

## Quel avenir pour les pays de la zone euro les plus pénalisés par la crise ?

*La crise économique résulte essentiellement de l'arrêt de la hausse du taux d'endettement des ménages. Il en suit d'abord un recul du niveau de la demande et de l'activité (correspondant à la perte de la partie de la demande qui était financée par la hausse de l'endettement des ménages), puis une moindre croissance (puisque la croissance rapide du crédit stimulait la croissance avant la crise).*

*Nous nous intéressons aux pays de la zone euro qui vont subir la perte d'activité (en niveau) puis de croissance la plus forte : Espagne, Irlande, Grèce, Portugal, Finlande.*

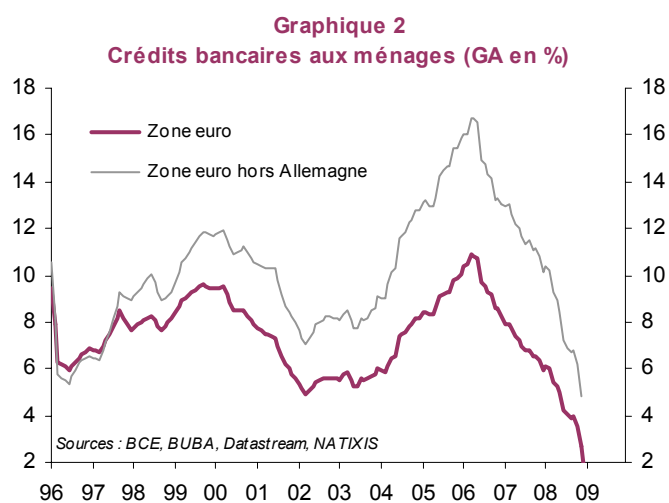
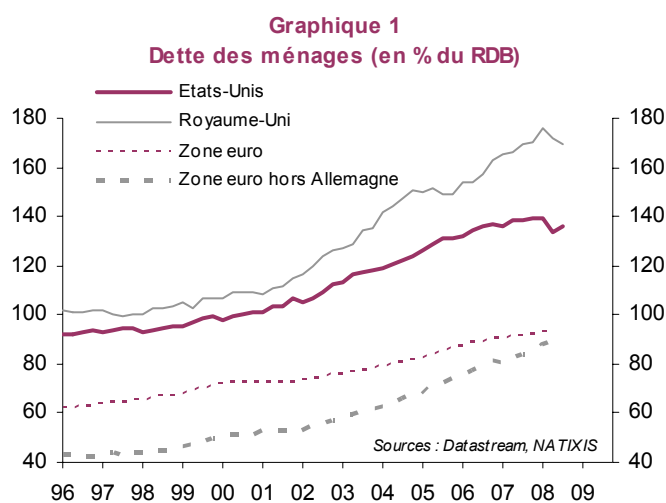
*Ces pays ne sont pas suffisamment aidés par la politique monétaire commune de la zone, surtout dans une situation de désendettement du secteur privé ; ils vont rapidement toucher la limite du soutien par les politiques budgétaires expansionnistes, d'autant plus que les spreads de taux d'intérêt sur les dettes publiques s'élargissent violemment ; ils ne peuvent pas sortir de l'euro en raison des coûts induits ; ils ne peuvent pas changer, sinon à long terme, leur spécialisation productive lorsqu'elle est défavorable (Espagne, Irlande, Grèce, Portugal). On risque bien de voir apparaître la conséquence, annoncée depuis longtemps par les économistes, du fait que la zone euro n'a pas les caractéristiques d'une zone monétaire optimale : une situation permanente, et très dangereuse, de chômage très élevé dans les pays affectés par un choc défavorable.*

## Ampleur, pour les pays de la zone euro, du choc dû à la crise

Les pays de la zone euro, à l'exception de l'Allemagne (comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni...) sont touchés par **l'arrêt de la hausse du taux d'endettement des ménages (graphique 1)**.

Cet arrêt de la hausse de l'endettement des ménages a deux effets :

- **une baisse du niveau de la demande et de l'activité**, puisque la partie de la demande qui était financée par la hausse du taux d'endettement disparaît ;
- **une baisse ultérieure, après que la baisse du niveau d'activité ait eu lieu, du taux de croissance**, puisque la croissance était stimulée avant la crise par la croissance rapide du crédit aux ménages (**graphique 2**).

