

FLASH

PROBLÈMES STRUCTURELS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

23 juin 2014 – N° 510

Pas de croissance dans les pays de la périphérie de la zone euro tant qu'ils seront confrontés à une contrainte d'équilibre extérieur. Peuvent-ils faire disparaître cette contrainte ?

Les pays de la périphérie de la zone euro (Espagne, Italie, Portugal, Grèce) sont soumis à une contrainte d'équilibre extérieur, conséquence de leurs déficits extérieurs très importants de 1999 à 2008.

Par ailleurs, ces pays sont confrontés à la contraction de leur industrie, à leur spécialisation dans des activités non exportables. Ceci leur impose aujourd'hui une contraction de leur niveau de revenu et de leur demande intérieure, puisque la correction de leur déficit extérieur doit se faire essentiellement par le recul de leurs importations et non par la hausse de leurs exportations.

Pour que ces pays retrouvent la croissance, il faut donc que la contrainte d'équilibre extérieur à laquelle ils sont confrontés aujourd'hui disparaisse ou n'ait plus d'effet. Ceci est-il possible ?

- *la ligne « politiquement correcte » est que ces pays pourront développer leurs activités exportables et retrouver la croissance s'ils réduisent leurs coûts de production et mettent en place les réformes structurelles nécessaires. Nous ne le croyons pas : la spécialisation internationale efficace de la zone euro conduit à la désindustrialisation de ces pays, par un problème de compétitivité ;*
- *la transformation de la zone euro en un Etat fédéral, avec un budget fédéral de grande taille, des transferts de revenu des régions riches vers les régions pauvres, ferait aussi disparaître la contrainte d'équilibre extérieur de la périphérie. Cette évolution est très peu probable.*

Si la contrainte d'équilibre extérieur subsiste dans les pays peu industriels de la zone euro, alors ces pays ne peuvent pas retrouver la croissance puisque le redémarrage de la demande intérieure ferait apparaître un déficit extérieur impossible à financer.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Contrainte extérieure dans les pays désindustrialisés de la zone euro

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

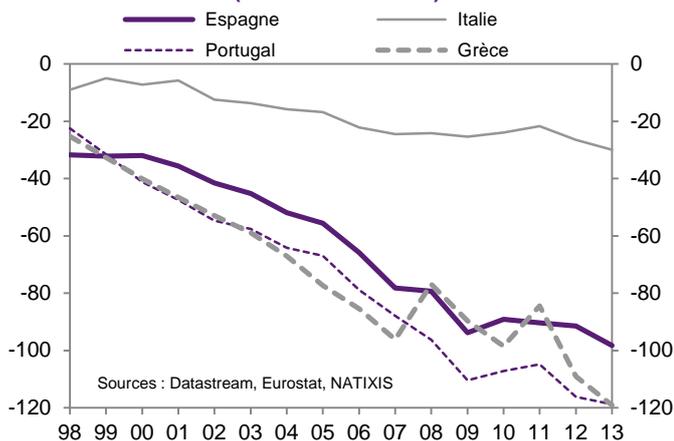
Ces pays ont accumulé une dette extérieure importante depuis la création de l'euro avec leurs déficits extérieurs chroniques (graphiques 1a/b).

En conséquence, à partir de 2008, ces pays ont été confrontés à une contrainte d'équilibre extérieur : ils ne peuvent plus s'endetter auprès du Reste du Monde. L'apparition de cette contrainte explique la crise de la zone euro, qui est une crise de balance des paiements, révélée par la hausse des taux d'intérêt dans ces pays (graphique 1c).

