1	3,7	4,4	2,8
Autres institutions financières 2)	27,1	4,8	31,5	-	7,6	13,6	3,0	11,2	3,8
Gouvernement	0,3	0,2	0,4	-	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0
Secteur non financier 3)	7,9	3,5	7,3	-	0,4	8,3	0,6	0,6	0,2
Pays-Bas	72,9	7,7	78,6	63,9	20,7	-	3,8	19,0	6,1
Autorités monétaires	5,9	0,0	2,8	2,5	0,8	-	0,1	0,8	0,3
Banques	18,9	1,4	11,3	13,1	8,4	-	0,8	5,6	3,2
Autres institutions financières 2)	47,7	6,0	63,0	48,3	11,4	-	2,8	12,6	2,6
Secteur non financier 3)	0,5	0,2	1,5	0,0	0,0	-	0,1	0,0	0,0
Royaume-Uni	100,1	-	79,9	79,8	22,9	37,5	18,8	1,6	5,2
Banques	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Autres institutions financières 2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Secteur non financier 3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Suisse	39,9	6,9	42,0	3,2	1,9	18,3	2,2	2,8	1,0
Irlande	41,2	45,3	50,4	89,7	21,1	14,1	7,6	10,4	7,4
Belgique	23,5	4,0	36,9	47,8	16,1	29,1	4,9	17,4	7,6
Luxembourg	121,6	24,2	104,0	105,6	26,0	33,2	6,8	16,7	8,4
Etats-Unis	49,6	66,7	55,4	13,9	8,8	36,0	6,2	1,7	0,5
Japon	94,4	22,6	68,1	50,2	9,9	21,8	6,4	7,8	4,2
Banques	34,6	7,5	15,6	5,0	1,4	6,3	3,1	0,0	0,4
Autres institutions financières 2)	49,4	10,8	47,3	43,5	8,4	9,6	1,4	7,5	3,7
Gouvernement	0,4	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Secteur non financier 3)	10,0	4,3	5,1	1,4	0,2	5,9	1,9	0,3	0,1
Titres de dette publique détenus par les 11 pays énumérés	729,7	247,3	680,5	804,8	279,8	351,4	95,4	206,8	113,9
Titres de dette publique détenus par les non résidents	1268,1	394,4	1295,8	1135,7	394,7	321,1	108,3	304,8	138,6
Titres de dette publique émis (total)	1 464,1	1 213,1	1 572,8	2 416,7	651,3	389,6	111,0	385,7	160,3

1) Estimations NATIXIS à partir de la base JEDH

2) Assurances, fonds et autres

3) Entreprises non financières et ménages

4) Estimation NATIXIS à partir de la Bundesbank

5) Selon la base JEDH

Sources : FMI, NATIXIS

Synthèse : que va faire l'Allemagne ?

Les six pays désindustrialisés de la zone euro feront défaut sur leur dette publique à long terme et probablement sortiront alors de l'euro si la zone euro ne met pas en place du fédéralisme.

Une grande majorité des allemands est aujourd'hui opposée au fédéralisme. Mais ils doivent envisager ce qui est le moins cher pour l'Allemagne :

- le coût du fédéralisme : nous l'avons évalué pour l'Allemagne à 2,2 points de PIB par an ;
- le coût des défauts et de l'explosion de l'euro (pertes financières ; perte de compétitivité de l'Allemagne) ; nous l'avons évalué pour l'Allemagne 5 à 10 points de PIB subi une seule fois avec les pertes financières, puis à 1,4 point de PIB par an avec la perte de compétitivité.

On voit que ces deux coûts (si on annualise le coût du défaut) sont à peu près équivalents (autour de 2 ¼ point de PIB par an).