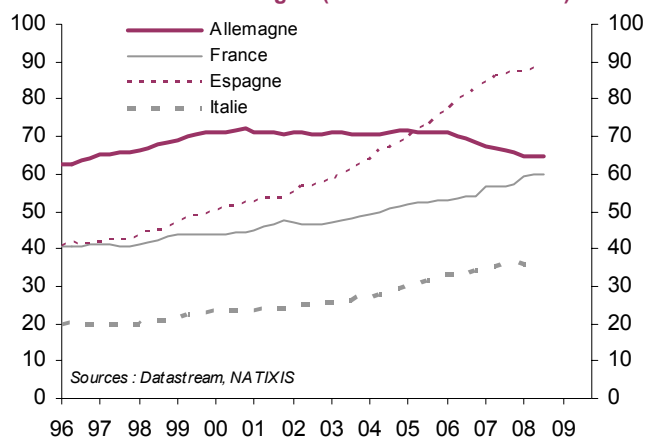


Nous voulons d'abord **évaluer, pour les différents pays de la zone euro, l'ampleur de ce double choc** (baisse du niveau d'activité, baisse du taux de croissance). Elle dépend :

- **de la taille de la hausse avant la crise, du taux d'endettement des ménages (graphiques 3a-3b-3c,** qui conditionne l'ampleur de la baisse du niveau de la demande) ;
- **de la rapidité de la croissance du crédit aux ménages avant la crise** (qui conditionne l'ampleur de la perte de croissance à moyen terme, **graphiques 4a-4b-4c**).

