

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

29 août 2011 – N° 633

La dynamique économique des pays de la zone euro en difficulté est devenue instable : sans aide des autres pays, ils ne pourront pas stabiliser leur économie et leurs finances publiques

Nous prenons les exemples de la Grèce, du Portugal, de l'Espagne, de l'Italie. Lorsque ces pays ont à la fois un problème de croissance et un problème de finances publiques, ils sont confrontés :

- *à la hausse du chômage, d'où le freinage des salaires, d'autant plus fort que la compétitivité de ces pays est dégradée, et une croissance encore plus faible ; qui dégrade les finances publiques ;*
- *à la hausse des taux d'intérêt sur la dette publique, avec une réaction aujourd'hui très forte des taux d'intérêt à la situation des finances publiques, un effet d'éviction puissant qui est nouveau, ce qui contribue à dégrader encore davantage la solvabilité des ménages et des entreprises et réduit leur demande ;*
- *bien sûr à la nécessité d'une politique budgétaire restrictive qui affaiblit la croissance.*

La dégradation de la croissance et des finances publiques entraîne donc une dégradation encore plus forte avec les évolutions récentes du lien chômage-salaires, des effets d'éviction, du lien entre taux d'intérêt sur dettes publiques et privées. Sans aide des autres pays, les pays en difficulté ne peuvent que s'enfoncer dans une trappe de baisse de l'activité et d'absence de résorption du déficit public.

RECHERCHE ECONOMIQUE

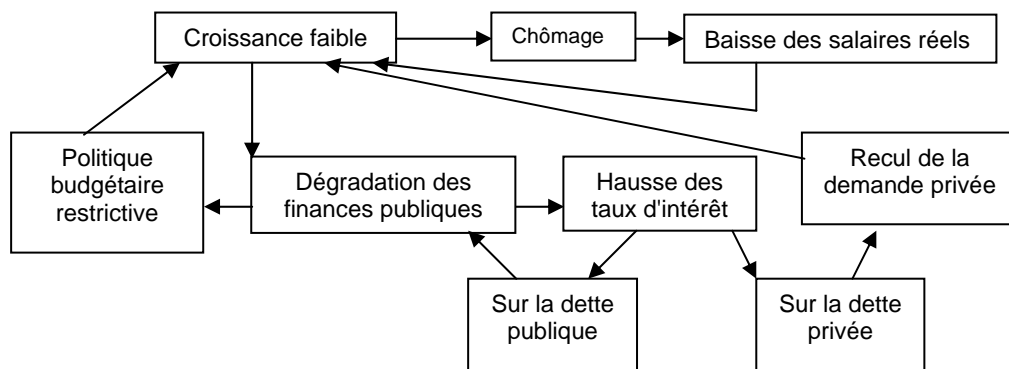
Rédacteur :

Patrick ARTUS

Notre thèse : la dynamique des pays en difficulté est instable

Le schéma 1 ci-dessous résume notre thèse : lorsqu'un pays de la zone euro est en difficulté avec sa croissance et ses finances publiques, sa situation spontanément s'aggrave.

Schéma 1
Dynamique instable des pays en difficulté



L'instabilité vient :

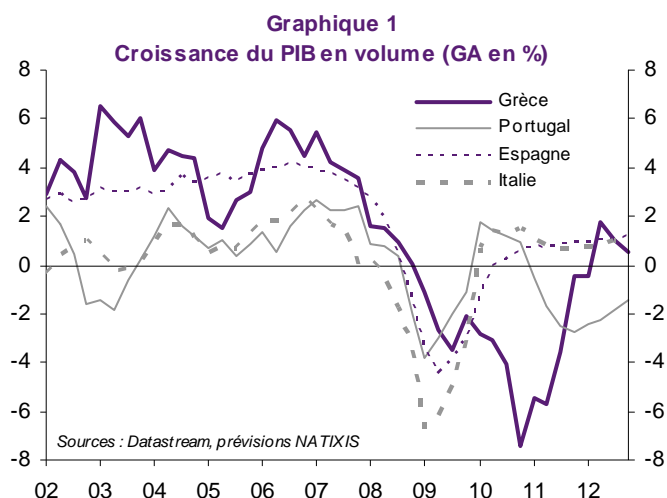
- évidemment de l'effet de la politique budgétaire restrictive sur la croissance et les finances publiques ;
- de la courbe de Phillips : hausse du chômage, freinage des salaires ;
- et, ce qui est nouveau aujourd'hui, **d'effets d'éviction très puissants** (forte hausse des taux d'intérêt sur les dettes publiques en réponse aux déficits publics) et **de la corrélation entre les taux d'intérêt sur les dettes privées et les taux d'intérêt sur les dettes publiques.**

