

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

18 mai 2011 – N° 371

Sans fédéralisme, la contrainte extérieure reste active pour les pays de la zone euro ; quelles conséquences ?

Le programme de soutien aux pays périphériques de la zone euro est une forme de fédéralisme, puisqu'il implique un transfert effectif de revenus vers les pays aidés. Mais il n'est pas prévu que la zone euro devienne structurellement un Etat fédéral.

Sans fédéralisme, tous les pays déficitaires de la zone euro devront équilibrer leur balance courante sans aide des autres pays, puisqu'ils ne peuvent pas s'endetter continuellement. Ceci implique que, si la réindustrialisation et le développement des services exportables et des revenus ne suffisent pas, ce qui est le cas sauf en Irlande, il faudra que les pays déficitaires réduisent leur demande intérieure jusqu'au point où le déficit de leur balance courante disparaît, ce qui peut être très difficile. Ceci concerne la France, l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Grèce, mais pas l'Irlande où le déficit de la balance courante a disparu.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

La zone euro ne devrait pas devenir un Etat fédéral

Le programme de soutien des pays périphériques de la zone euro qui est mis en place est **une forme de fédéralisme** : au travers de l'EFSF-ESM, les pays du cœur de la zone euro financent les pays périphériques à des taux d'intérêt plus bas que les taux d'intérêt de marché (**graphique 1** ; 4,20% par exemple pour le premier prêt à la Grèce).

A terme, ceci conduit bien à un **important transfert de revenu des pays du cœur vers les pays de la périphérie**, prenant la forme d'une baisse des paiements d'intérêt par les pays de la périphérie aux pays du cœur, qui détiennent l'essentiel de la dette des pays de la périphérie (**tableau 1**).

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

Investment from :	Investment in :		
	Irlande	Grèce	Portugal
France	17,4	76,3	43,9
Autorités monétaires	0,0	0,0	0,0
Banques	5,5	36,9	17,4
Autres institutions financières (2)	11,5	37,6	25,6
Gouvernement	0,1	1,2	0,4
Secteur non financier (3)	0,3	0,5	0,4
Allemagne	21,4	36,6	22,8
Banques (4)	13,5	19,8	14,9
Non-banques (4)	7,9	16,8	7,9
Italie	7,5	16,5	6,8
Autorités monétaires	0,0	0,3	0,1
Banques	3,7	4,4	2,8
Autres institutions financières (2)	3,0	11,2	3,8
Gouvernement	0,1	0,0	0,0
Secteur non financier (3)	0,6	0,6	0,2
Pays-Bas	3,8	19,0	6,1
Autorités monétaires	0,1	0,8	0,3
Banques	0,8	5,6	3,2
Autres institutions financières (2)	2,8	12,6	2,6
Secteur non financier (3)	0,1	0,0	0,0
Royaume-Uni	18,8	1,6	5,2
Banques	-	-	-
Autres institutions financières (2)	-	-	-
Secteur non financier (3)	-	-	-
Suisse	2,2	2,8	1,0
Irlande	7,6	10,4	7,4
Belgique	4,9	17,4	7,6
Luxembourg	6,8	16,7	8,4
Etats-Unis	6,2	1,7	0,5
Japon	6,4	7,8	4,2
Banques	3,1	0,0	0,4
Autres institutions financières (2)	1,4	7,5	3,7
Gouvernement	0,0	0,0	0,0
Secteur non financier (3)	1,9	0,3	0,1
Titres de dette publique détenus par les 11 pays énumérés	95,4	206,8	113,9
Titres de dette publique détenus par les non résidents	108,3	304,8	138,6
Titres de dette publique émis (total)	111,0	385,7	160,3

1) Estimations NATIXIS à partir de la base JEDH

2) Assurances, fonds et autres

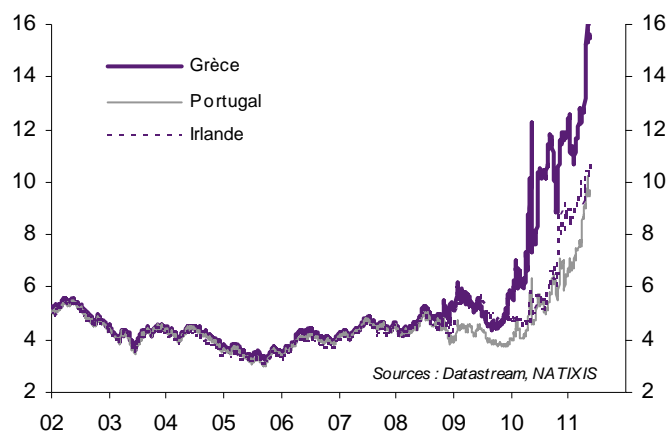
3) Entreprises non financières et ménages

4) Estimation NATIXIS à partir de la Bundesbank

5) Selon la base JEDH

Sources : Datastream, NATIXIS

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



Mais, malgré cette forme de fédéralisme dans les programmes de soutien, il n'est pas aujourd'hui prévu que la zone euro devienne en permanence un Etat fédéral : le budget européen va rester légèrement supérieur à 1 % du PIB, et aucun autre mécanisme de transfert fédéral n'existe.