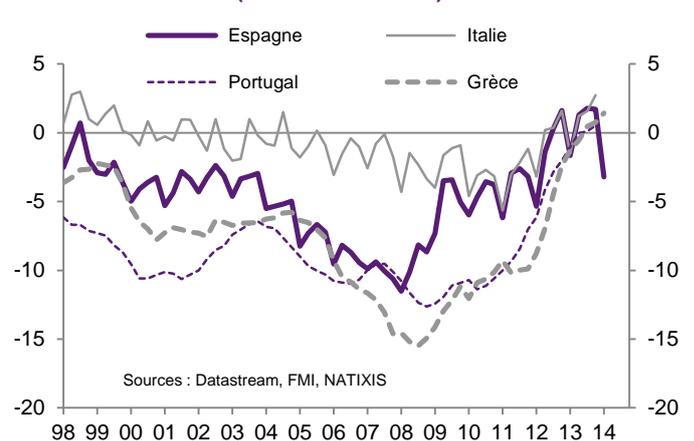
Le problème est que ces pays périphériques de la zone euro qui sont confrontés à cette contrainte d'équilibre extérieur sont aussi des pays qui se sont désindustrialisés, comme le montre l'évolution de la capacité de production manufacturière de ces pays (graphique 2).

On demande donc à des pays ayant une industrie de faible taille et en recul d'équilibrer leur commerce extérieur.

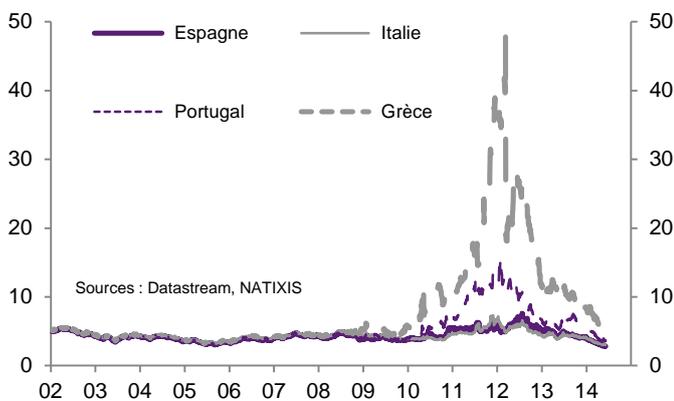
Graphique 1a
Dette extérieure nette
(en % du PIB valeur)



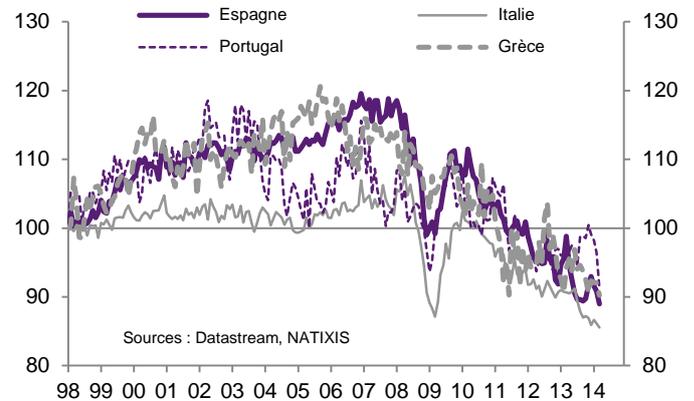
Graphique 1b
Balance courante
(en % du PIB valeur)



Graphique 1c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat
(en %)



Graphique 2
Capacité de production manufacturière
(100 en 1998:1)



**La seule solution :
compression du
revenu et de la
demande intérieure**

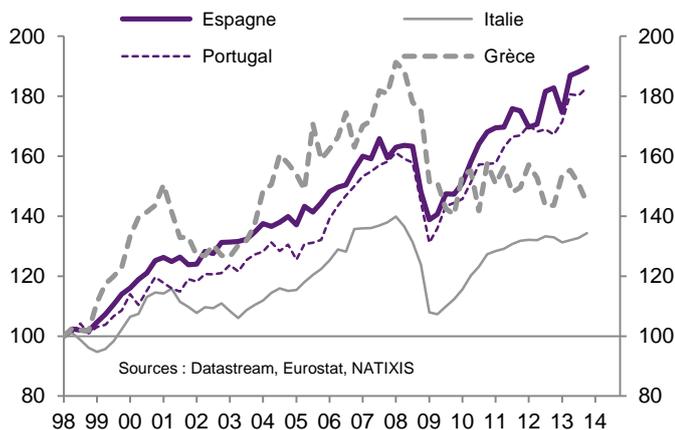
Si un pays peu industriel (ayant une capacité d'exportation faible) doit équilibrer son commerce extérieur, il ne peut pas le faire (ou pas suffisamment) en exportant davantage, il doit le faire en important moins, donc en comprimant sa demande intérieure et son revenu.

