

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

9 mai 2012 – N° 327

Combien coûte en croissance à la zone euro, par rapport aux Etats-Unis, l'inadaptation des institutions de la zone euro ?

Prise globalement, la zone euro est une région plus solide économiquement et financièrement que les Etats-Unis : absence de déficit extérieur, déficit public modéré, industrie de plus grande taille...

Les déficiences de la zone euro viennent des problèmes institutionnels :

- *la multiplicité des émetteurs souverains et l'absence de fédéralisme qui font fortement monter les taux d'intérêt de certains pays, et qui les conduisent à comprimer leur demande intérieure, d'où un coût important en croissance ;*
- *l'absence de coopération budgétaire qui conduit à une réduction trop rapide des déficits publics ;*
- *l'absence de mobilité du travail qui conduit à la coexistence de pays à chômage élevé et à chômage faible.*

Nous essayons d'estimer la perte de croissance par rapport aux Etats-Unis due à ces problèmes institutionnels.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

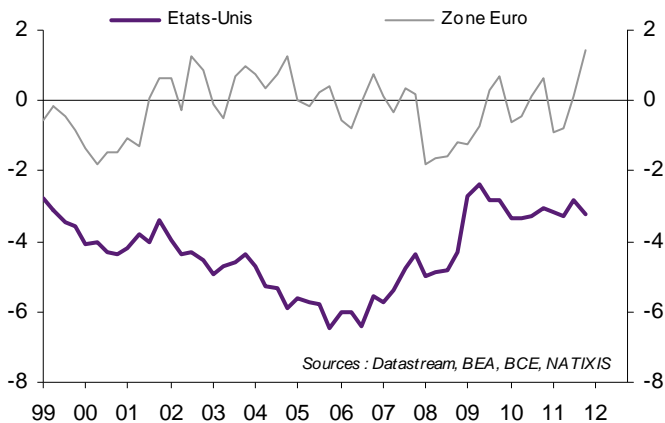
Patrick ARTUS

La zone euro est globalement une région solide

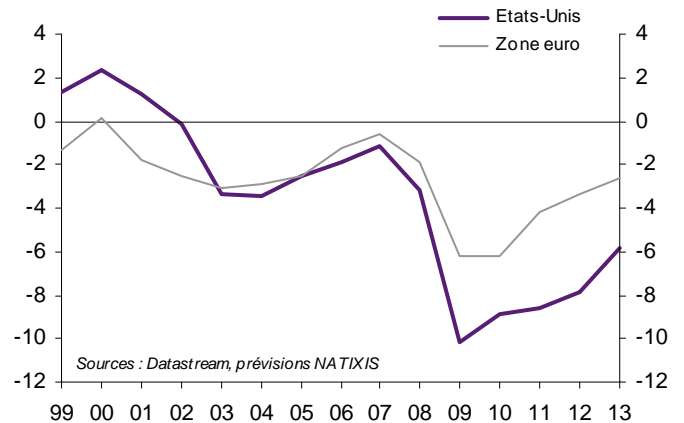
Nous comparons **la zone euro et les Etats-Unis**. Si on regarde globalement la zone euro on voit :

- que sa **situation de balance courante** est bien meilleure que celle des Etats-Unis (**graphique 1**) ;
- que sa **situation de finances publiques** est meilleure que celle des Etats-Unis (**graphiques 2a/2b**) ;
- que le **poids de l'industrie** est plus élevé dans la zone euro qu'aux Etats-Unis (**graphiques 3a/3b**), que la part de marché de la zone euro dans le commerce mondial est nettement supérieure à celle des Etats-Unis (**graphique 3c**).

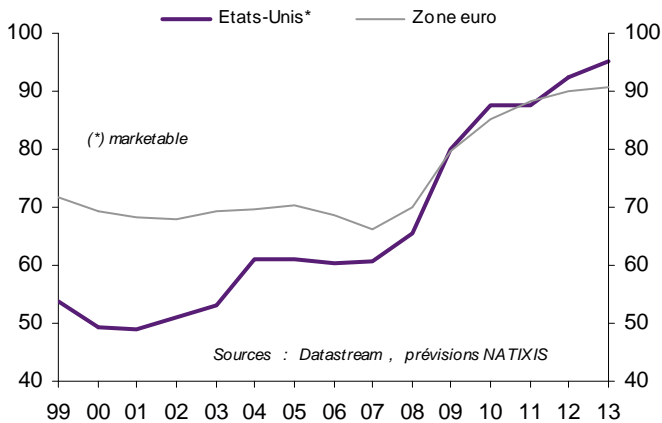
Graphique 1
Balance courante (en % du PIB)