Sans fédéralisme, les pays de la zone euro ne pourront pas conserver de déficit de leur balance courante

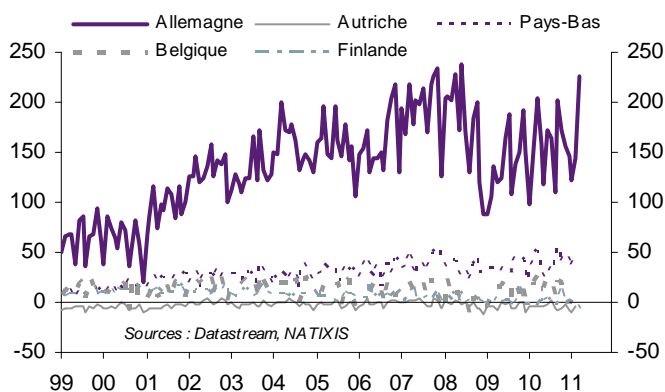
Certains pays de la zone euro (Espagne, France, Italie, Portugal, Grèce) se sont **fortement désindustrialisés et ont en conséquence, des déficits commerciaux (graphiques 2a/b)**.

Le cas de l'Irlande est particulier car son excédent commercial vient de la localisation en Irlande des profits des entreprises avec la concurrence fiscale (sur la taxation des profits des sociétés).

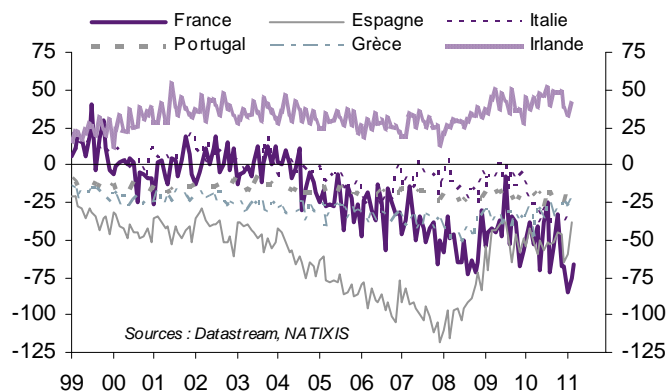
Dans un Etat fédéral, les régions désindustrialisées ont un déficit commercial mais ont une balance courante équilibrée grâce aux transferts de revenu qui viennent du fédéralisme (mécanismes de péréquation comme en Allemagne, impôts communs, protection sociale commune, investissements publics...).

Mais, dans la zone euro, sans fédéralisme, les pays qui ont un déficit commercial risquent aussi d'avoir un déficit de leur balance courante (**graphiques 3a/b**), ce qui est le cas, aussi pour l'Irlande.

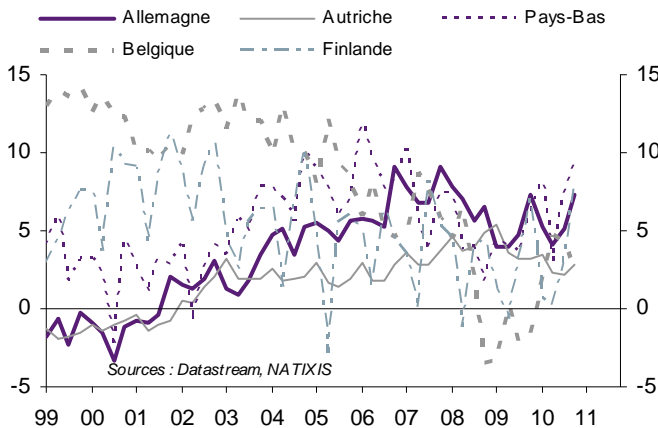
Graphique 2a
Balance commerciale
(Mds d'euros, annualisée)



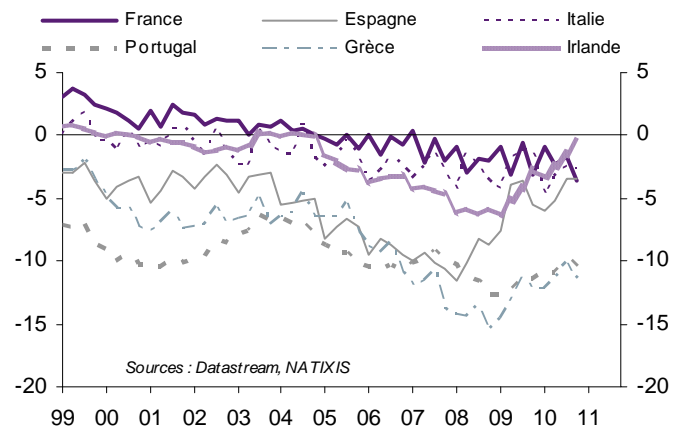
Graphique 2b
Balance commerciale
(Mds d'euros, annualisée)



Graphique 3a
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 3b
Balance courante (en % du PIB)



