

Comment corriger l'hétérogénéité structurelle de la zone euro après la crise ? Abandon de l'euro ou abandon du Pacte de Stabilité ?

La crise financière correspond à la fin du modèle de croissance tirée par l'endettement et par la construction. Les pays de la zone euro qui ne disposent pas d'autres moteurs de la croissance (progrès technique, développement de nouveaux produits, capacités à exporter...) vont donc avoir une croissance durablement faible.

Il va donc apparaître une hétérogénéité durable et structurelle de la zone euro, avec une divergence des croissances tendanciennes.

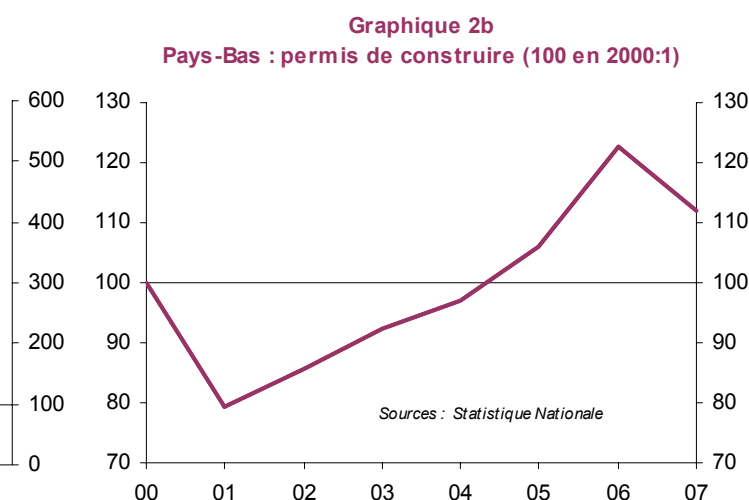
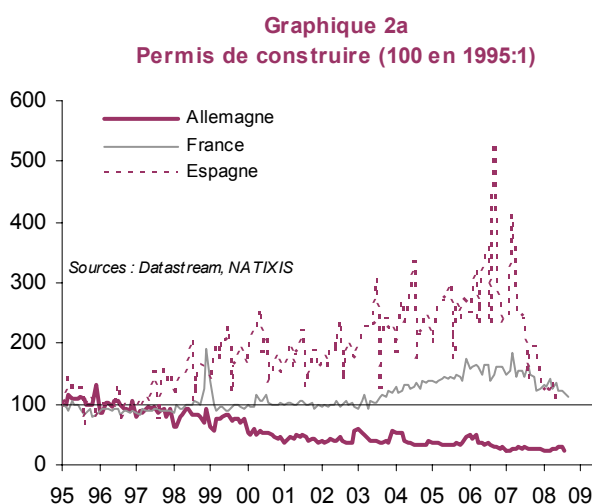
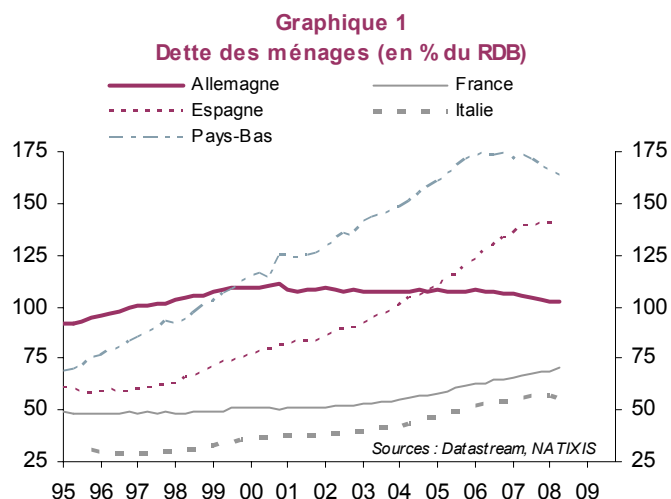
On sait que les remèdes à cette situation qui sont normalement à l'œuvre dans les unions économiques et monétaires (existence d'un fort budget fédéral, mobilité du travail) ne sont pas présents dans la zone euro. Il ne reste alors que deux possibilités pour réduire l'hétérogénéité structurelle :

- *la fin de l'euro et le retour à des politiques monétaires et de change nationales, ce qui sera évoqué par les marchés financiers, en particulier lorsque le dollar s'affaiblira à nouveau ;*
- *la fin du Pacte de Stabilité, et la possibilité pour les pays en croissance faible d'augmenter fortement leurs déficits et leurs dettes publiques (« à la japonaise ») pour compenser le désendettement du secteur privé. C'est probablement cette seconde solution qui est déjà en train d'être adoptée.*

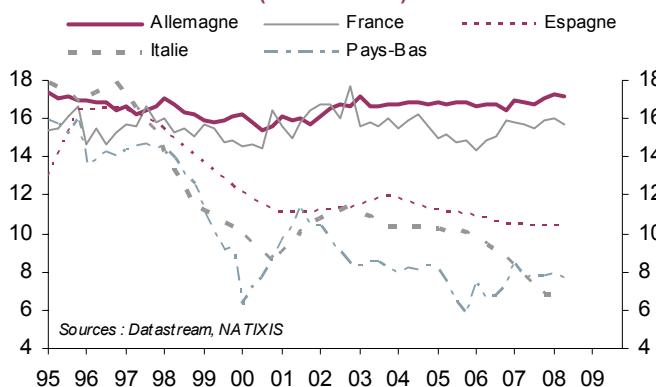
Fin du modèle de croissance par l'endettement et la construction