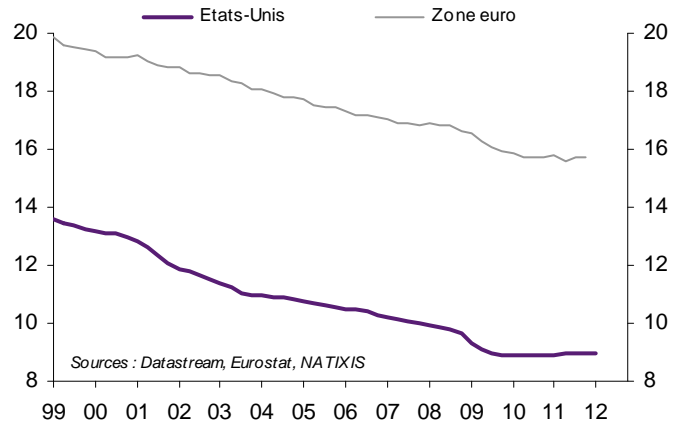
Graphique 2a
Déficit public (en % du PIB)



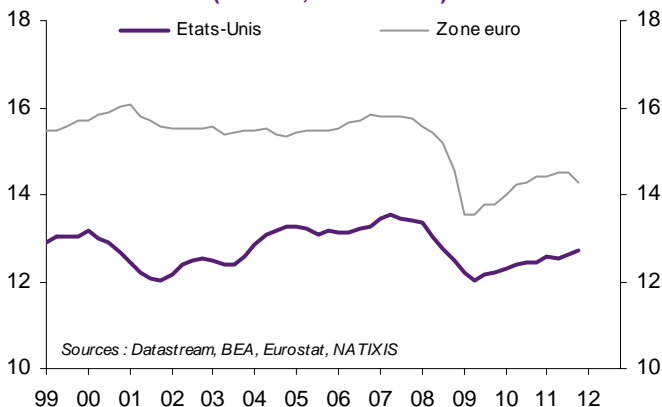
Graphique 2b
Dettes publiques (en % du PIB)



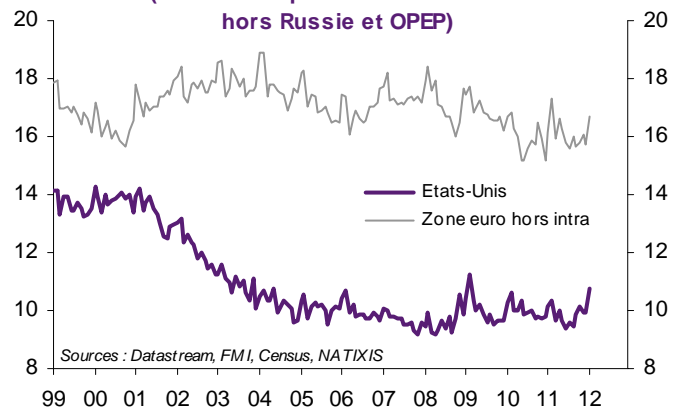
Graphique 3a
Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 3b
Valeur ajoutée manufacturière (volume, en % du PIB)

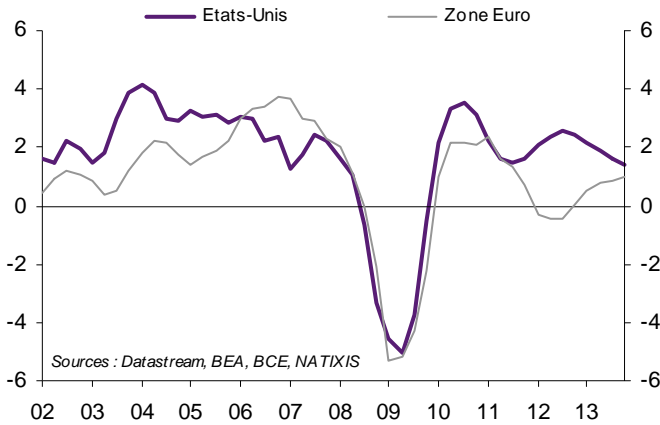


Graphique 3c
Exportations en valeur de... (en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP)