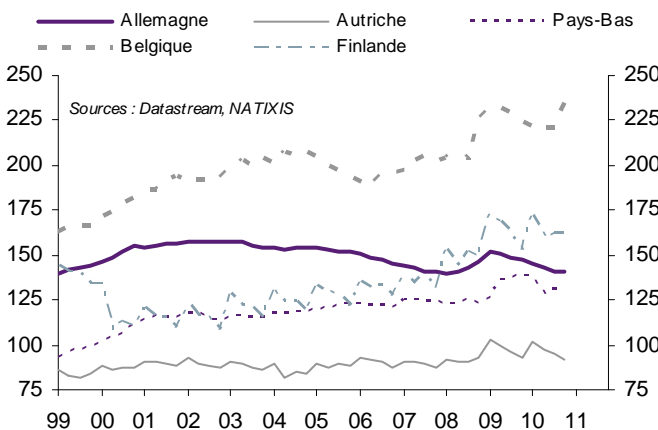
Mais, dans une Union Monétaire sans fédéralisme, les pays ne peuvent pas avoir durablement un déficit de leur balance courante

Si un pays a un déficit de sa balance courante, il doit s'endetter auprès du Reste du Monde pour le financer, ce qui veut dire que **certains agents économiques du pays doivent s'endetter continuellement**. Cela a d'abord été le cas, avant la crise, des ménages et des entreprises (**graphiques 4a/b**), et c'est maintenant le cas du secteur public (**graphiques 5a/b**).

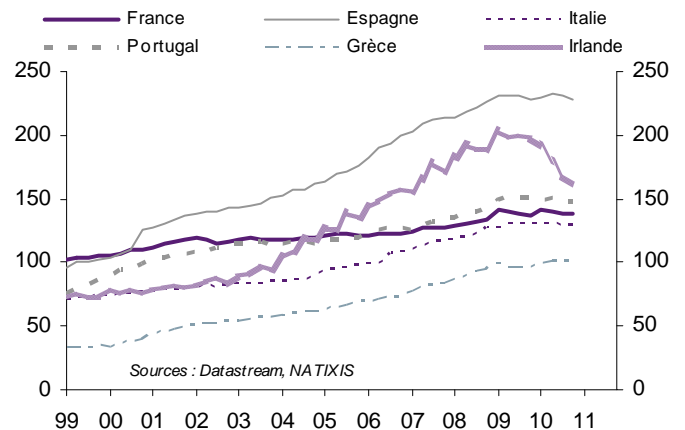
Mais ceci ne peut pas être une situation durable : les agents économiques du pays finissent par être surendettés, et il y a crise de solvabilité et impossibilité d'accroître davantage l'endettement.

Il faut donc finalement que les pays de la zone euro aient une balance courante équilibrée.

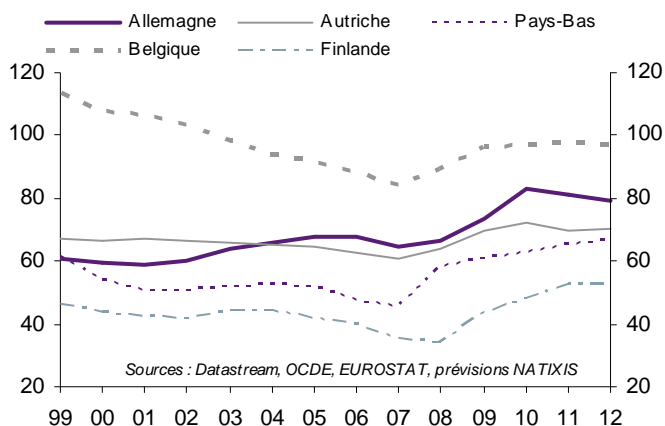
Graphique 4a
Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)



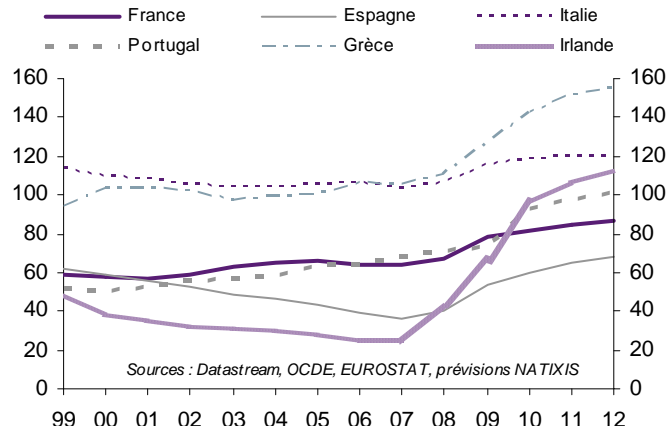
Graphique 4b
Dette des ménages + entreprises (en % du PIB)



Graphique 5a
Dette publique (en % du PIB)



Graphique 5b
Dette publique (en % du PIB)



Comment équilibrer la balance courante des pays déficitaires ?

Un pays qui a un déficit de sa balance courante et qui doit le faire disparaître peut :

- (1) améliorer son commerce extérieur des biens ;
- (2) améliorer son commerce extérieur des services (tourisme, autres services exportables) ;
- (3) recevoir des revenus depuis le Reste du Monde, mais ceci impliquerait le fédéralisme dans certains cas.