Nous allons regarder les 5 plus grands pays de la zone euro : Allemagne, France, Espagne, Italie, Pays-Bas. **La France, l'Espagne, l'Italie et les Pays-Bas** ont eu leur croissance fortement soutenue, depuis le milieu des années 1990, par :

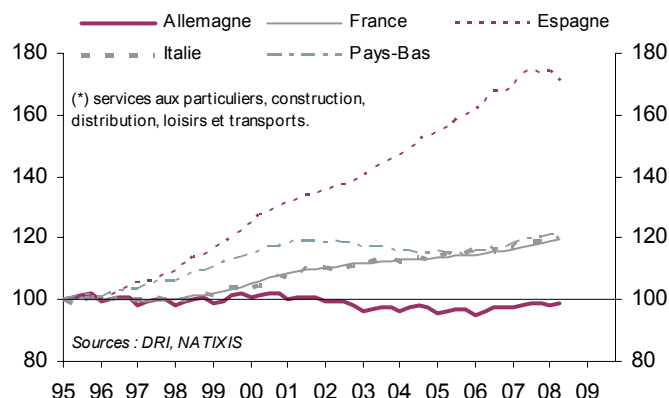
- la hausse de l'endettement des ménages (graphique 1) ;
- la croissance de l'activité de construction (graphiques 2a-b) ;
- la baisse du taux d'épargne, donc le supplément de consommation, dû à la croissance du crédit (graphique 3), en Espagne, en Italie, aux Pays-Bas, plus faiblement en France ;
- la progression des emplois liés à la demande des ménages (distribution, construction, services aux particuliers..., graphique 4).



Graphique 3
Taux d'épargne brute des ménages
(en % du RDB)



Graphique 4
Emploi dans les services domestiques*
(100 en 1995:1)

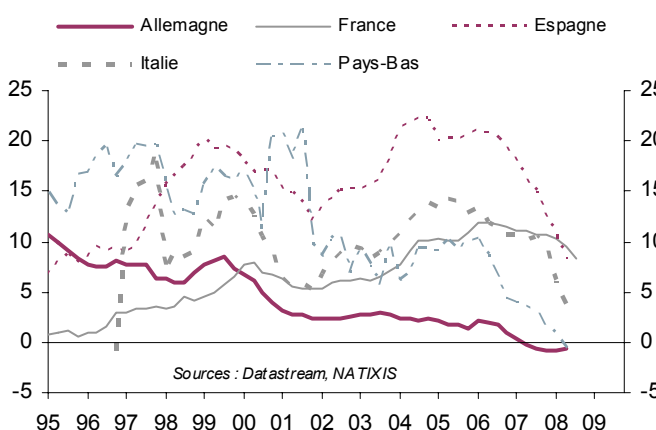


L'Allemagne, on le sait, avait un modèle de croissance tout à fait différent ne dépendant pas de l'endettement des ménages et de la construction.

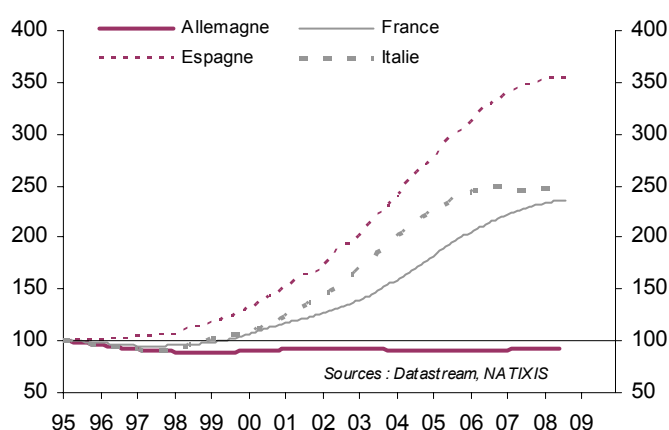
La crise financière marque la fin du modèle de croissance par l'endettement.

La demande de logements et la demande de crédit reculent (graphique 2 et **graphique 5**) avec la hausse excessive des prix de l'immobilier (**graphiques 6a-b**), avec, dans certains pays (Espagne) la hausse des défauts des ménages (**graphiques 7a-b**), avec la hausse des marges prises par les banques sur les crédits (**graphique 8**) depuis le point bas de la mi 2006.

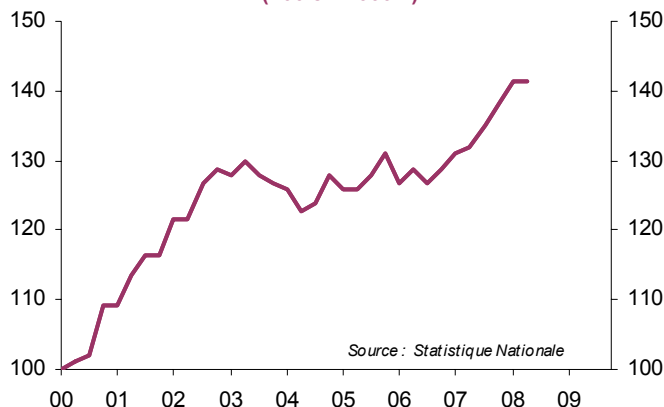
Graphique 5
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