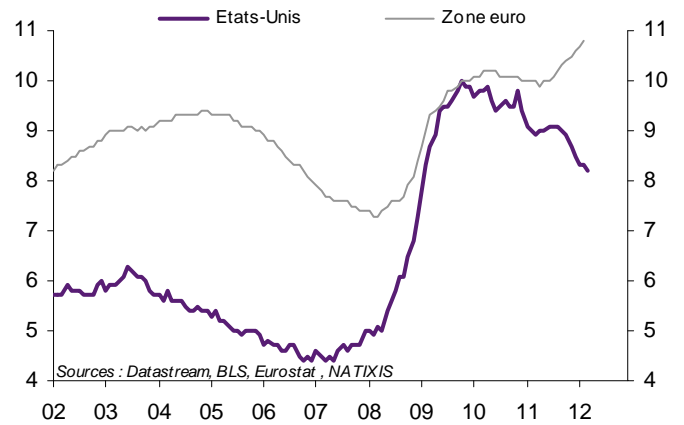


Pourquoi alors, si la zone euro est plus solide économiquement et financièrement que les Etats-Unis, voit-on une reprise économique aux Etats-Unis et une récession dans la zone euro (graphiques 4a/4b), une crise de financement du secteur public et du secteur privé dans la zone euro et pas aux Etats-Unis (graphiques 5a/5b/5c) ?

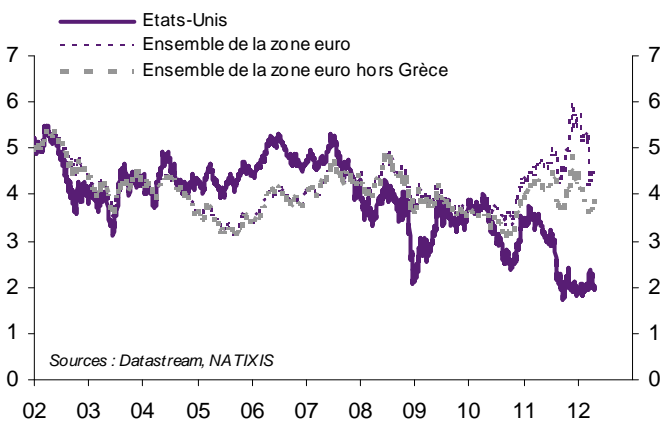
Graphique 4a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



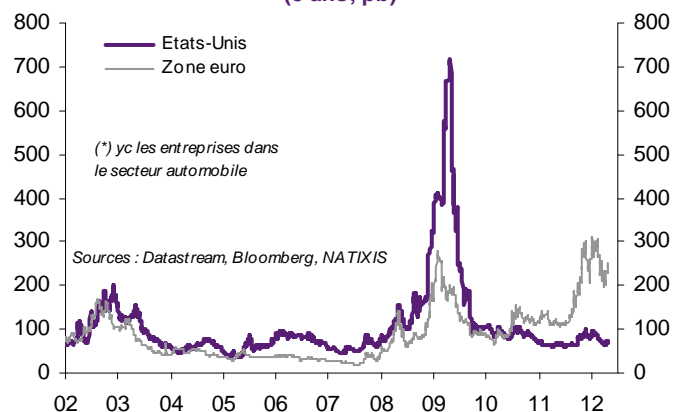
Graphique 4b
Taux de chômage (en %)



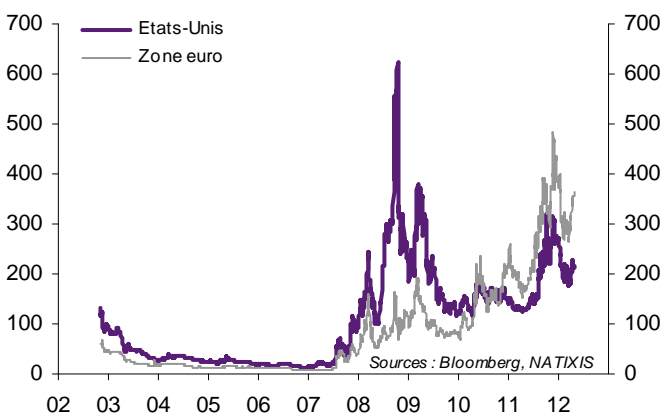
Graphique 5a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les Emprunts d'Etat



Graphique 5b
CDS des entreprises non-financières (5 ans, pb)



Graphique 5c
CDS des banques (5 ans, pb)



Nous pensons que ce paradoxe de la mauvaise santé économique et financière de la zone euro vient des problèmes institutionnels de la zone euro.