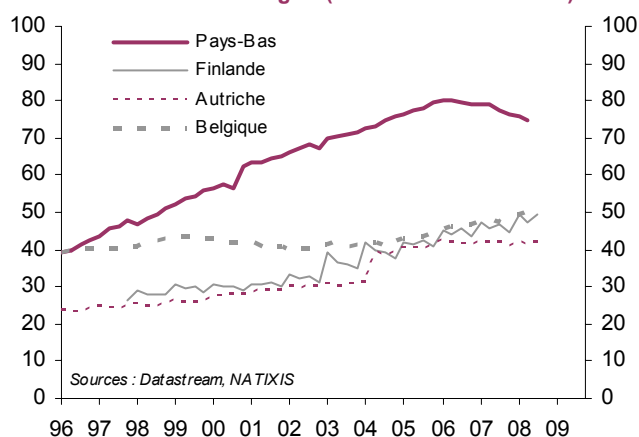
**Graphique 3a**

**Dettes des ménages (en % du PIB en valeur)**



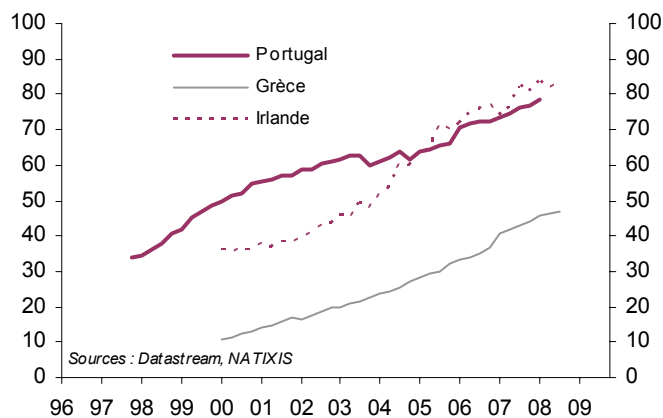
**Graphique 3b**

**Dettes des ménages (en % du PIB en valeur)**



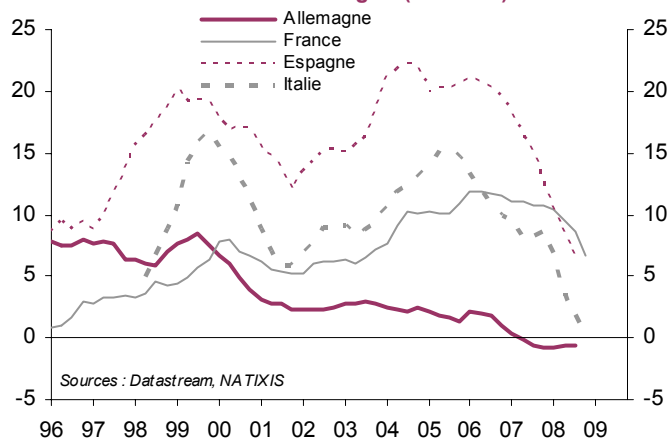
**Graphique 3c**

**Dettes des ménages (en % du PIB en valeur)**



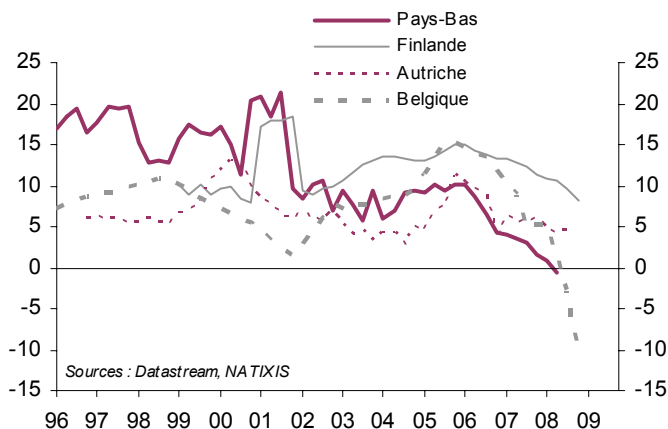
**Graphique 4a**

**Crédit aux ménages (GA en %)**



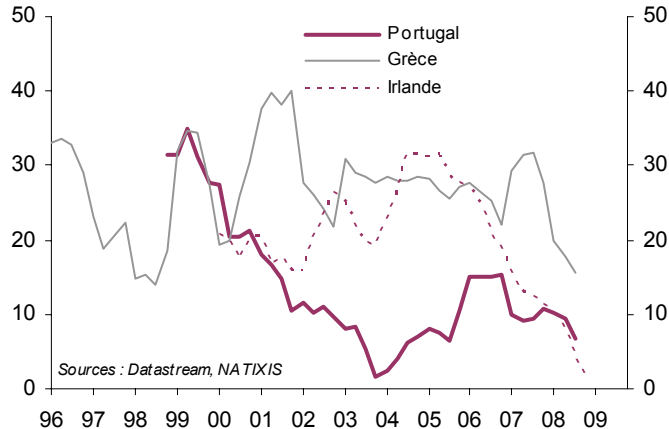
**Graphique 4b**

**Crédit aux ménages (GA en %)**



**Graphique 4c**

**Crédit aux ménages (GA en %)**



**Les pays les plus affectés par la crise seront donc (tableau 1) : l'Espagne, l'Irlande, la Grèce, le Portugal, la Finlande.**

Tableau 1  
**Dettes et crédits aux ménages (moyenne 2002-2007)**

	Allemagne	France	Espagne	Italie	Pays-Bas	Finlande	Autriche	Belgique	Portugal	Grèce	Irlande
Variation sur un an de la dette des ménages en % PIB	-0,71	1,77	5,43	1,91	2,33	2,55	2,15	1,13	3,10	4,48	6,75
Crédits aux ménages (GA en %)	1,77	9,11	18,15	10,63	7,53	12,54	6,05	9,39	9,06	27,42	22,74

Sources : Datastream, Natixis

### Les politiques économiques très inefficaces pour aider les pays en difficulté

Concentrons-nous sur la **situation des pays où la perte d'activité et de croissance est la plus forte**, c'est-à-dire, comme on vient de le voir : **l'Espagne, l'Irlande, Grèce, Portugal, Finlande.**

Notre point ici consiste à dire que **les politiques économiques disponibles vont être peu efficaces pour les aider à retrouver davantage de croissance et d'emplois :**