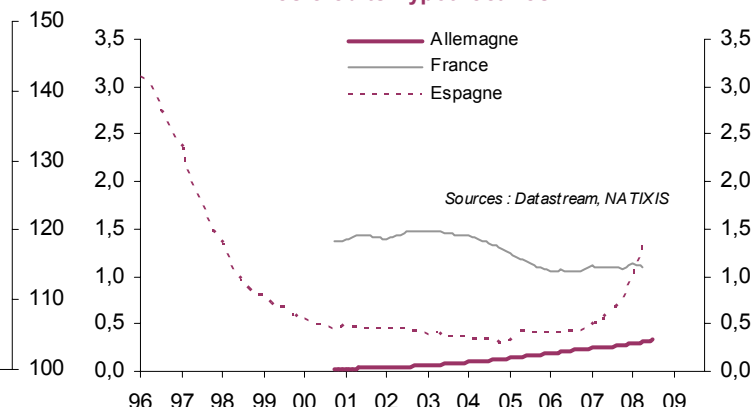
Graphique 6a
Prix de l'immobilier (100 en 1995:1)



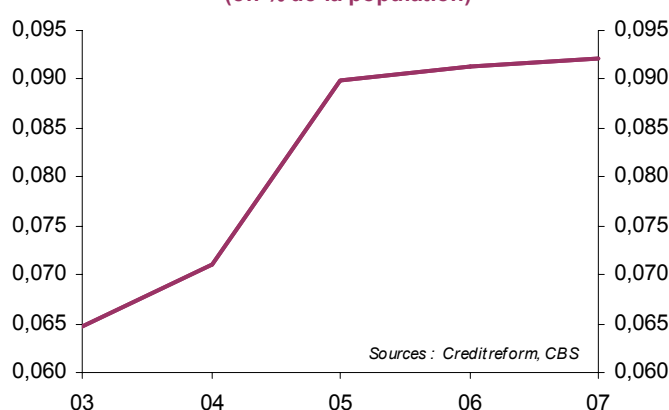
Graphique 6b
Pays-Bas : prix immobilier dans le neuf
(100 en 2000:1)



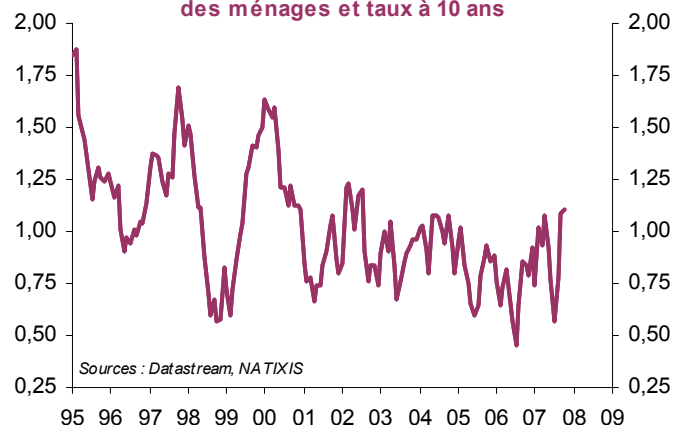
Graphique 7a
Taux de défaut des ménages sur les crédits hypothécaires



Graphique 7b
Pays-Bas : taux d'insolvabilité des ménages
(en % de la population)



Graphique 8
Zone euro : écart entre crédits à taux fixe des ménages et taux à 10 ans



L'excès d'endettement des ménages se voit à la hausse des défauts, à la hausse des primes de risque qu'ils doivent payer, au niveau historiquement élevé des taux d'endettement ; l'excès de construction au stock de logements invendus (**graphique 9 et tableau 1**, donnent les exemples de la France et de l'Espagne).

Graphique 9
France : stock de maisons invendues
(en unités)

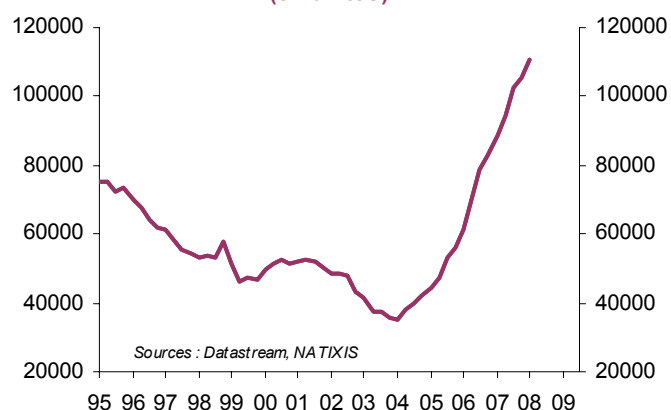


Tableau 1
Stock de logements neufs invendus (appartements + maisons)

Année	Espagne
2002	-
2003	37738
2004	107642
2005	198709
2006	394698
2007	694853
2008	1061058

Sources: Ministère de l'Ecologie, du Développement et de l'Aménagement durables, MEDAD, INE, colegio de registradores, Natixis (*) juillet 2008

Les perspectives hétérogènes de la croissance à moyen terme

La croissance ne pouvant plus être stimulée par le crédit et les dépenses des ménages, elle ne peut plus être stimulée que par :

- le progrès technique, d'où les gains de productivité, la capacité à accroître les salaires réels ;
- la capacité à exporter.

Comment se situent les 5 grands pays de la zone euro sur ces deux points ?

Les gains de productivité (graphique 10, tableau 2) sont nuls (négatifs) en Espagne et en Italie, similaires (autour de 1-1 ¼ % en moyenne) en Allemagne, en France, aux Pays-Bas.