L'amélioration du commerce extérieur peut se faire de deux manières :

- par la réindustrialisation, l'amélioration de la compétitivité ;
- par la compression de la demande intérieure.

Nous allons regarder comment les pays chroniquement déficitaires (en termes de balance courante) de la zone euro pourraient faire disparaître leurs déficits courants. Nous comparons, à titre de référence, ces pays à l'Allemagne.

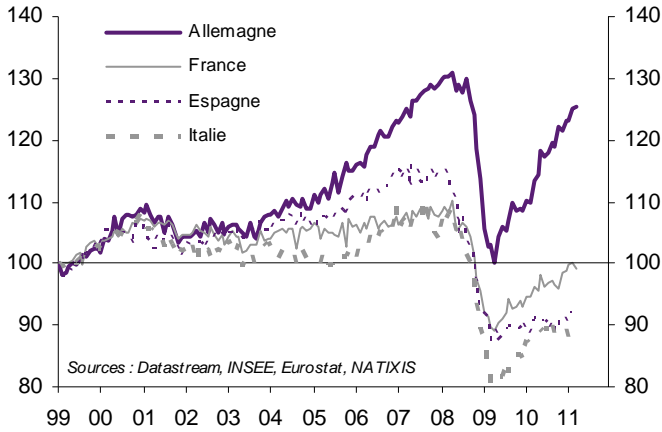
1 – Réindustrialisation, amélioration de la compétitivité

La production industrielle reste très affaiblie dans tous les pays en difficulté par rapport à l'Allemagne, sauf en Irlande (graphiques 6a/b et 7a/b). On voit une amélioration, insuffisante, de la balance commerciale en Espagne, et en Grèce (graphiques 8a/b), pas dans les autres pays.

Les coûts salariaux ne s'améliorent vis-à-vis de l'Allemagne qu'en Irlande (graphiques 9a/b et 10a/b).

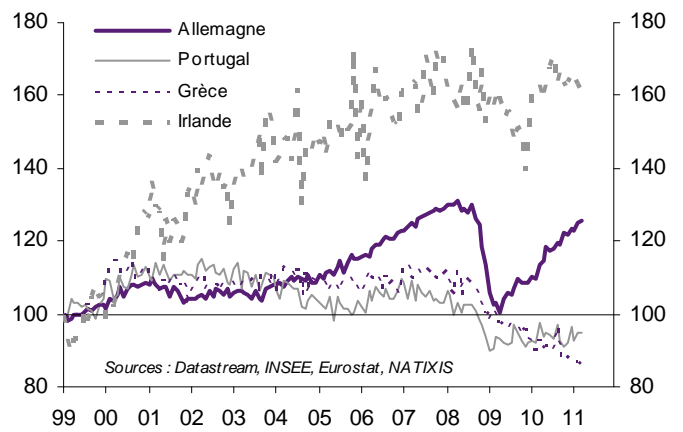
Graphique 6a

Production manufacturière (100 en 1999:1)



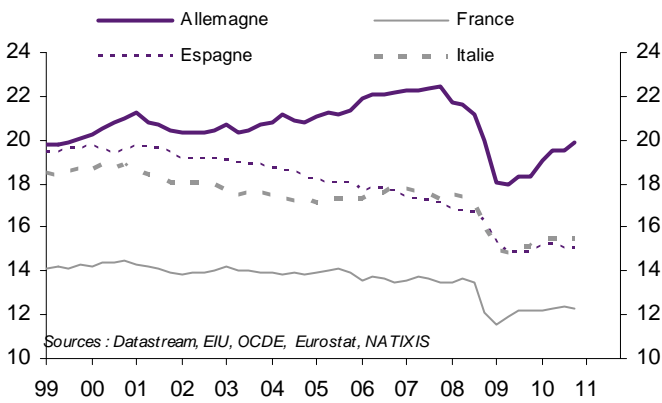
Graphique 6b

Production manufacturière (100 en 1999:1)