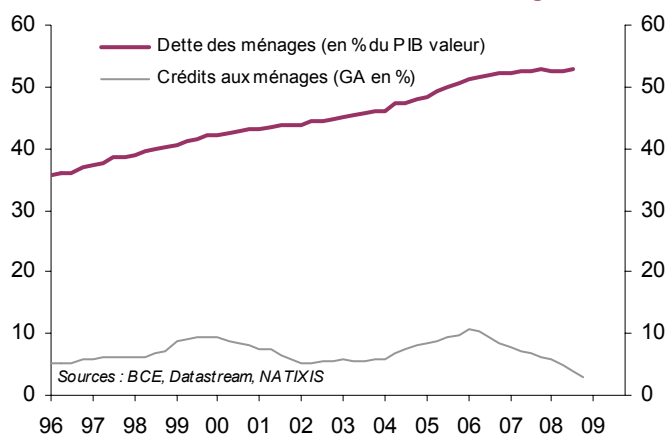
- la politique monétaire parce qu'elle est commune aux pays de la zone euro et peu efficace dans une situation de désendettement ;
- les politiques budgétaires parce qu'elles peuvent soutenir la croissance à court terme mais pas à long terme ;
- sortir de l'euro, n'a pas de sens compte tenu des coûts que cela impliquerait ;
- les politiques industrielles parce qu'il faut une période de temps très longue pour modifier une spécialisation productive défavorable.

#### # 1 Politique monétaire

Pour les pays où la chute d'activité et la perte ultérieure de croissance sont les plus fortes, **la réaction de la politique monétaire de la zone euro risque d'être inefficace :**

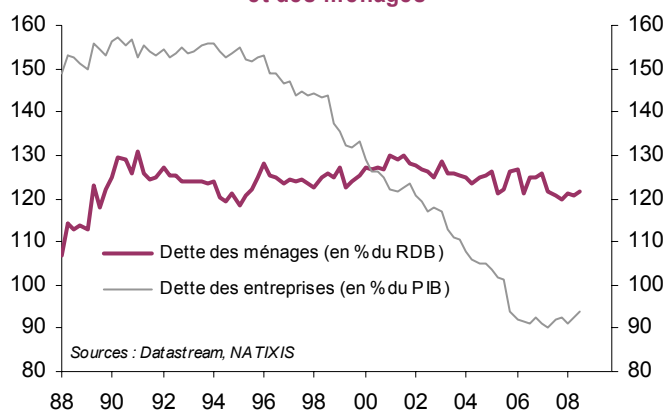
- parce qu'elle est déterminée par la **situation moyenne de la zone euro**, qui sera meilleure que celle de ces pays. Le **graphique 5** montre l'évolution du taux d'endettement des ménages et des crédits aux ménages. L'arrêt de la hausse du taux d'endettement des ménages a, sur la zone euro, l'effet :
  - de provoquer un recul de la demande de l'ordre de 2 points de PIB ;
  - de réduire la croissance du PIB, ultérieurement de 0,75 point par an ;
 c'est-à-dire **une perte de croissance et de niveau d'activité bien moindres que dans les pays les plus atteints ;**

Graphique 5  
**Zone euro : dettes et crédits aux ménages**

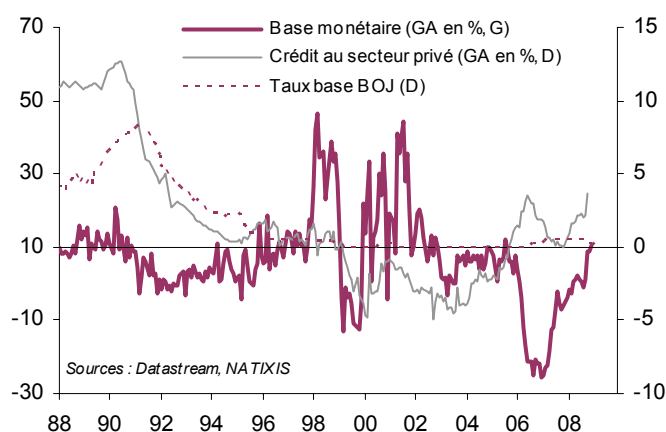


- parce que, **si les agents économiques privés veulent se désendetter, même une politique monétaire très expansionniste ne peut pas conduire à une reprise du crédit**, comme on l'a vu au Japon depuis les années 1990 (graphiques 6a-6b).