Graphique 10
Productivité par tête (GA en %)

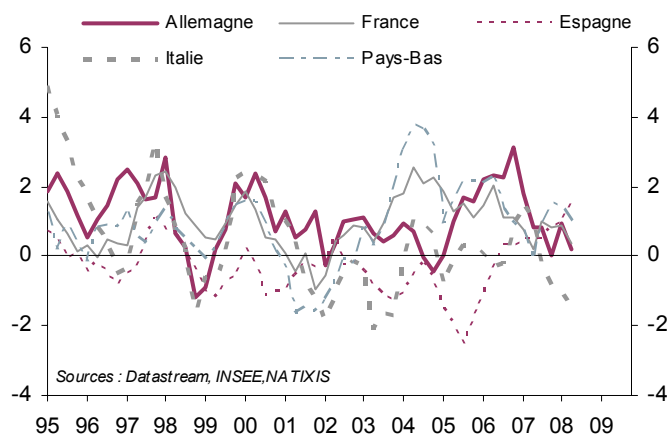


Tableau 2
Croissance moyenne annuelle (en %)

Productivité par tête	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays Bas
1995-2008	1,12	0,97	-0,31	0,47	0,87
2002-2008	0,96	1,13	-0,39	-0,31	1,31

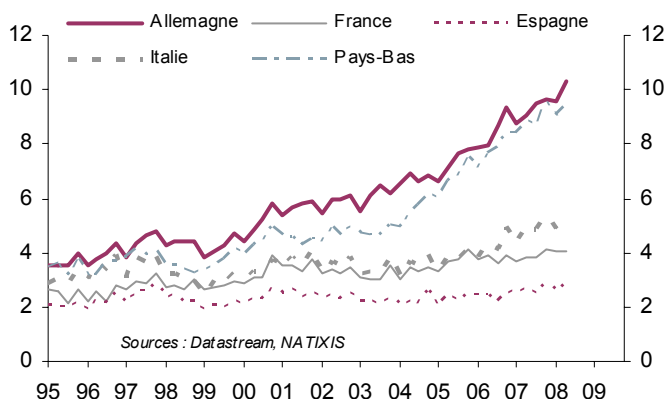
PIB en volume	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays Bas
1995-2008	1,61	2,20	3,58	1,49	2,69
2002-2008	1,27	1,78	3,28	0,91	2,03

Exportations en volume	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays Bas
1995-2008	7,91	5,28	6,73	3,60	5,99
2002-2008	7,36	2,72	4,01	1,95	5,05

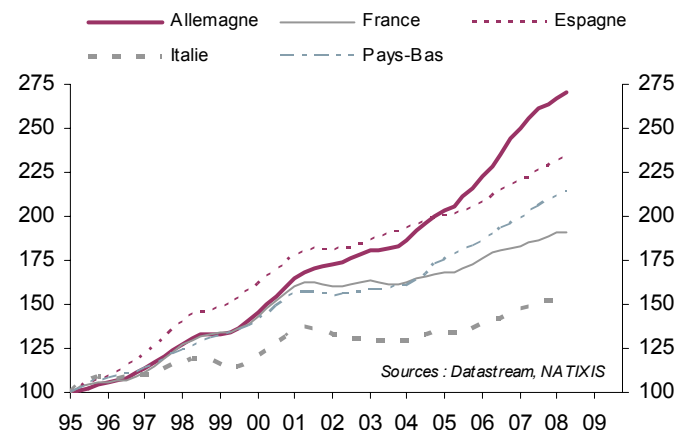
Sources : Datastream, NATIXIS

La capacité à exporter vers les pays émergents et exportateurs de pétrole est forte en Allemagne et aux Pays-Bas (**graphique 11a**), faible dans les autres pays, surtout en Espagne. La performance à l'exportation depuis 10 ans est forte en Allemagne, plus faible dans les autres pays, surtout en Italie (**graphique 11b**, tableau 2).

Graphique 11a
Exportations vers l'ensemble des émergents y.c. Russie et OPEP (en % PIB)

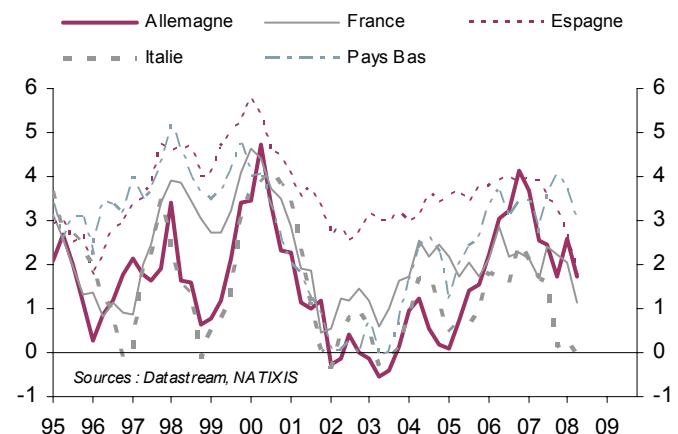


Graphique 11b
Exportations (volume, 100 en 1995:1)



On doit donc s'attendre, à moyen terme, à une croissance nettement plus forte en Allemagne et aux Pays-Bas (1,5 à 1 ¼ % par an, **graphique 12**), qu'en France, en Espagne (1 %) et encore plus en Italie (0,5 % environ) **sans l'aide de la hausse de l'endettement des ménages.**

Graphique 12
Croissance du PIB (volume, GA en %)



L'hétérogénéité de la zone euro sera causée par l'écart des capacités à croître sans l'aide d'une hausse des taux d'endettement. Ces capacités à croître sont liées à l'effort d'innovation (**tableau 3**) et à l'efficacité de la R&D.