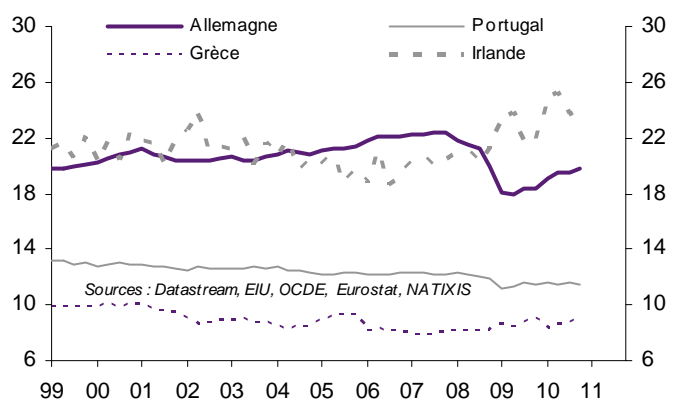
Graphique 7a

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



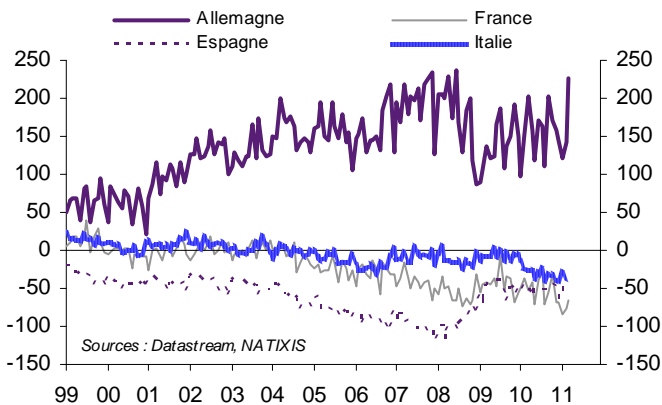
Graphique 7b

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



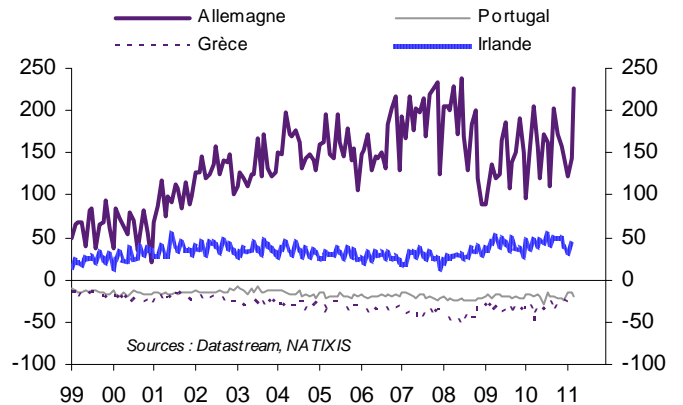
Graphique 8a

Balance commerciale (Mds d'euros, annualisée)

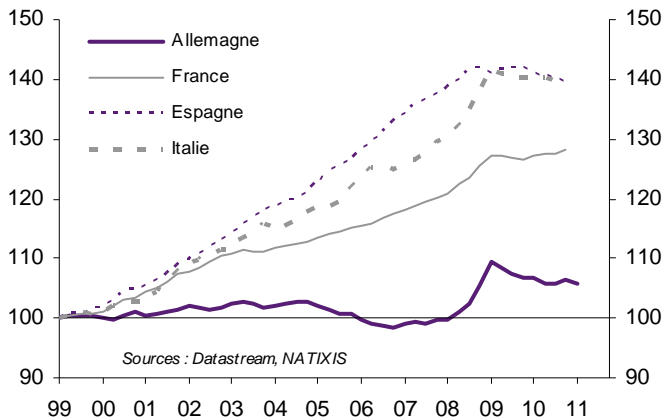


Graphique 8b

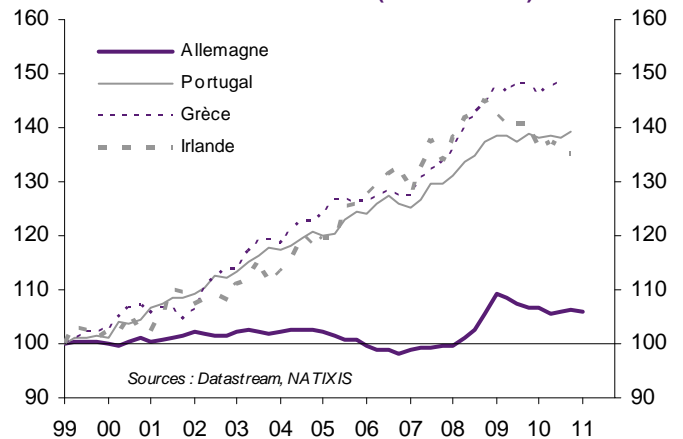
Balance commerciale (Mds d'euros, annualisée)



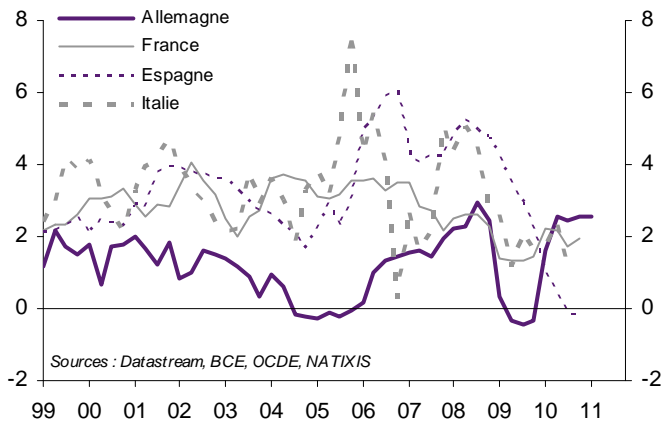
Graphique 9a
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