**Graphique 6a**  
Japon : dettes des entreprises et des ménages



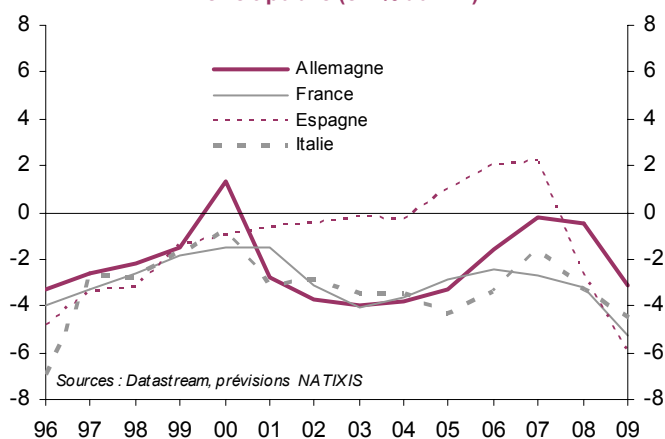
**Graphique 6b**  
Japon : base monétaire, crédit et taux directeur



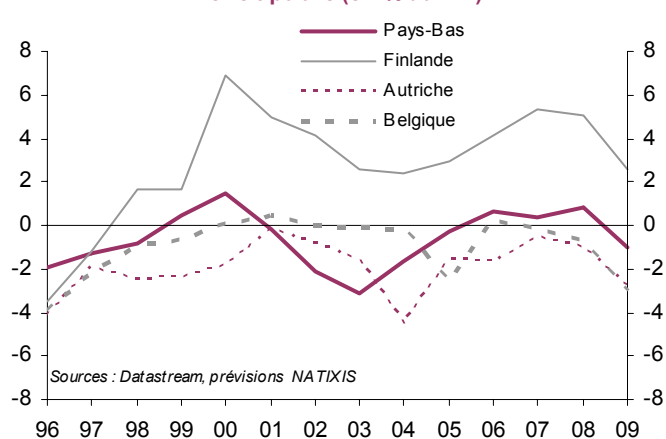
## # 2 Politique budgétaire

Au moment où l'activité recule parce que la dette privée arrête d'augmenter, **il paraît normal aux Etats d'accroître les déficits publics (graphiques 7a-7b-7c)**, ou de faire disparaître les excédents.

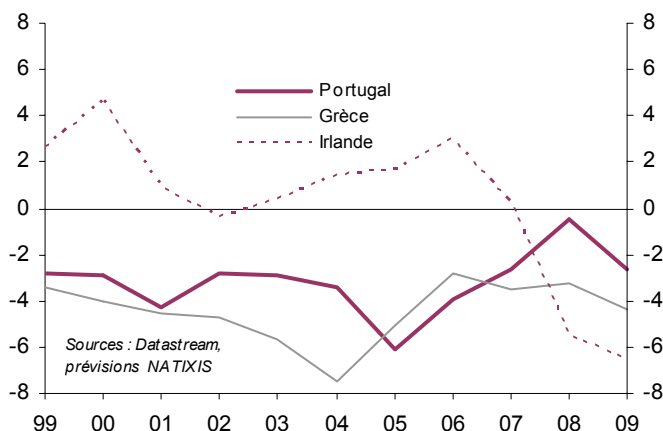
**Graphique 7a**  
Déficit public (en % du PIB)



**Graphique 7b**  
Déficit public (en % du PIB)



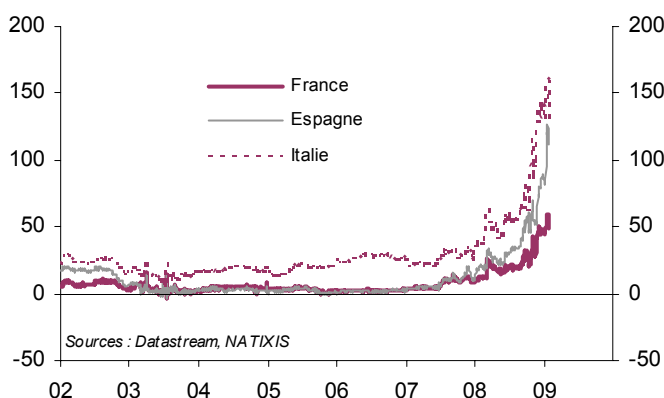
**Graphique 7c**  
Déficit public (en % du PIB)