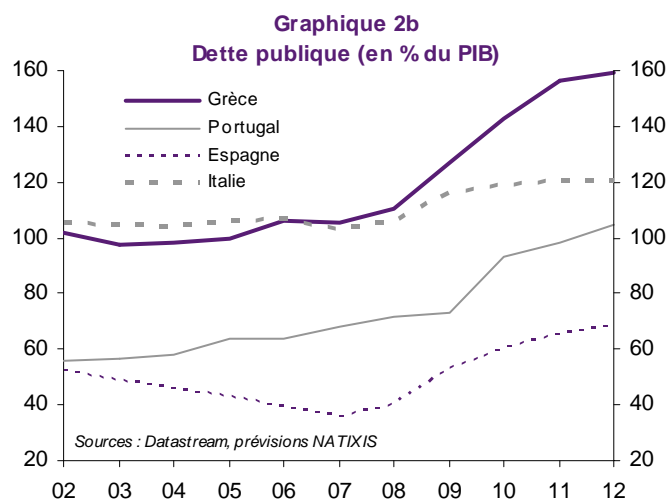
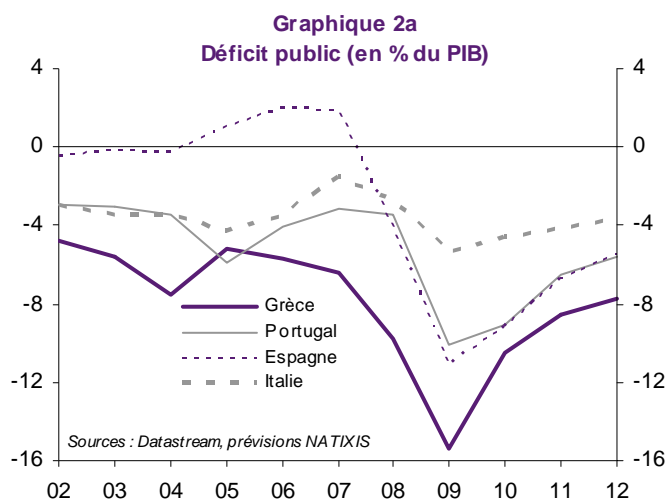
Croissance et politique budgétaire

Nous regardons les exemples de la Grèce, du Portugal, de l'Espagne, de l'Italie.

Ces pays ont à la fois :

- un problème de croissance (graphique 1) ;
- un problème de finances publiques (graphiques 2a-2b).





La politique budgétaire restrictive qu'ils mettent en œuvre (tableau 1) évidemment contribue au problème de croissance puis de dépenses publiques.

Tableau 1
Prévisions des gouvernements pour les déficits publics (en % du PIB)

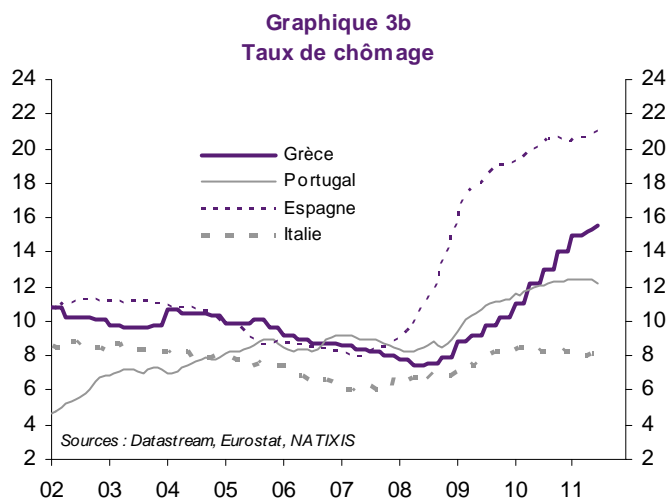
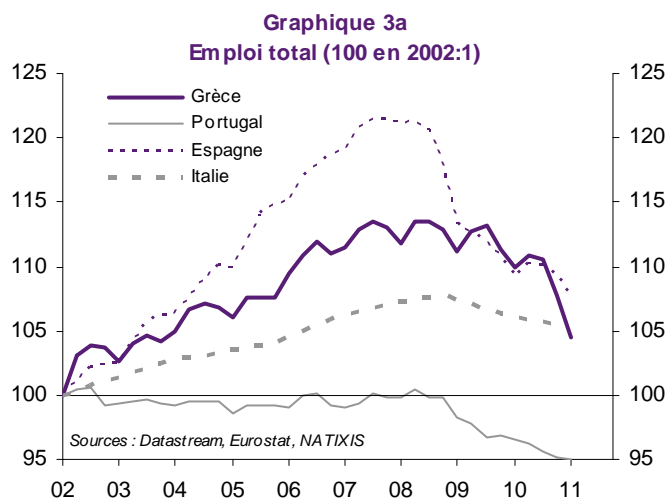
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Grèce	-7,7	-15,4	-10,6	-7,6	-6,5	-4,9	-2,6
Portugal	-3,5	-10,0	-8,6	-5,9	-4,5	-3,0	-
Espagne	-4,2	-11,2	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0	-
Italie	-2,7	-5,2	-5,0	-3,9	-1,5	-0,2	-