C'est exactement ce qu'on a observé dans les pays périphériques de la zone euro : les exportations se situent en dessous de leur tendance d'avant crise (graphique 3), les importations et la demande intérieure ont beaucoup reculé (graphiques 4a/b).

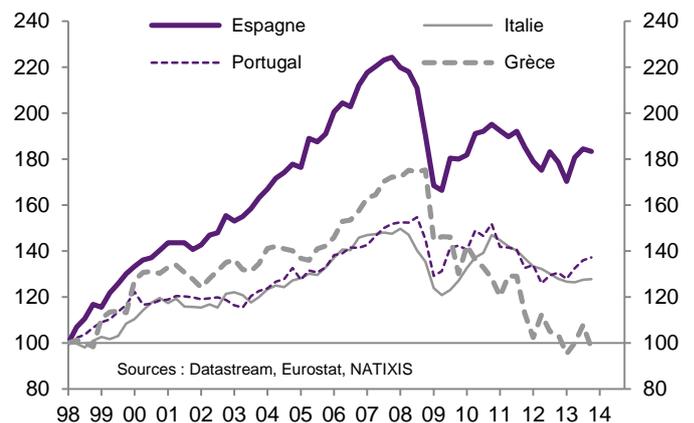
La baisse de la demande intérieure a été obtenue par la baisse des revenus réels (graphique 5a), par l'appauvrissement de ces pays relativement aux pays du Nord de la zone euro (graphique 5b).

Cet ajustement par l'appauvrissement n'est pas transitoire, il est permanent : si dans un de ces pays périphériques le revenu progressait rapidement, la demande intérieure et les importations progresseraient, **le déficit extérieur reviendrait, ce qui n'est pas possible** puisqu'il ne serait pas finançable.

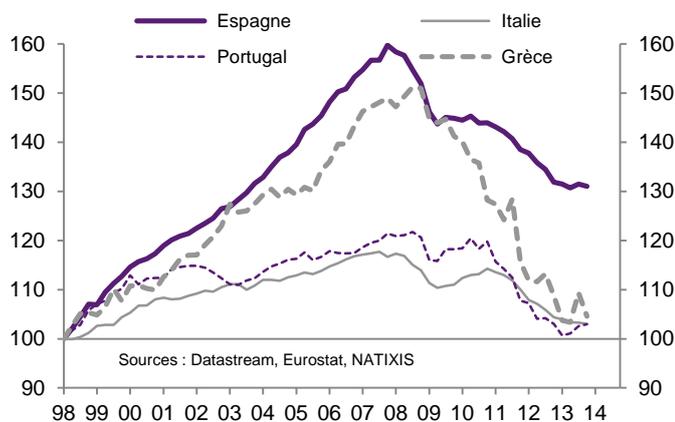
**Graphique 3
Exportations
(volume, 100 en 1998:1)**



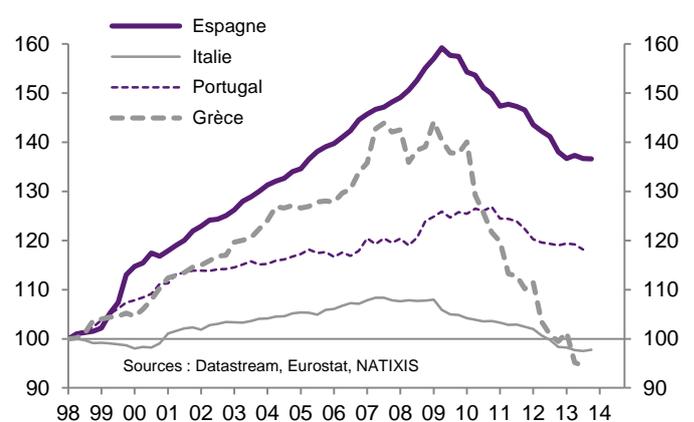
**Graphique 4a
Importations
(volume, 100 en 1998:1)**