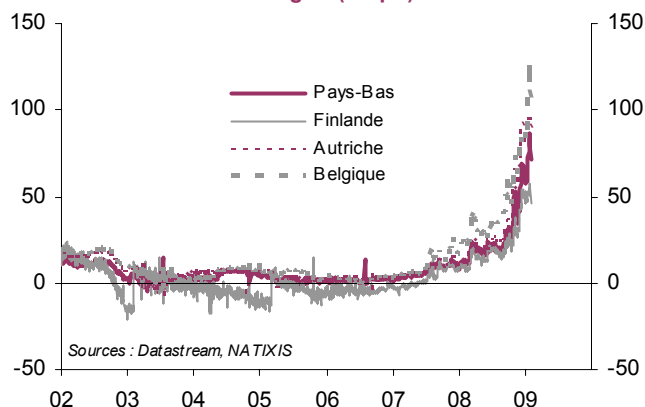
**Cette politique est efficace en présence d'un cycle, c'est-à-dire d'un recul transitoire de l'activité. Mais, s'il y a d'abord recul du niveau d'activité, puis faible croissance, maintenir la production sur la tendance antérieure impliquerait une hausse continue des déficits publics : corriger la perte initiale du niveau d'activité implique une hausse perpétuelle du déficit public ; corriger ensuite la faible croissance implique une augmentation chaque année du déficit par rapport à l'année précédente.**

**Ceci est évidemment impossible, surtout dans un environnement où les spreads de taux d'intérêt payés par les pays de la zone euro par rapport à l'Allemagne s'élargissent déjà fortement (graphiques 8a-8b-8c), avec l'inquiétude des marchés financiers sur la solvabilité des Etats qui débouche sur une crise de liquidité sur les marchés de ces dettes publiques.**

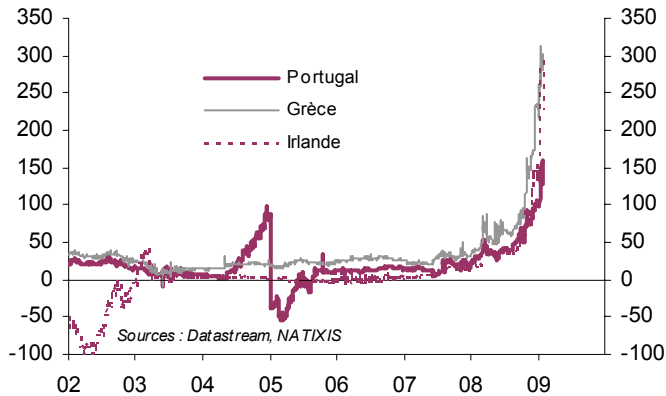
**Graphique 8a**  
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à Allemagne (en pb)



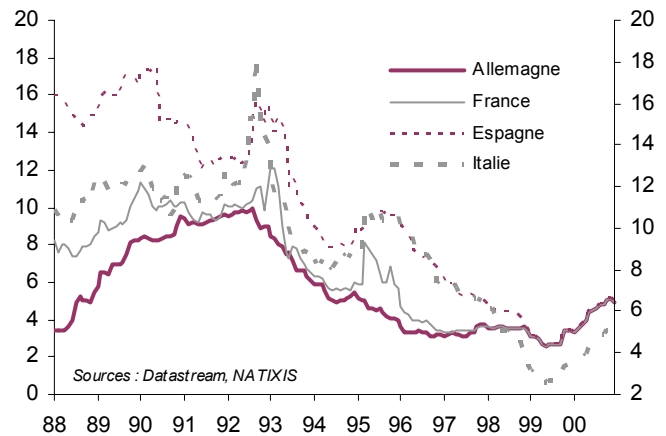
**Graphique 8b**  
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à Allemagne (en pb)



**Graphique 8c**  
Spreads de taux 10 ans pays par rapport à l'Allemagne (en pb)



**Graphique 9**  
Taux d'intérêt 3 mois



### # 3 Sortir de l'euro

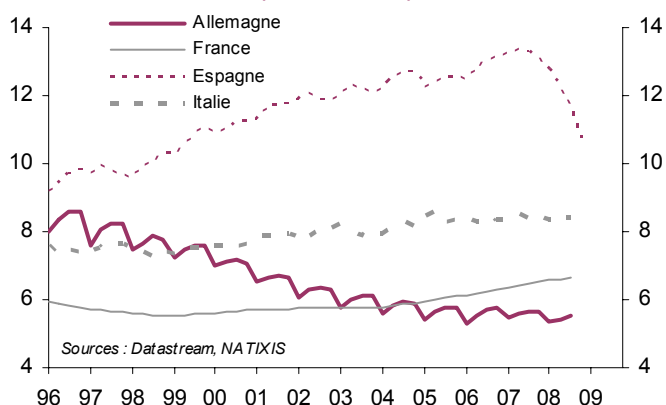
Certains intervenants des marchés financiers croient que la solution pour les pays les plus affectés par la crise consiste à quitter l'euro. **Ce n'est bien sûr pas une piste pertinente** avec les coûts associés : coûts techniques (comptables...), très forte hausse des taux d'intérêt (se rappeler les écarts de taux d'intérêt payés par l'Espagne ou l'Italie dans les années 1990 avant la période de convergence vers l'euro, **graphique 9**).