Sources : Sources nationales, Natixis

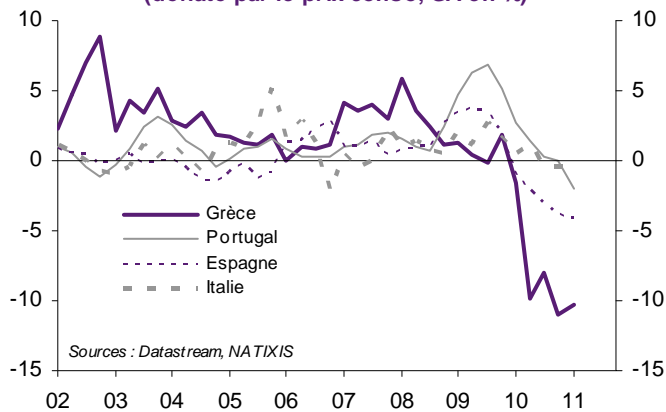
Faisons un **calcul illustratif**. Une réduction ex ante de 1 point du déficit public, avec un multiplicateur budgétaire généralement évalué à 0,7 réduit le PIB de 0,7 point ; ceci aggrave le déficit public de 0,3 à 0,35 point : la réduction ex post du déficit public n'est que de 2/3 point.

Courbe de Phillips

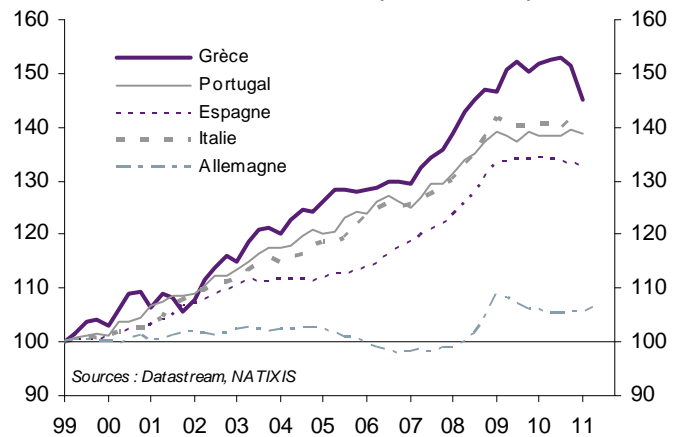
La faible croissance entraîne **les pertes d'emplois et la hausse du chômage (graphiques 3a-3b)**, et celle-ci conduit au **freinage des salaires réels (graphique 3c)**, par le mécanisme habituel de **courbe de Phillips**.