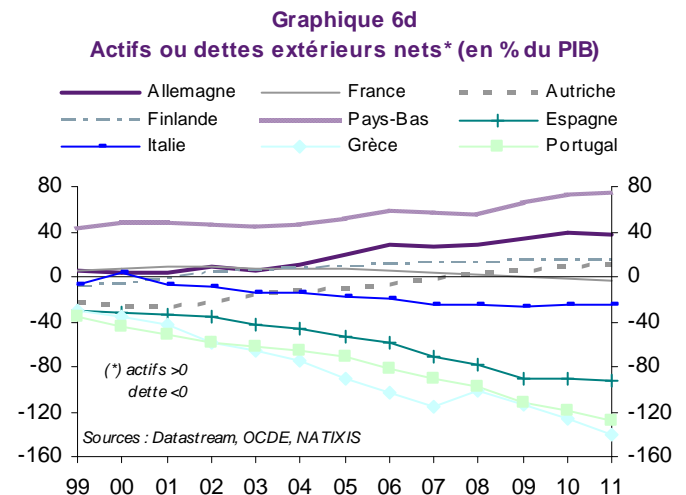
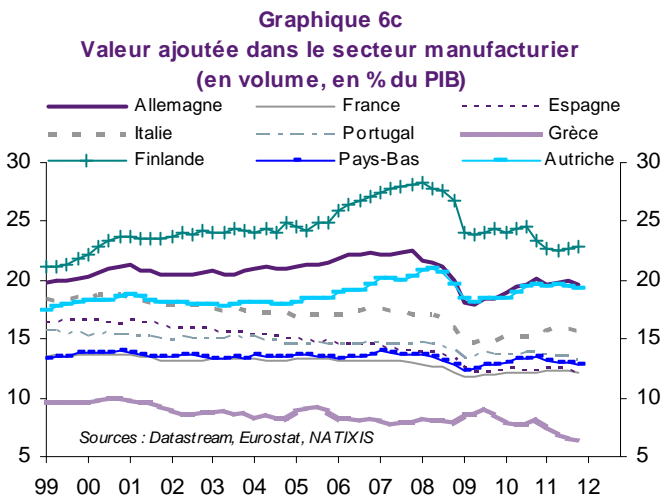
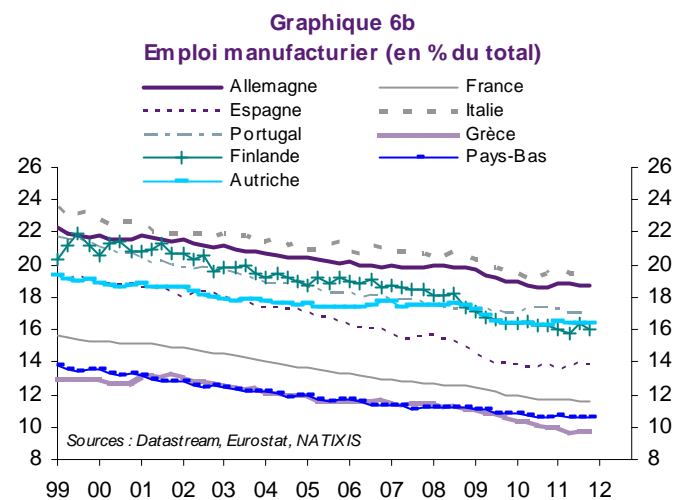
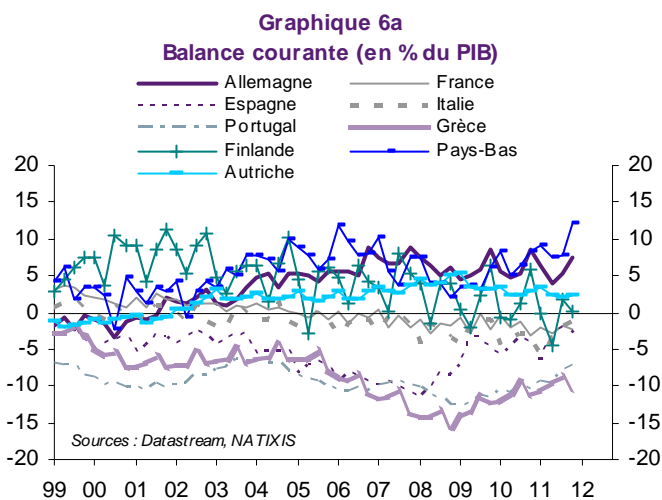
Les difficultés de la zone euro viennent de ses problèmes institutionnels

#1 Multiplicité d'émetteurs souverains et absence de fédéralisme

La zone euro est une union monétaire avec :

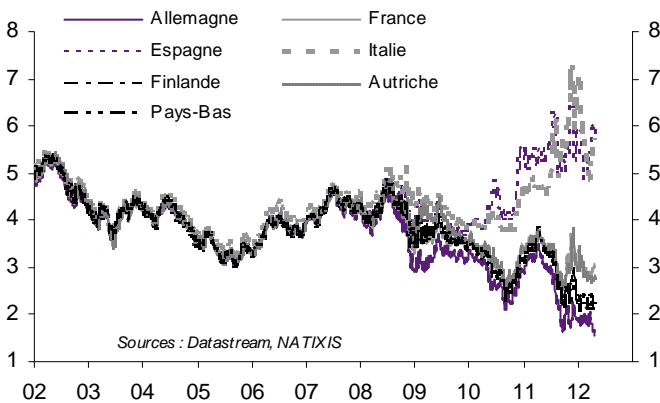
- une multiplicité d'émetteurs souverains ;
- ayant des économies hétérogènes ;
- et sans solidarité, sans fédéralisme.