On voit ici l'avantage de l'Allemagne sur les autres pays, surtout l'Espagne et l'Italie.

Tableau 3
Dépenses de R&D totales (en % du PIB)

Pays	2006
Allemagne	2,43
France	2,12
Espagne	1,18
Italie	1,09
Pays Bas	1,82

Dépenses de R&D des entreprises (en % du PIB)

Pays	2006
Allemagne	1,76
France	1,31
Espagne	0,63
Italie	0,55
Pays Bas	1,04

Nombre de chercheurs (pour 10000 emplois)

Pays	2005
Allemagne	42,99
France	46,00
Espagne	18,72
Italie	12,52
Pays Bas	27,67

Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)

Pays	2005
Allemagne	76,01
France	39,28
Espagne	4,71
Italie	12,32
Pays Bas	72,62

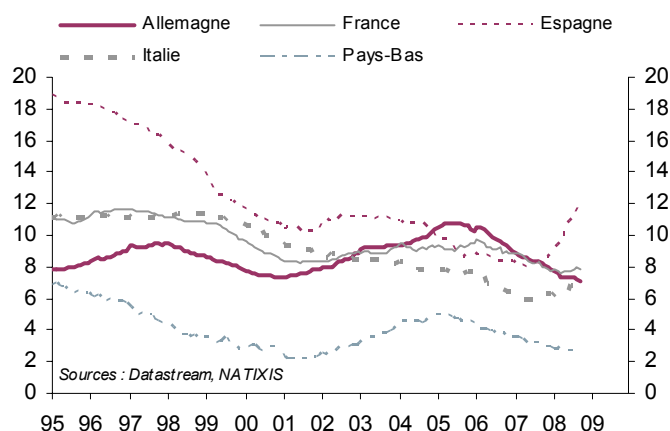
Source : OCDE, Principaux indicateurs de la science et de la technologie

Les remèdes normaux ne sont pas présents dans la zone euro

Dans une union économique et monétaire « normale », l'hétérogénéité entre les régions est corrigée :

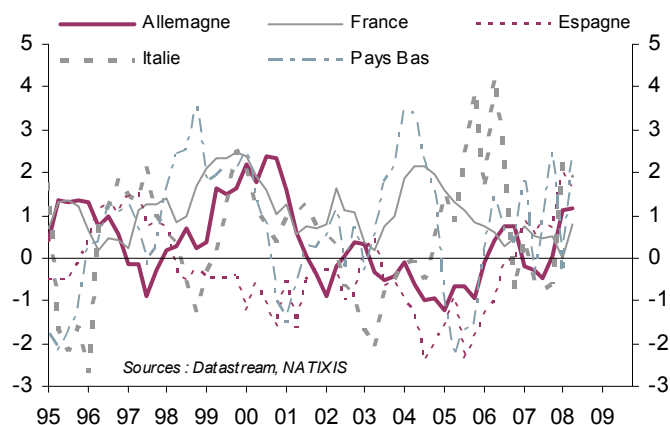
- par **le fédéralisme fiscal** (qui génère des transferts publics automatiques des régions plus riches vers les régions plus pauvres) ; **il est inexistant dans la zone euro** où les budgets sont nationaux et où le budget de l'Europe est très petit (1,1 % du PIB de l'Union Européenne) ;
- **par les migrations entre régions**, de celles à chômage élevé vers celles à chômage faible. **Ces migrations sont très faibles** entre les pays de la zone euro, ce qui explique la dispersion **des taux de chômage** (graphique 13).

Graphique 13
Taux de chômage



L'hétérogénéité pourrait aussi être corrigée **si les marchés du travail étaient concurrentiels** : le retour au plein emploi se ferait par l'ajustement des salaires réels, **mais ceci ne se produit pas non plus**. Même dans les périodes de chômage élevé, il n'y a pas de baisse notable des salaires réels (**graphique 14**, voir par exemple le cas de la France de 2002 à 2006, de l'Espagne aujourd'hui).

Graphique 14
Salaires réels (déflaté par le prix du PIB, GA en %)



S'il doit y avoir correction de l'hétérogénéité à venir de la zone euro, elle ne peut donc pas venir de mécanismes endogènes de l'économie (transferts publics automatiques, migrations, ajustement des salaires réels), **mais seulement de politiques volontaristes**.

Ces politiques peuvent être de deux types :

- **monétaires et de change ;**
- **budgétaires.**

Quelles politiques de correction de l'hétérogénéité de la croissance entre les pays de la zone euro ?

Si un pays de la zone euro est confronté à une croissance durablement faible parce que :

- **l'endettement et la construction ne soutiennent plus l'activité ;**

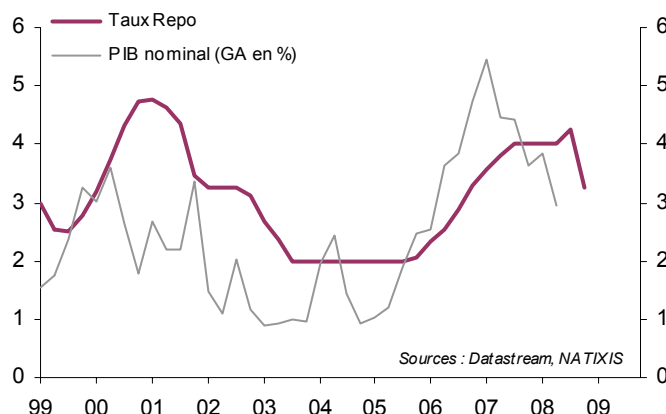
- le progrès technique est faible ;
- la capacité à exporter est réduite ;

alors il peut songer :