Graphique 3c
Salaires réels par tête
 (déflaté par le prix conso, GA en %)



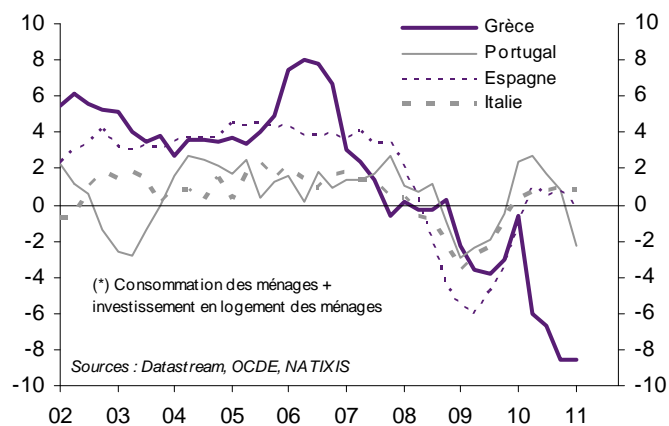
Graphique 4
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



Ce mécanisme traditionnel est amplifié dans la zone euro par le fait que la **baisse des salaires est la seule méthode disponible pour restaurer la compétitivité**, les pays en difficulté ayant tous un handicap important de compétitivité-coût (graphique 4).

Le recul des salaires réels entraîne évidemment un **recul de la demande des ménages (graphique 5)** qui amplifie la récession.

Graphique 5
Demande des ménages* (en volume, GA en %)

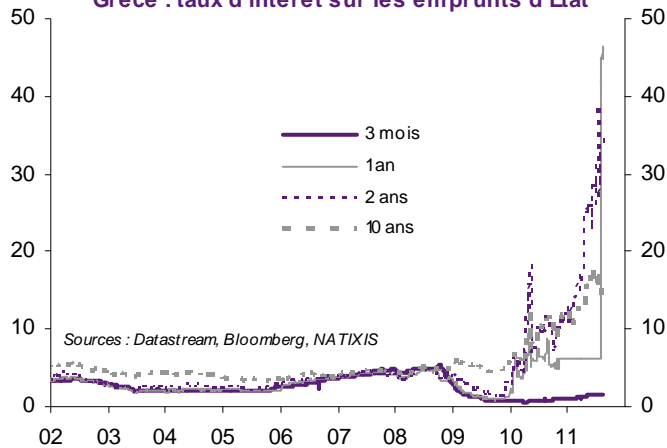


Hausse des taux d'intérêt sur les dettes publiques

Les effets d'éviction sont devenus **extrêmement violents**, avec la perception accrue du **risque souverain** par les investisseurs. Ceci explique la **hausse très forte des taux d'intérêt**, à toutes maturités, sur les dettes publiques (graphiques 6a-6b-6c-6d).