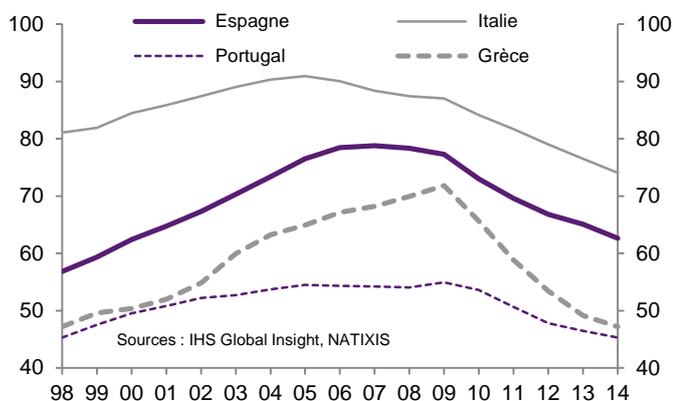
**Graphique 4b
Demande intérieure
(volume, 100 en 1998:1)**



**Graphique 5a
Revenu disponible réel des ménages
(déflaté par le prix conso, 100 en 1998:1)**



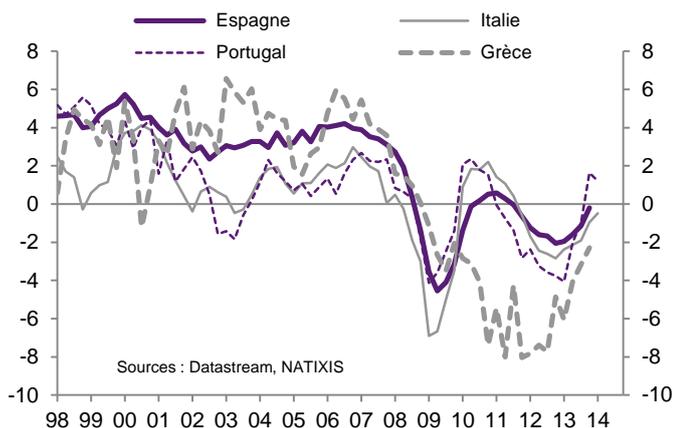
Graphique 5b
PIB par habitant
 (en % du PIB par habitant de l'Allemagne)



Peut-on sortir de ce piège à croissance faible ?

Les pays périphériques de la zone euro sont donc condamnés à la croissance faible (graphique 6).

Graphique 6
PIB en volume
 (GA en %)



Si leur croissance repartait, compte tenu de l'amaigrissement de leur industrie, ils ne pourraient plus respecter la contrainte d'équilibre extérieur.

Pour que la croissance reparte, dans ces pays périphériques de la zone euro, il faut donc que la contrainte d'équilibre extérieur disparaisse, ou n'ait plus d'effets. Cela est-il possible ?

1- La ligne « officielle » (BCE, Commission Européenne, OCDE, FMI...) consiste à dire que si ces pays mènent les bonnes politiques, mettent en place les réformes structurelles nécessaires, alors ils pourront exporter plus, desserrer la contrainte d'équilibre extérieur, retrouver la croissance. Nous ne le croyons pas :

- l'Espagne, la Grèce, le Portugal, ont toujours eu des coûts de production faibles et une compétitivité-prix forte (tableau 1, graphique 7). Ceci n'a pas empêché, on l'a vu plus haut, que ces pays se désindustrialisent. Leur suggérer de baisser encore plus leurs salaires aujourd'hui pour qu'ils se réindustrialisent n'a donc pas de sens ;
- la vérité est que dans une union économique et monétaire, l'industrie (les activités exportables plus généralement) se concentre dans un petit nombre de régions (il y a rendements d'échelle, rendements d'agglomération croissants si ceci est le cas). L'industrie de la zone euro se concentre donc en Allemagne, en Autriche, aux Pays-Bas, en Belgique, en Irlande, en Slovaquie, en Slovénie (graphiques 8a/b/c) au détriment des autres pays.