L'hétérogénéité porte en particulier sur la capacité des pays à équilibrer leur balance courante (graphique 6a), avec des pays ayant une industrie (de manière plus générale des secteurs exportateurs) de grande taille et d'autres pays désindustrialisés (graphiques 6b/6c). Un pays désindustrialisé, ayant donc un déficit extérieur chronique, accumule de la dette extérieure s'il n'y a pas de fédéralisme (graphique 6d), s'il n'y a pas de transferts publics compensant les déficits commerciaux, ce qui conduit finalement :

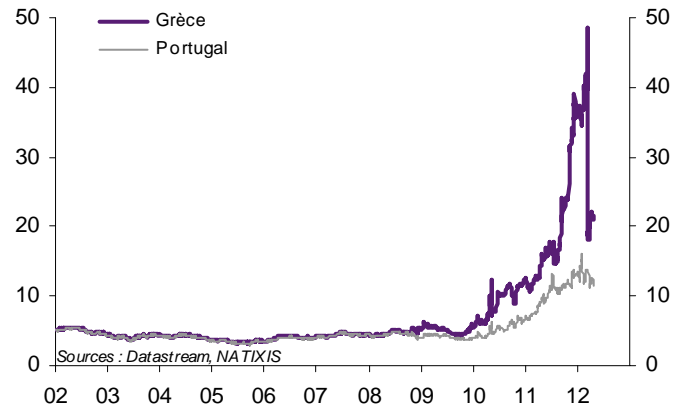


- à l'excès d'endettement et à une **crise de balance des paiements** ;
- de ce fait d'une part à la **hausse des taux d'intérêt des pays en difficulté** (graphiques 7a/b), d'autre part à la **nécessité pour ces pays de faire disparaître leur déficit extérieur**, ce qui ne peut se faire pour les pays peu industriels que par la **compression de la demande intérieure** (graphique 8).

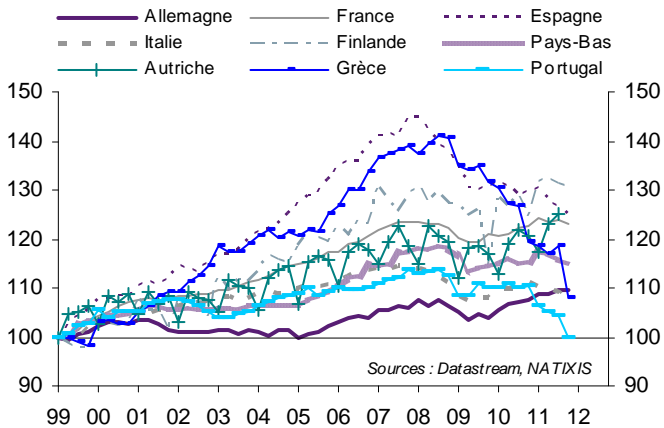
Graphique 7a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 7b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 8
Demande intérieure (volume, 100 en 1999:1)



S'il y avait un seul émetteur souverain dans la zone euro, il n'y aurait pas de crise puisqu'il serait évalué à partir de la bonne situation économique et financière de la zone euro.

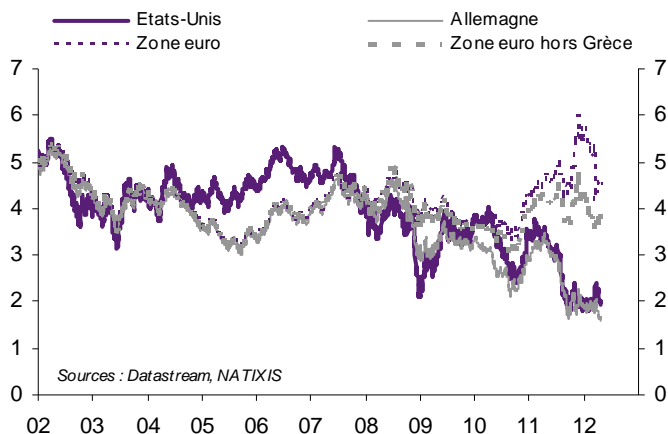
Même s'il reste une multiplicité d'émetteurs souverains, s'il y avait du fédéralisme, les situations du commerce extérieur perdraient leur importance, et les pays désindustrialisés déficitaires seraient beaucoup moins pénalisés.