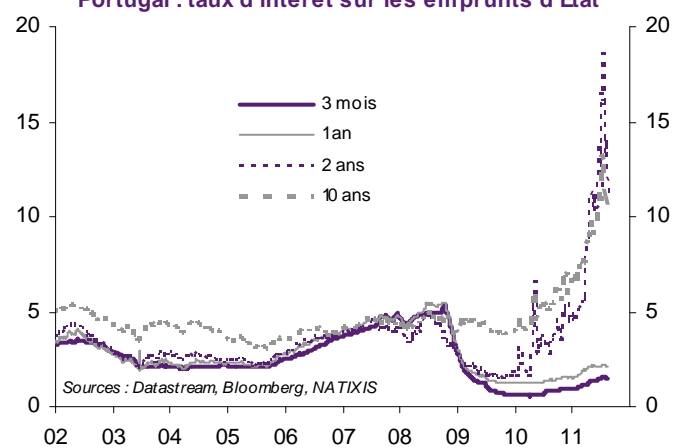
Graphique 6a

Grèce : taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



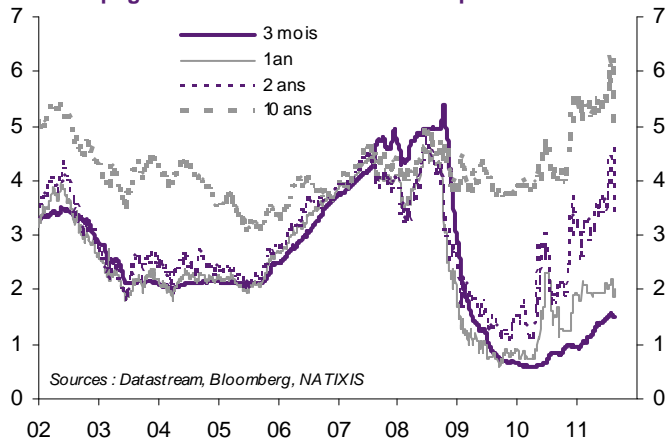
Graphique 6b

Portugal : taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



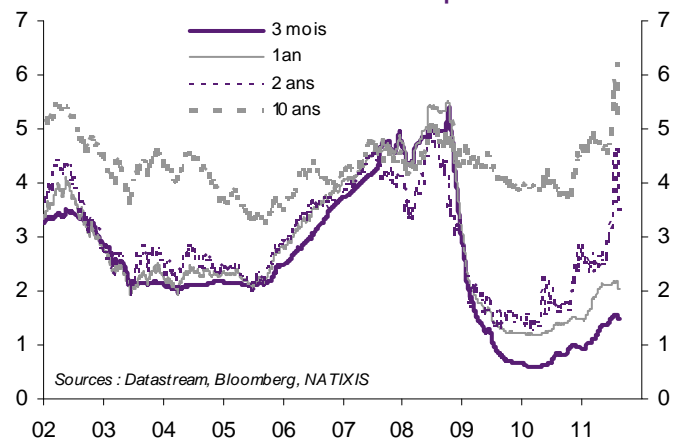
Graphique 6c

Espagne : taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



Graphique 6d

Italie : taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



Cette hausse des taux d'intérêt dégrade fortement la solvabilité intertemporelle des pays.

L'excédent budgétaire primaire qui stabilise le taux d'endettement public est égal à :

Taux d'endettement public x (taux d'intérêt – taux de croissance nominale)

La Grèce et le Portugal ne se financent plus sur les marchés financiers, mais auprès de l'EFSF, de l'UE et du FMI.

L'Espagne et l'Italie, en raison de la hausse des taux d'intérêt auxquels ils sont confrontés, et qui a été réduite par les achats de la BCE, doivent accroître, compte tenu de leurs taux d'endettement (graphique 2b plus haut) leur excédent primaire de :

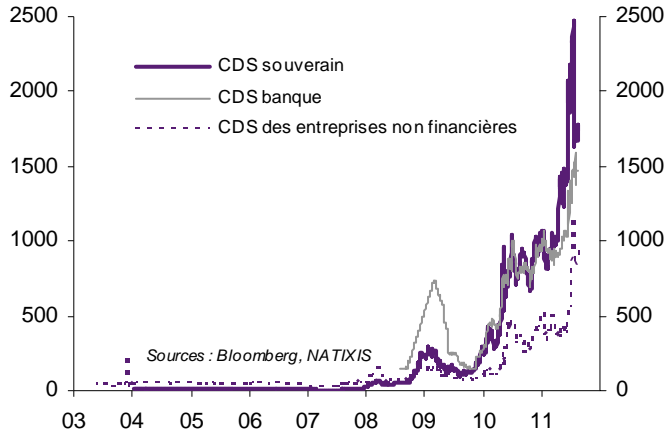
- 1 point de PIB en Espagne ;
- 1,7 point de PIB en Italie ;

ce qui est pénalisant.

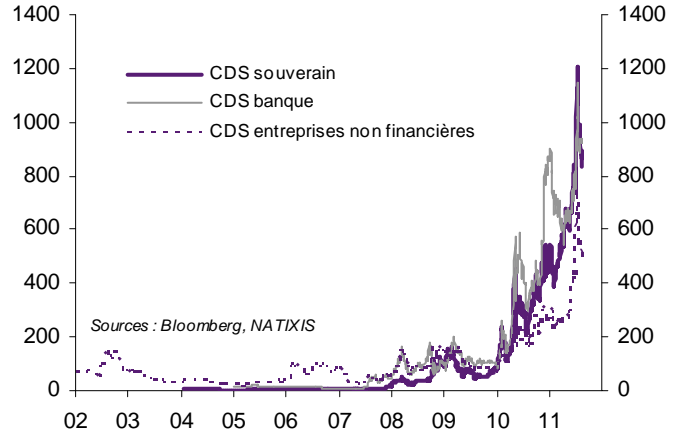
Haussé des taux d'intérêt sur les dettes privées

Un autre facteur important des évolutions récentes est la corrélation forte entre les taux d'intérêt sur les dettes publiques et les taux d'intérêt sur les dettes privées (graphiques 7a-7b-7c-7d).