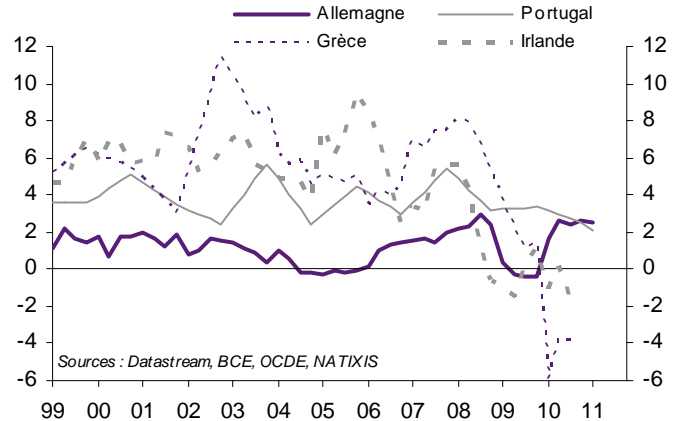
Graphique 9b
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



Graphique 10a
Salaire nominal par tête (GA en %)



Graphique 10b
Salaire nominal par tête (GA en %)



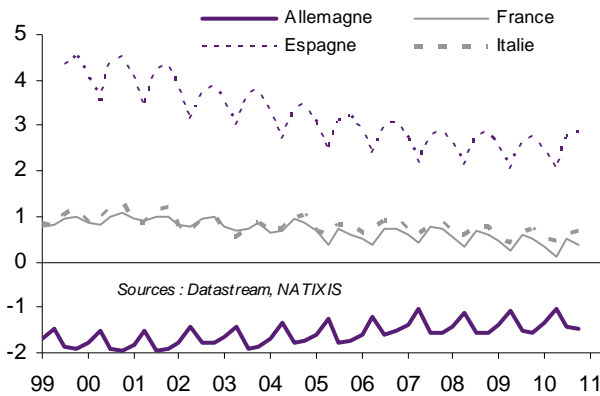
2 – Amélioration du commerce extérieur des services

La balance commerciale des services hors tourisme est plutôt liée aux activités technologiques (finance, IT, brevets...) et est difficile à modifier dans des pays qui ont peu innové. **La balance commerciale du tourisme** peut sans doute être améliorée s'il y a investissements et baisse des coûts salariaux, sauf si le pays a déjà saturé son potentiel.

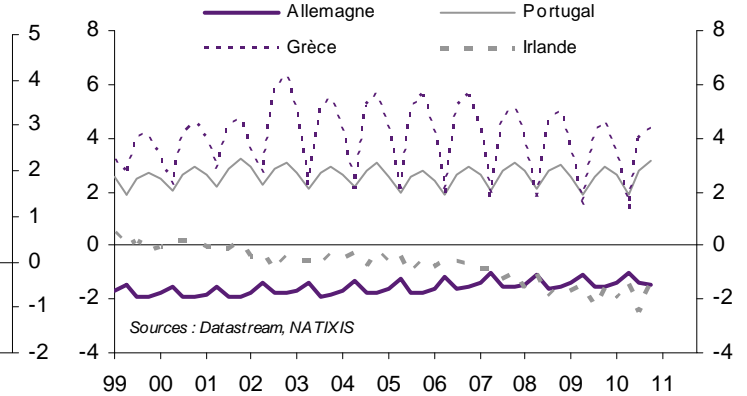
On ne voit nulle part une amélioration de la balance du tourisme (graphiques 11a/b), mais on voit une nette amélioration de la balance des autres services en **Espagne et au Portugal** qui vient en Espagne des télécom et des services de construction, au Portugal des transports (**graphiques 12a/b**).

Est voisine du tourisme la possibilité d'accueillir des résidents des autres pays de la zone euro, par exemple des retraités, ce qui génère des flux de revenus du travail et du capital (entrants **graphiques 13a/b**).

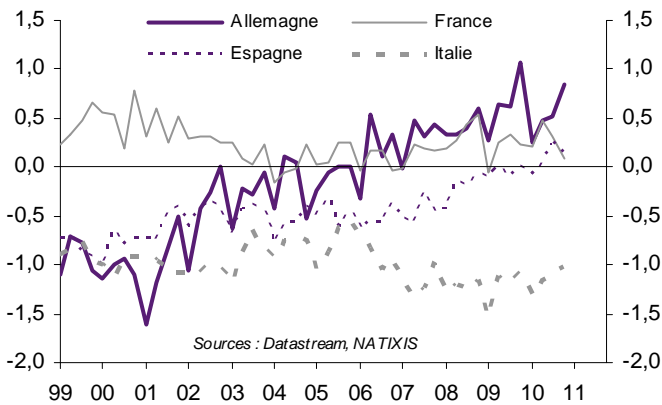
Graphique 11a
Balance commerciale du tourisme
(valeur, en % du PIB)



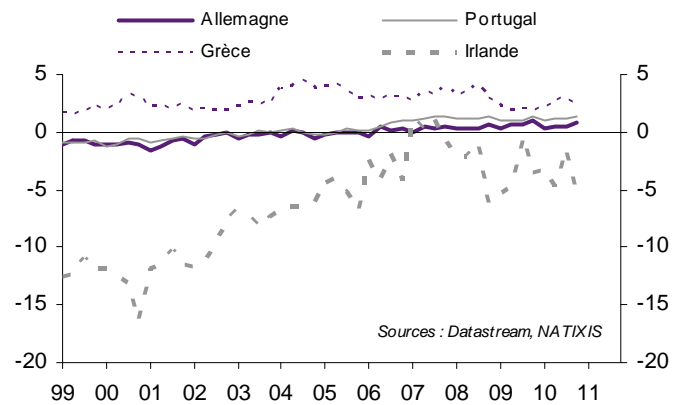
Graphique 11b
Balance commerciale du tourisme
(valeur, en % du PIB)