### # 4 Politique industrielle

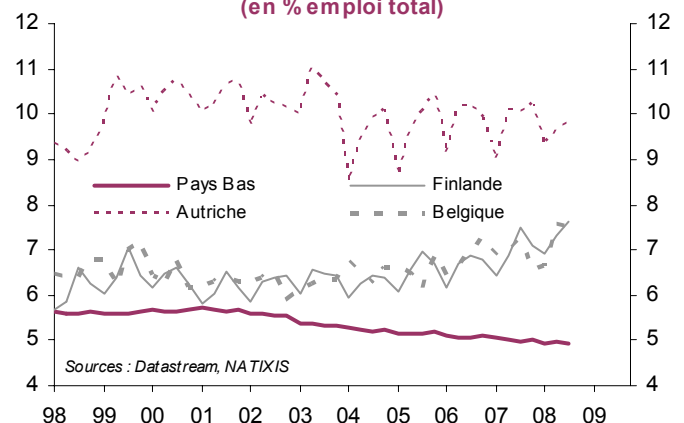
Le problème de certains des pays les plus affectés par la crise est leur dépendance antérieure vis-à-vis de l'endettement des ménages, **donc leur dépendance vis-à-vis des secteurs liés à l'endettement des ménages, construction, finance en particulier, ainsi que vis-à-vis de tous les secteurs "peu sophistiqués"** : distribution, tourisme, loisirs...

**L'emploi dans la construction** est très important en Espagne, au Portugal, en Irlande (**graphiques 10a-10b-10c**) ; **l'emploi dans les services financiers** en Irlande (**graphiques 11a-11b-11c**) ; **l'emploi dans les services domestiques** a beaucoup augmenté en Espagne, en Finlande, en Irlande, en Grèce (**graphiques 12a-12b-12c**).

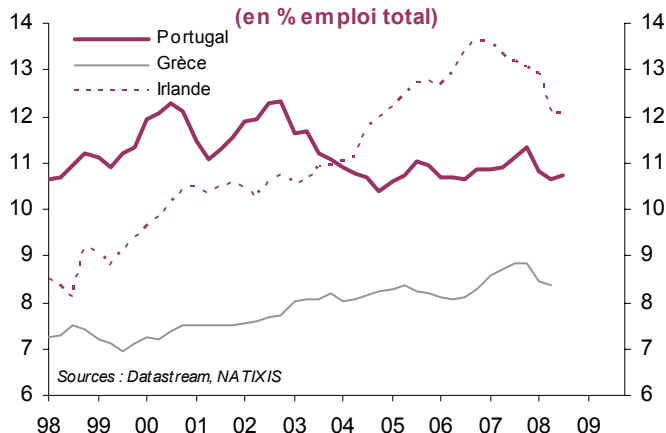
**Graphique 10a**  
Emploi dans le secteur construction (en % du total)



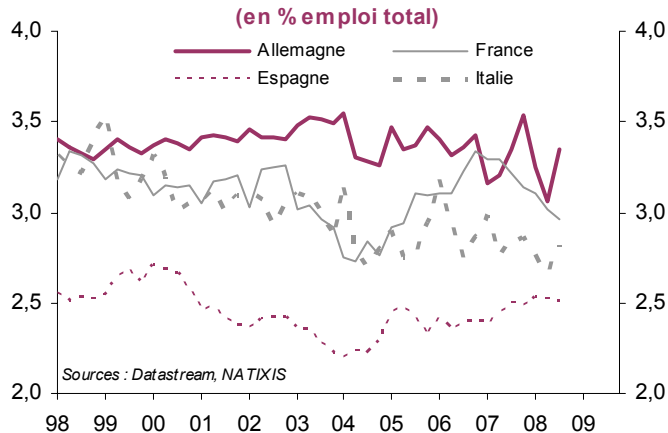
**Graphique 10b**  
Emploi dans le secteur construction (en % emploi total)