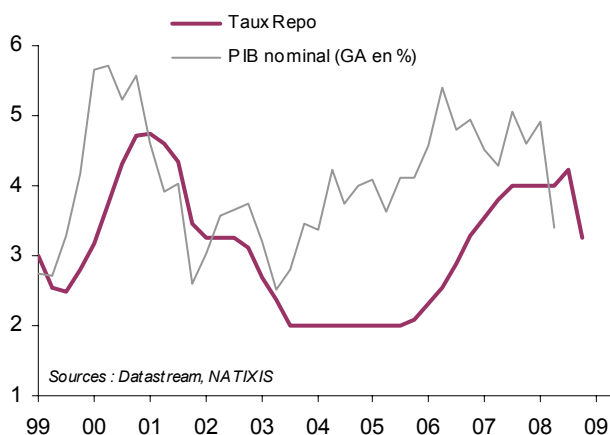
- **à baisser ses taux d'intérêt et à déprécier son taux de change pour stimuler la demande intérieure et les exportations. Ceci veut dire qu'il y aurait explosion de l'euro. Les taux d'intérêt uniques de l'Union Monétaire ne peuvent évidemment pas convenir à des pays qui ont des taux de croissance différents**, ce qui était déjà le cas avant la crise avec une hiérarchie des taux de croissance très différente de celle qui va apparaître maintenant (**graphiques 15a-b-c-d-e**).

La politique monétaire de la zone euro a ainsi été trop restrictive pour l'Allemagne de 2000 à 2005, trop expansionniste pour la France de 2004 à 2006, trop restrictive pour l'Italie depuis la mi-2006, beaucoup trop expansionniste pour l'Espagne et pour les Pays-Bas de 2004 à 2007.

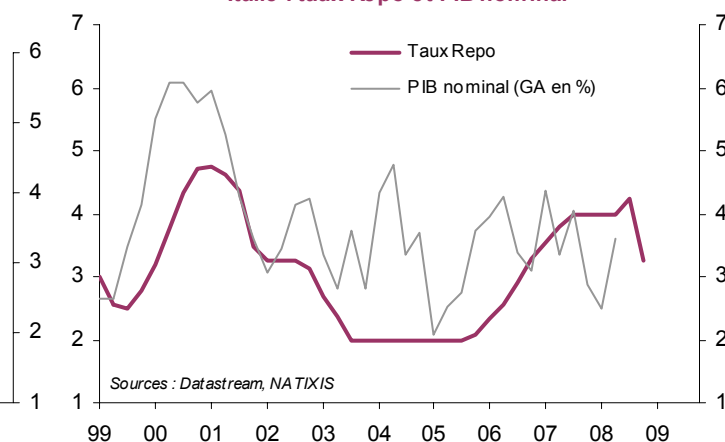
Graphique 15a
Allemagne : taux Repo et PIB nominal



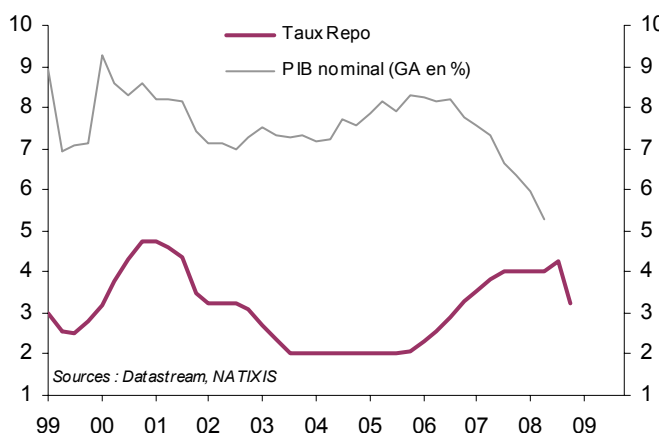
Graphique 15b
France : taux Repo et PIB nominal



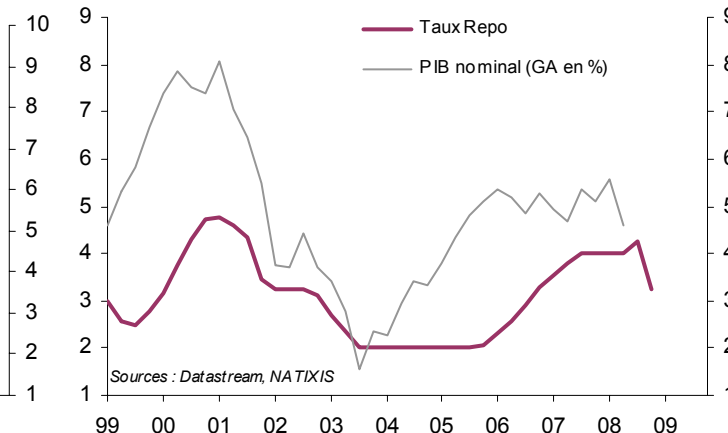
Graphique 15c
Italie : taux Repo et PIB nominal