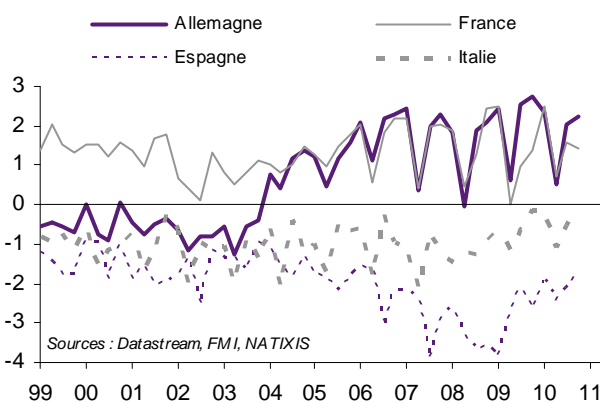
Graphique 12a
Balance commerciale des services hors
tourisme (valeur, en % du PIB)



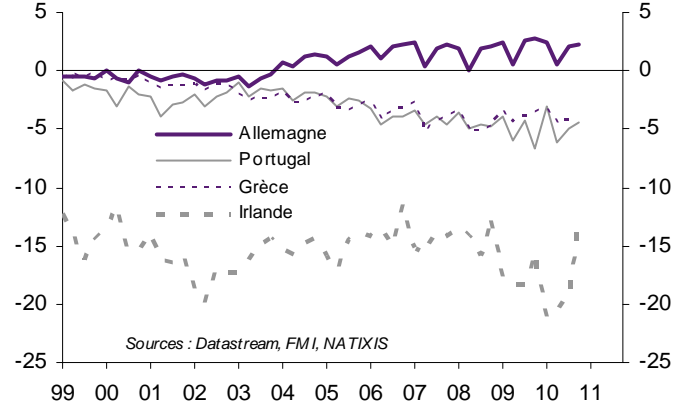
Graphique 12b
Balance commerciale des services hors
tourisme (valeur, en % du PIB)



Graphique 13a
Balance de paiements : soldes des échanges
de revenus (en % du PIB)



Graphique 13b
Balance de paiements : soldes des échanges
de revenus (en % du PIB)



Le solde des échanges de revenus ne s'améliore (légèrement) qu'en Italie. Au total cependant, les échanges de services et de revenus ne s'améliorent ni suffisamment, ni d'une manière générale.

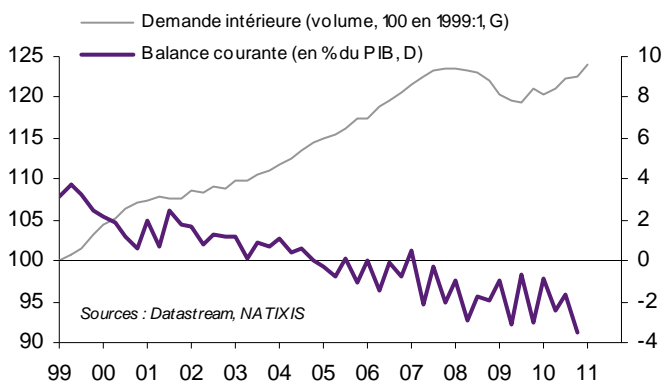
3 – Si ni la réindustrialisation, ni l'amélioration de la compétitivité, ni l'amélioration des échanges de services ne suffisent, alors la seule possibilité est de comprimer la demande intérieure.

Si ni la réindustrialisation, l'amélioration de la compétitivité, l'accélération des échanges de services et de revenus ne suffisent, alors **la seule solution qui subsiste est de comprimer la demande intérieure jusqu'au point où le déficit de la balance courante disparaît** ; il peut s'agir de la demande (des dépenses) publique et de la demande privée.

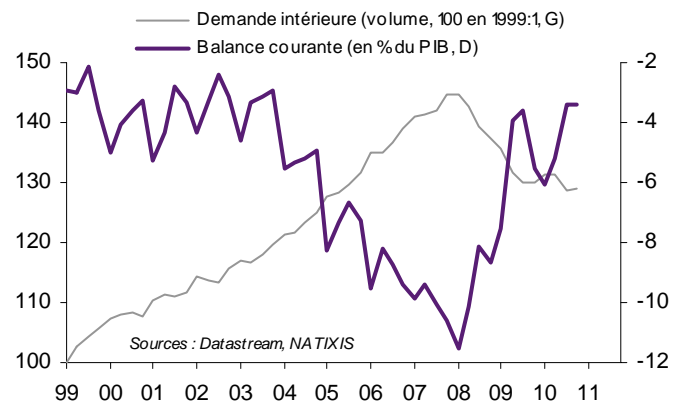
Ceci devra être le cas :

- en France pour 4 points de PIB (**graphique 14a**) ;
- en Espagne et en Italie pour 3 points de PIB (**graphiques 14b/c**) ;
- au Portugal et en Grèce, pour 10 points de PIB (**graphiques 14d/e**) ;
- mais pas en Irlande où le recul de la demande intérieure est déjà suffisant (**graphique 14f**).