Quel est le coût de cette organisation institutionnelle pour la zone euro prise dans son ensemble ?

- un taux d'intérêt à long terme trop élevé de 200 points de base environ (graphique 9a)
- une politique généralisée de réduction du déficit extérieur dans les pays déficitaires qui, puisqu'elle est menée simultanément dans tous ces pays (graphique 8 plus haut) déprime l'activité de la zone euro (graphique 9b) directement (graphique 9c) et par l'effet du commerce entre les pays (graphique 9d).

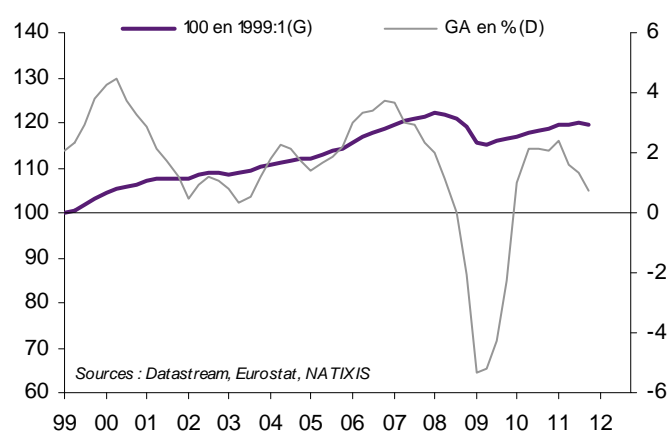
Graphique 9a

Taux d'intérêt à 10 ans sur les Emprunts d'Etat



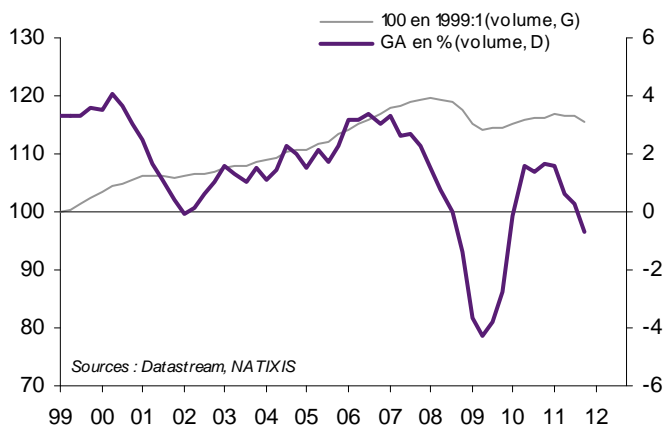
Graphique 9b

Zone euro : croissance du PIB en volume



Graphique 9c

Zone euro : demande intérieure



Graphique 9d

Exportations en valeur de... vers Zone euro (GA en %)

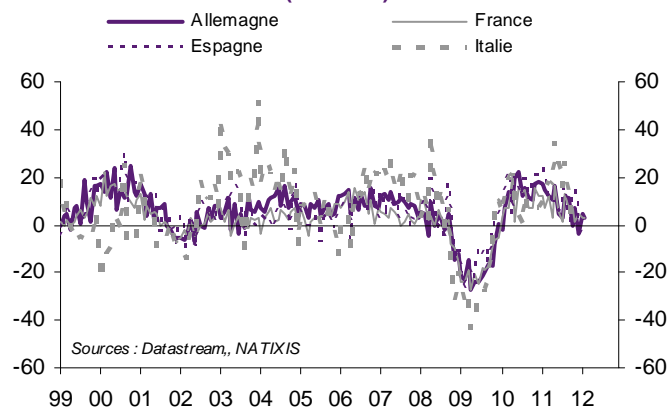


Tableau 1

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Allemagne	0,1	-3,3	-4,3	-1,0	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1
France	-3,3	-7,5	-7,0	-5,2	-4,5	-3,0	-2,0	-1,0	0,0
Espagne	-4,2	-11,2	-9,3	-8,5	-5,3	-3,0	-	-	-
Italie	-2,7	-5,2	-5,0	-3,9	-1,7	-0,5	-0,1	-	-
Portugal	-3,5	-10,0	-9,1	-4,2	-4,5	-3,0	-1,8	-0,5	-
Grèce	-7,7	-15,4	-10,6	-8,5	-6,5	-4,9	-2,6	-1,1	-
Irlande*	-7,3	-11,7	-11,8	-10,1	-8,6	-7,5	-5,0	-2,9	-
Pays Bas	0,6	-5,4	-5,1	-4,2	-2,9	-	-	-	-
Autriche	-0,9	-4,1	-4,5	-2,6	-3,2	-	-	-	-
Belgique	-1,3	-5,9	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	-0,8	-	-
Luxembourg	3,0	-0,9	-1,7	-1,0	-1,5	-1,2	-0,8	-	-
Finlande	4,2	-2,6	-2,8	-0,8	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-
Slovénie	-1,7	-6,0	-5,5	-5,5	-3,9	-2,9	-2,0	-	-
Chypre	0,9	-6,0	-7,1	-4,0	-2,6	-2,0	-1,6	-	-
Estonie	-2,8	-1,7	-2,5	-0,4	-2,1	0,1	0,5	1,0	-
Malte	-4,8	-3,8	-4,3	-2,8	-2,1	-1,6	-1,0	-	-
Ensemble de la Zone euro	-2,0	-6,3	-6,0	-4,0	-3,0	-1,7	-1,1	-0,5	