Graphique 15d
Espagne : taux Repo et PIB nominal



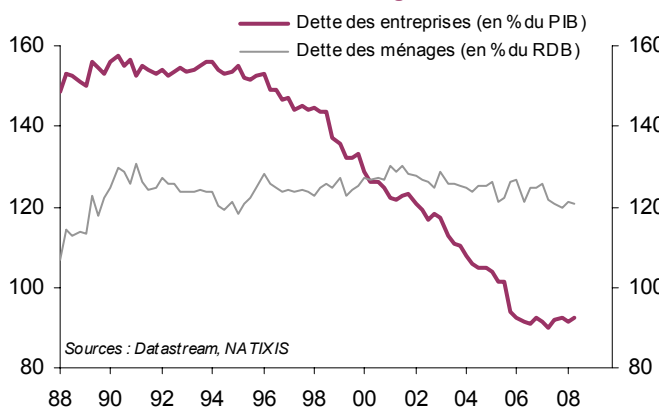
Graphique 15e
Pays-Bas : taux Repo et PIB nominal



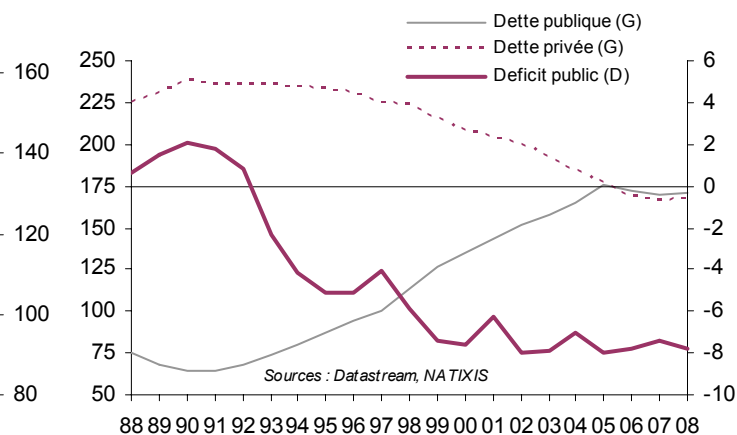
- à accroître fortement le déficit public, pour soutenir la demande. La hausse de la dette publique peut se justifier par le fait qu'il faut compenser le désendettement du secteur privé. La dette publique est alors un substitut légitime à la dette privée.

On a bien vu cette politique être mise en place au Japon après la crise financière du début des années 1990. La baisse du taux d'endettement du secteur privé (graphique 16a) a été compensée par la hausse du déficit public et du taux d'endettement du secteur public (graphique 16b).

Graphique 16a
Japon : dettes des entreprises et des ménages



Graphique 16b
Japon : déficit et dettes (en % du PIB)



Synthèse : quelles politiques économiques futures dans la zone euro ?

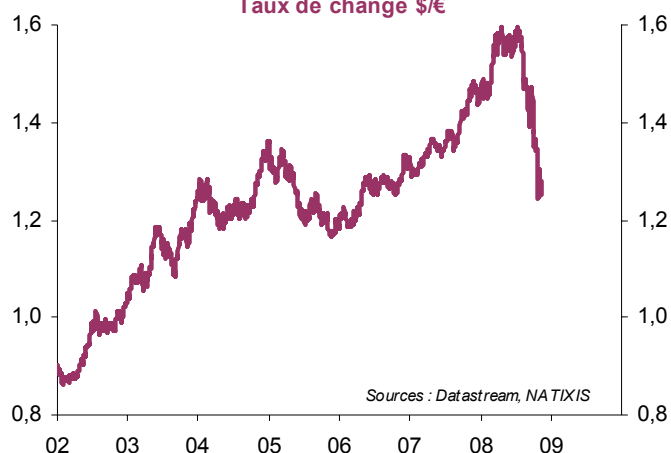
La fin du dopage de la croissance par l'endettement des ménages et par la construction implique que les pays de la zone euro auront des taux de croissance divergents, dépendant de leur capacité à innover, à accroître la productivité, à exporter, en particulier vers les pays émergents.

On s'attend alors à avoir une croissance plus forte en Allemagne et aux Pays-Bas qu'en France et en Espagne et encore plus qu'en Italie.

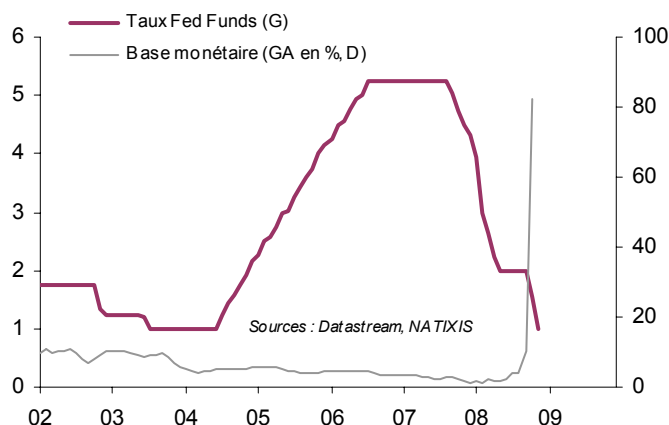
Que peuvent faire les pays dont la croissance va être durablement faible (France, Espagne, Italie) ?