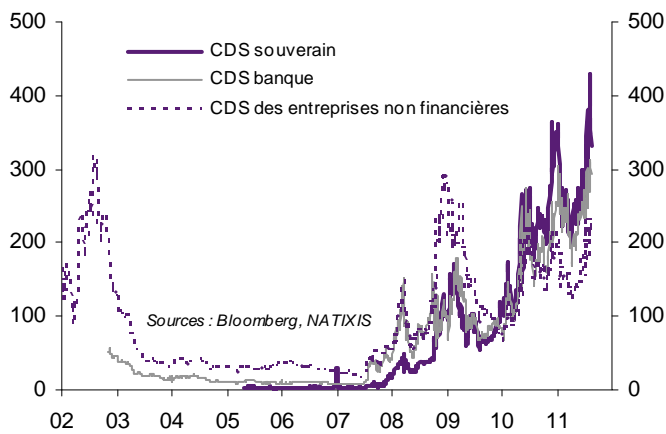
Graphique 7a
Grèce : CDS (5 ans, pb)



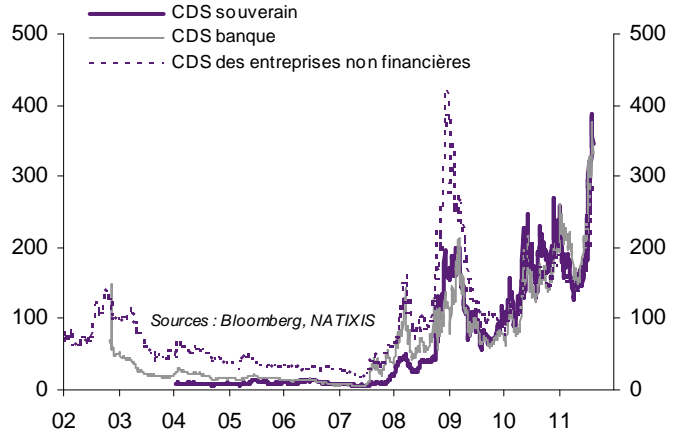
Graphique 7b
Portugal : CDS (5 ans, pb)



Graphique 7c
Espagne : CDS (5 ans, pb)

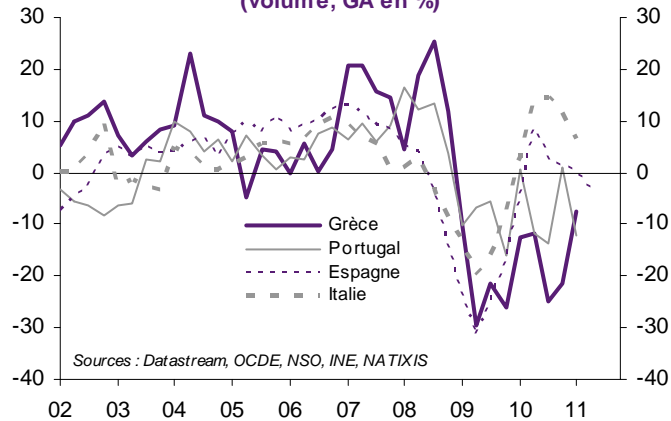


Graphique 7d
Italie : CDS (5 ans, pb)



Ceci implique que **la détérioration des finances publiques a beaucoup accru les coûts de financement du secteur privé**, d'où naturellement une baisse de la demande privée (graphique 5 plus haut, **graphique 8**).

Graphique 8
Investissement total des entreprises
(volume, GA en %)



Synthèse : la nécessaire solidarité

Les évolutions récentes ont rendu instable la dynamique économique des pays en difficulté de la zone euro :

- **les politiques budgétaires restrictives réduisent la croissance et dégradent les finances publiques** ; ceci a toujours été le cas mais les politiques budgétaires sont devenues violemment restrictives ;
- **les évolutions récentes consistent en ce que :**
 - la hausse du chômage réduit fortement les salaires ;
 - les déficits publics conduisent à de fortes hausses des taux d'intérêt sur les dettes publiques ;
 - les hausses des taux d'intérêt sur les dettes publiques conduisent à de fortes hausses des taux d'intérêt sur les dettes privées.

Tout ceci amène une dynamique instable : la perte de croissance et la dégradation des finances publiques entraînent une perte de croissance encore plus forte et une dégradation des finances publiques encore plus forte.

Sans l'aide des autres pays de la zone euro, les pays en difficulté (Grèce, Portugal, Espagne, Italie) seront pris dans une trappe récessionniste et ne pourront stabiliser ni leurs économies, ni leurs budgets.