(*) hors capitalisation des banques

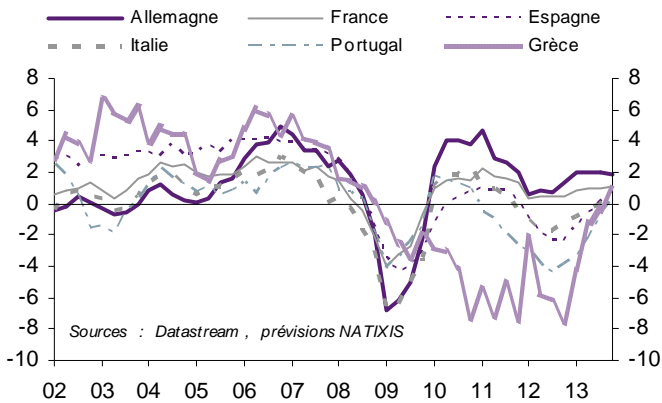
Sources : Sources Nationales, Natixis

#2 Absence de coopération budgétaire

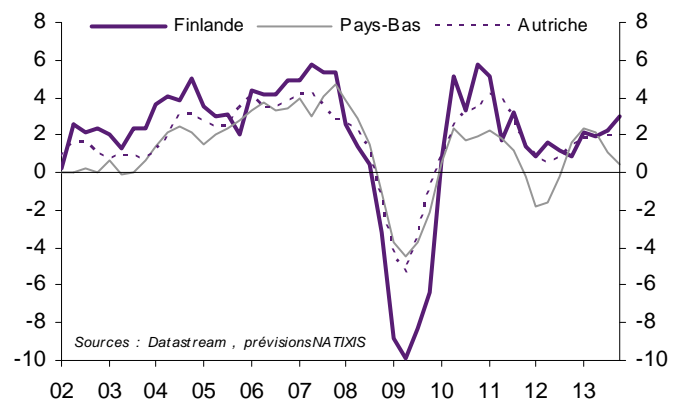
S'il y avait coordination des politiques budgétaires entre les pays de la zone euro, compte tenu de la faiblesse de l'activité dans beaucoup de pays (Espagne, Italie, Portugal, même Pays-Bas, graphiques 10a/b), on aurait :

- un accord entre les pays pour que les pays à déficit élevé ne réduisent que progressivement et pas brutalement leur déficit public ;
- le maintien d'une politique budgétaire raisonnablement stimulante dans les pays où la situation des finances publiques et le niveau des taux d'intérêt le permet (Allemagne en particulier).

Graphique 10a
Zone euro : croissance du PIB volume
(GA en %)

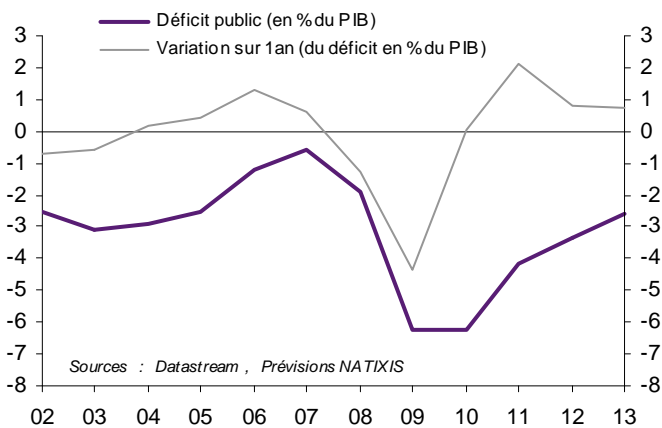


Graphique 10b
Zone euro : croissance du PIB volume
(GA en %)



Or, c'est exactement l'inverse qui est mis en place aujourd'hui dans la zone euro : demande de réduction très rapide des déficits publics dans tous les pays (tableau 1 plus haut), d'où une **politique budgétaire fortement restrictive** (graphique 11).