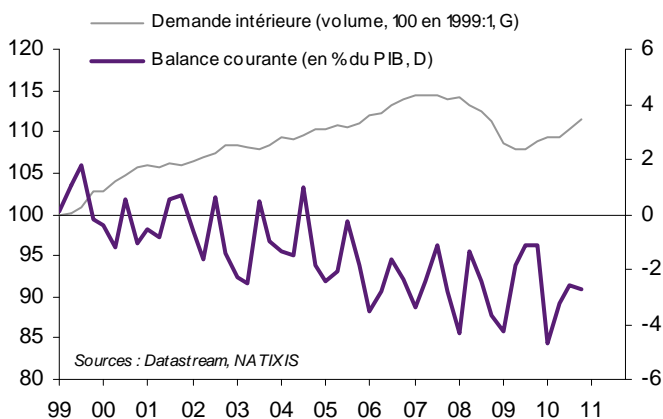
Graphique 14a
France : balance courante et demande intérieure



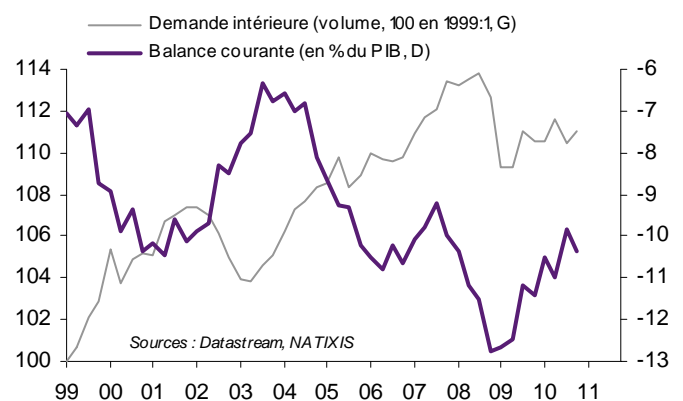
Graphique 14b
Espagne : balance courante et demande intérieure



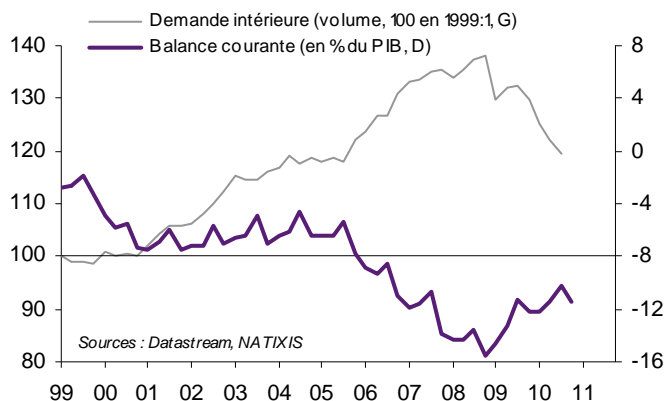
Graphique 14c
Italie : balance courante et demande intérieure



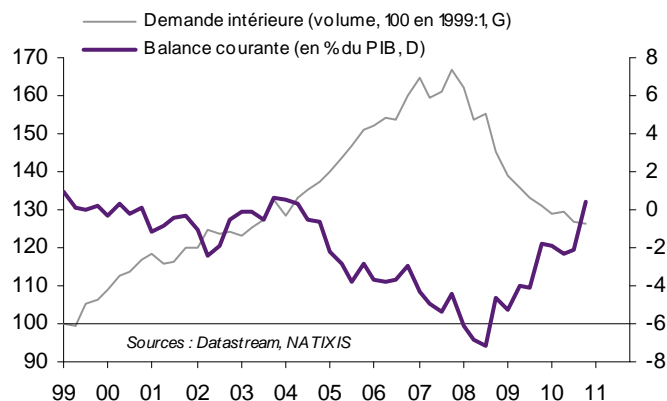
Graphique 14d
Portugal : balance courante et demande intérieure



Graphique 14e
Grèce : balance courante et
demande intérieure



Graphique 14f
Irlande : balance courante et
demande intérieure



**Synthèse : dans quels
pays faudra-t-il
probablement
comprimer davantage
la demande intérieure ?**

Nous ne pensons pas que la zone euro devienne un Etat fédéral, ce qui va imposer aux pays déficitaires de faire disparaître leur déficit de balance courante.

S'ils ne peuvent pas le faire :

- en se réindustrialisant et en améliorant bien leur compétitivité ;
- en améliorant leurs échanges de services et de revenus ;

il faudra qu'ils compriment davantage leur demande intérieure. Nous pensons que ceci devra être le cas en France, en Espagne, en Grèce et au Portugal.