Ceci se fait pour des raisons géographiques, pour dégager des synergies, indépendamment des coûts de production.

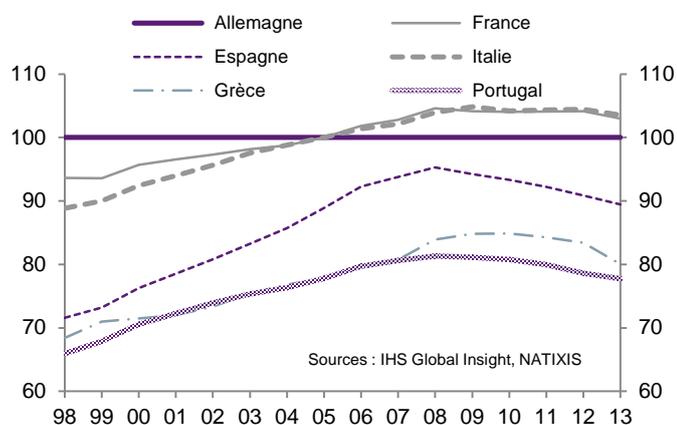
Tableau 1
Salaire horaire dans l'industrie y compris charges sociales (en €)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Allemagne | 25,7 | 26,3 | 27,6 | 28,5 | 29,2 | 29,8 | 30,0 | 30,1 |
| France | 23,2 | 23,9 | 25,0 | 26,2 | 27,2 | 28,0 | 29,0 | 30,0 |
| Espagne | 14,9 | 15,1 | 15,1 | 14,2 | 14,9 | 15,6 | 16,3 | 16,9 |
| Italie | 17,5 | 18,1 | 18,3 | 18,7 | 19,4 | 19,8 | 20,6 | 22,3 |
| Portugal | 6,4 | 6,7 | 6,9 | 7,3 | 7,7 | 8,1 | 8,5 | 8,8 |
| Grèce | 9,2 | 10,0 | 10,4 | 11,0 | 11,8 | 12,7 | 12,7 | 12,2 |

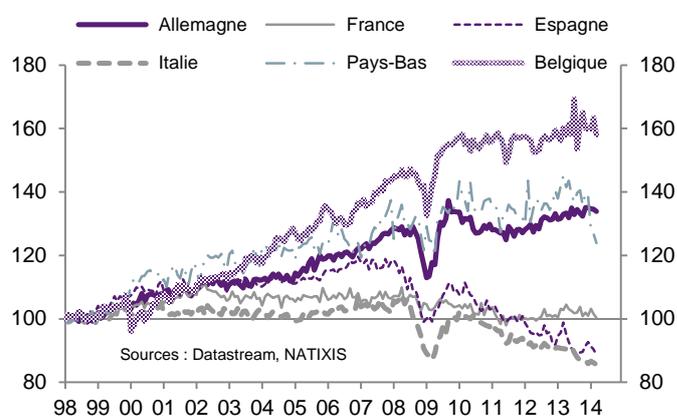
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Allemagne | 31,3 | 31,7 | 32,3 | 32,9 | 32,8 | 34,3 | 35,1 | 36,1 |
| France | 31,0 | 32,0 | 32,9 | 32,9 | 34,2 | 35,5 | 36,4 | 36,7 |
| Espagne | 17,6 | 18,2 | 20,3 | 21,5 | 21,7 | 22,0 | 22,5 | 22,7 |
| Italie | 22,7 | 23,2 | 23,6 | 24,6 | 25,2 | 25,9 | 26,7 | 27,2 |
| Portugal | 9,0 | 9,2 | 8,6 | 10,1 | 10,3 | 10,5 | 10,8 | 11,1 |
| Grèce | 13,1 | 14,3 | 15,7 | 16,3 | 16,8 | 15,9 | 15,1 | 16,1 |