- **sortir de l'euro** pour baisser leurs taux d'intérêt et déprécier leur taux de change. **Nous ne croyons pas du tout que ceci se produise**, en raison des coûts énormes de sortie de l'euro. **Les marchés financiers vont évoquer cette piste**, car ils sont friands de ce genre d'analyse. La fin de l'euro sera évoquée, en raison de la croissance très faible de certains pays de la zone euro, **surtout lorsque le dollar se redépréciera vis-à-vis de l'euro (graphique 17a)** avec l'énorme expansion monétaire des Etats-Unis (**graphique 17b**), leur expansion budgétaire (**graphique 17c**) ;

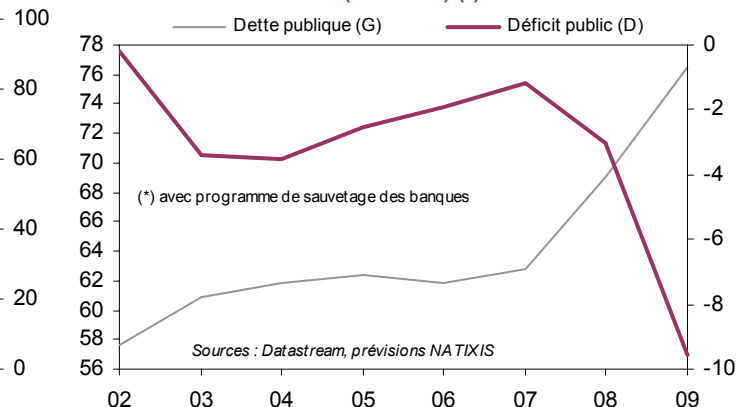
Graphique 17a
Taux de change \$/€



Graphique 17b
Etats-Unis : taux directeur et base monétaire



Graphique 17c
Etats-Unis : déficit public et dette publique (en % PIB) (*)

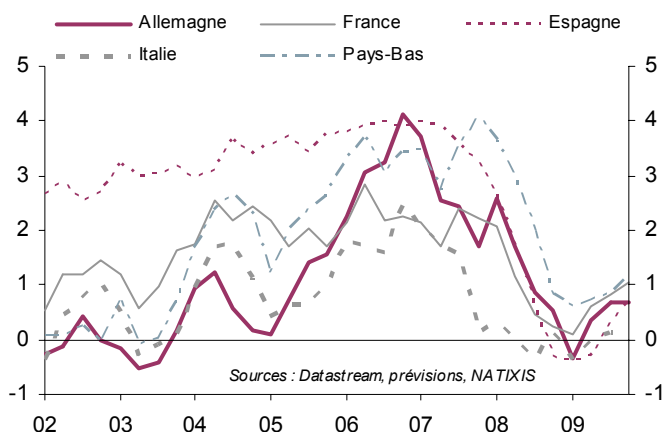


- **« oublier » le Pacte de Stabilité**, c'est-à-dire, comme au Japon (voir plus haut) **laisser croître le déficit public pour soutenir la demande et la dette publique pour compenser le désendettement du secteur privé, sans plus se soucier des règles budgétaires. Nous pensons que c'est cette solution qui va être retenue.**

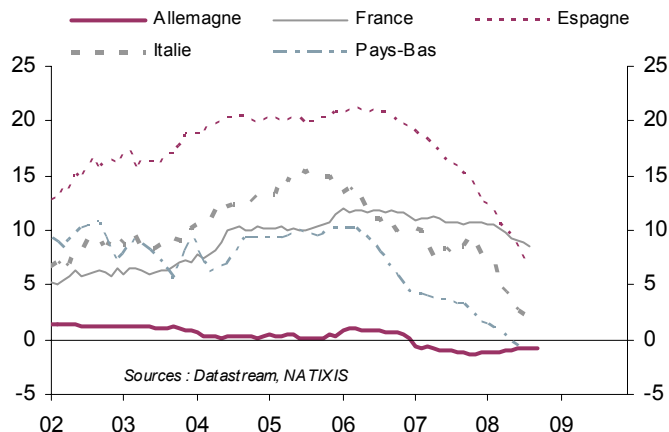
La « fin du Pacte de Stabilité » se voit déjà dans les faits : **c'est dans les pays à croissance plus faible, une fois arrêté le crédit, que les déficits publics s'accroissent le plus vite (graphiques 18a-b-c)** : Espagne, Italie, France.

Les marchés financiers ont, semble-t-il, déjà intégré dans leurs analyses cette évolution (la fin du Pacte de Stabilité) : ils pénalisent déjà les dettes des pays dont les politiques budgétaires vont devenir très expansionnistes en raison de la faiblesse de la tendance de croissance (**graphique 19**), ce qui se voit pour l'Italie et l'Espagne, sans différenciation pour l'instant entre France et Pays-Bas.

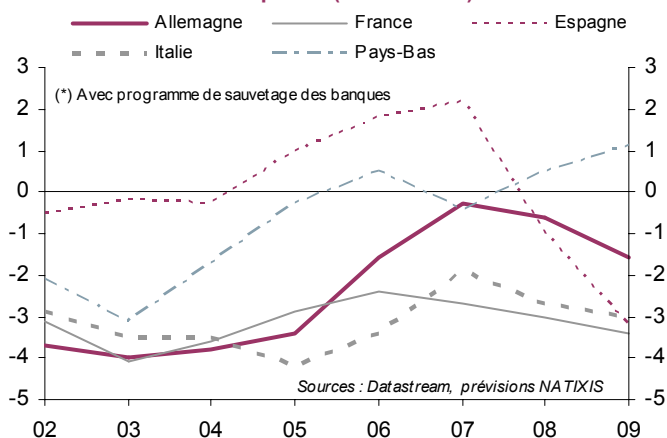
Graphique 18a
Croissance du PIB (GA en %)



Graphique 18b
Crédits aux ménages (GA en %)



Graphique 18c
Déficit public (en % du PIB)*



Graphique 19
Spreads taux 10 ans GOV Allemagne vs pays (en pb)