Graphique 11
Zone euro : déficit public (en % du PIB)

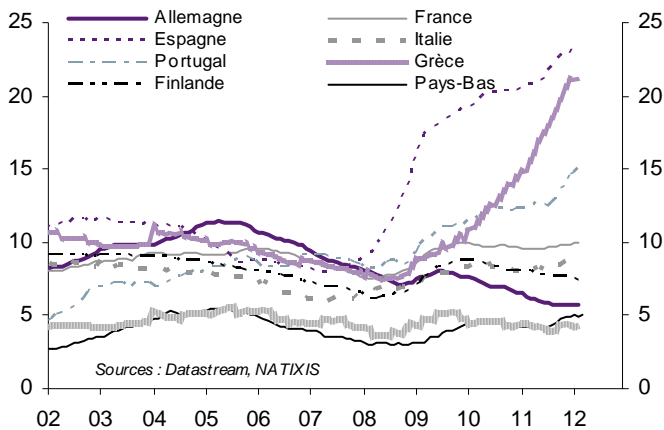


Puisque tous les pays de la zone euro mènent une **politique budgétaire restrictive simultanément**, le multiplicateur budgétaire est assez élevé (probablement autour de 1), d'où une **perte de croissance de 0,8 en 2012 et en 2013**.

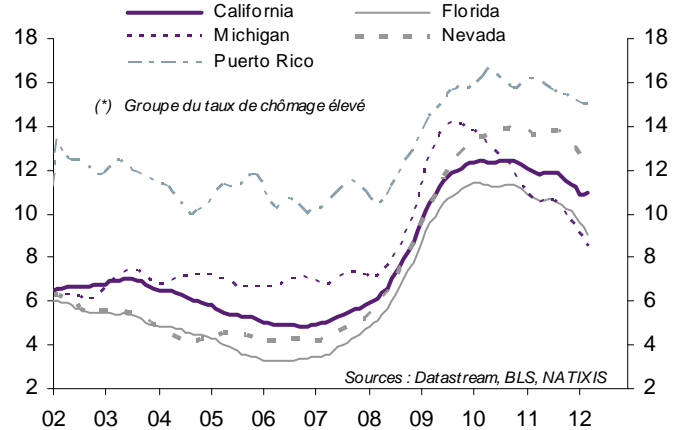
Absence de mobilité du travail

La dispersion du chômage entre les pays de la zone euro (graphique 12) est plus importante qu'aux Etats-Unis (graphiques 13a/13b) : 4 à 23% contre 3 à 15%.

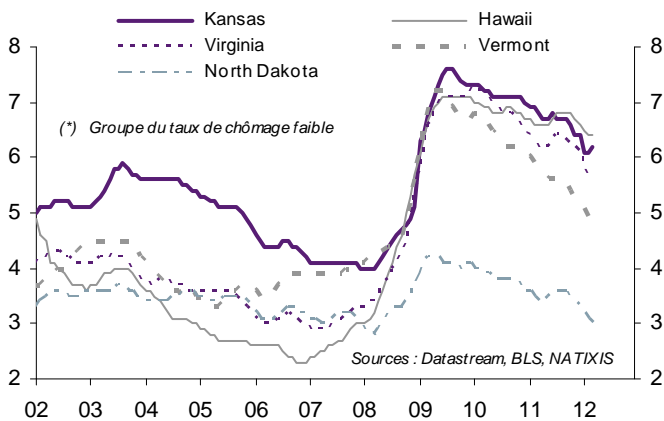
Graphique 12
Taux de chômage



Graphique 13a
Etats-Unis : taux de chômage par Etat*



Graphique 13b
Etats-Unis : taux de chômage par Etat*



Ceci montre que la mobilité du travail est faible entre les pays de la zone euro, d'où une perte de capacité de production puisque les emplois disponibles dans certains pays ne sont pas occupés par les chômeurs des autres pays. On va donc avoir à la fois des tensions sur le marché du travail en Allemagne et un chômage de masse dans les pays périphériques.

Synthèse : le problème de la zone euro est essentiellement institutionnel

La zone euro paye un coût très élevé en termes de croissance :

- avec la hausse des taux d'intérêt et le recul de la demande intérieure dus à la multiplicité des émetteurs souverains et à l'absence de fédéralisme, ce qui coûte au moins ½ point de croissance
- avec le durcissement trop global et rapide de la politique budgétaire dû à l'absence de coordination des politiques budgétaires, ce qui coûte environ 0,8 point de croissance
- avec la coexistence de tensions sur le marché du travail et de chômage de masse due à l'absence de mobilité du travail entre les pays de la zone euro.

On peut estimer à presque 1 point ½ par an en 2012-2013 la croissance perdue pour des raisons institutionnelles dans la zone euro.