Sources : Eurostat, BLS, Natixis

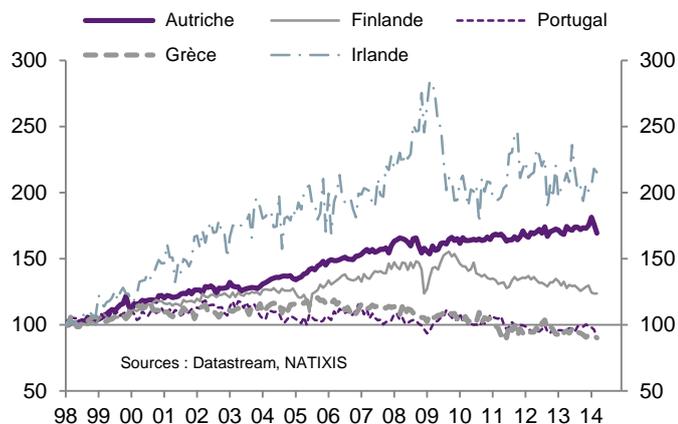
Graphique 7
Coût salarial unitaire
(Allemagne = 100)



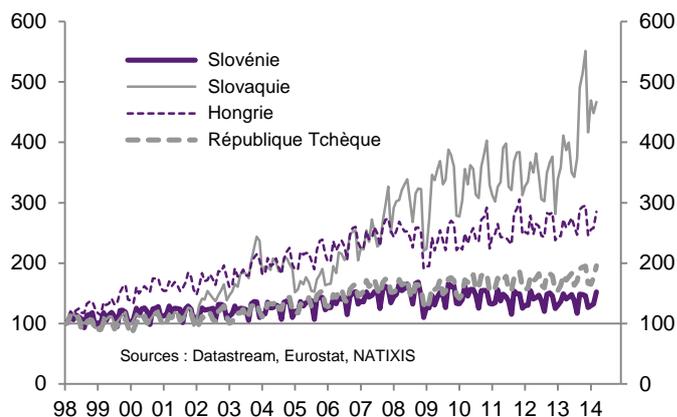
Graphique 8a
Capacité de production manufacturière
(100 en 1998:1)



Graphique 8b
Capacité de production manufacturière
(100 en 1998:1)



Graphique 8c
Capacité de production manufacturière
(100 en 1998:1)



2- Une possibilité pour faire disparaître la contrainte extérieure à laquelle sont soumis les pays périphériques de la zone euro serait que la zone euro se transforme en un Etat fédéral.

Avec un budget fédéral de grande taille, il apparaîtrait des **transferts des pays du cœur de la zone euro vers les pays de la périphérie qui permettraient aux pays de la périphérie** de conserver des déficits extérieurs financés par ces transferts, comme cela est le cas entre les régions de tous les pays. **Cette piste est cependant très improbable** avec le rejet croissant du fédéralisme dans la zone euro.

Synthèse : aucun moyen de sortir les pays périphériques de la zone euro de la dépression de la demande

La dépression de la demande dans les pays périphériques de la zone euro est nécessaire pour équilibrer leur balance courante malgré la faible taille de leurs secteurs exportateurs.

Tant que cette situation dure, ces pays sont donc condamnés à la croissance faible, et cette situation va durer puisque :

- la désindustrialisation de ces pays est une évolution normale dans une Union Monétaire, qui n'est pas liée à des politiques économiques anormales ;
- la transformation de la zone euro en un Etat fédéral est très improbable.

Avertissement/Disclaimer

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne accepte d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce le Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties: as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the *Autorité de Contrôle Prudentiel* and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

Natixis, a foreign bank and broker-dealer, makes this research report available solely for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6 under the U.S. Securities Act of 1934. This document shall not be distributed to any other persons in the United States. All major U.S. institutional investors receiving this document shall not distribute the original nor a copy thereof to any other person in the United States. Natixis Securities Americas LLC a U.S. registered broker-dealer and member of FINRA is a subsidiary of Natixis. Natixis Securities Americas LLC did not participate in the preparation of this research report and as such assumes no responsibility for its content. This research report has been prepared and reviewed by research analysts employed by Natixis, who are not associated persons of Natixis Securities Americas LLC and are not registered or qualified as research analysts with FINRA, and are not subject to the rules of the FINRA.