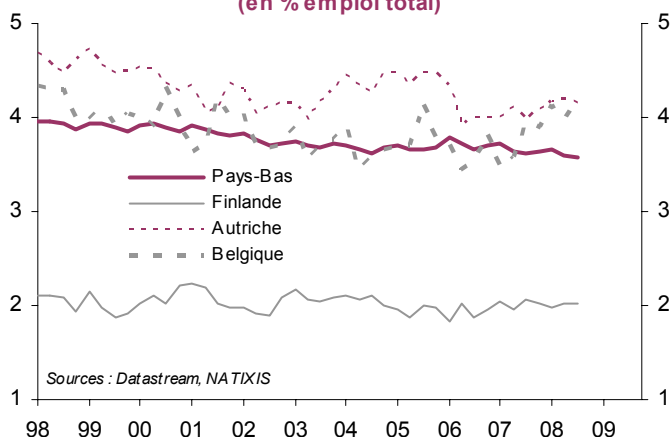
**Graphique 10c**  
**Emploi dans le secteur construction**  
 (en % emploi total)



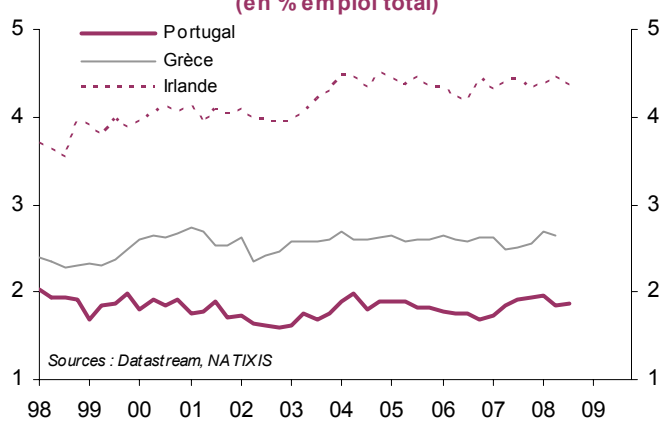
**Graphique 11a**  
**Emploi dans les services financiers**  
 (en % emploi total)



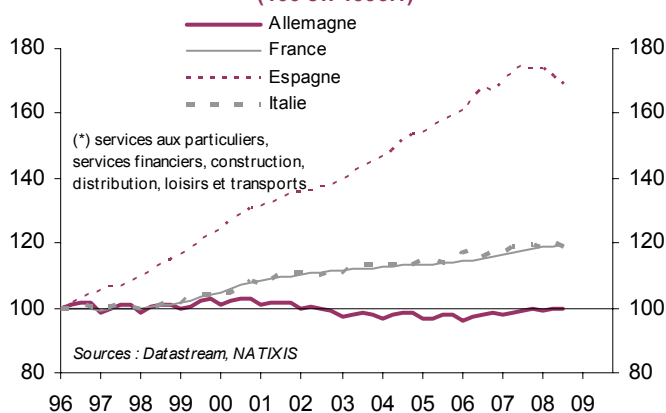
**Graphique 11b**  
**Emploi dans les services financiers**  
 (en % emploi total)



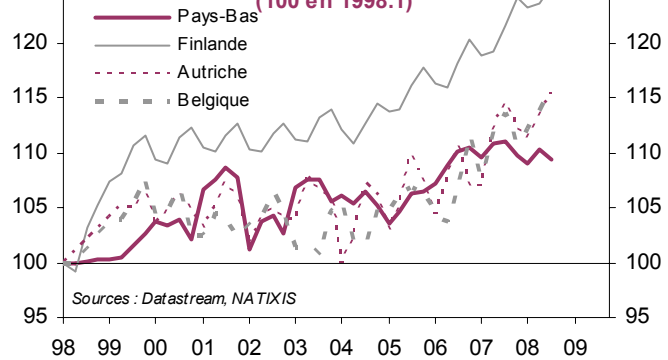
**Graphique 11c**  
**Emploi dans les services financiers**  
 (en % emploi total)



**Graphique 12a**  
**Emploi dans les services domestiques (\*)**  
 (100 en 1996:1)

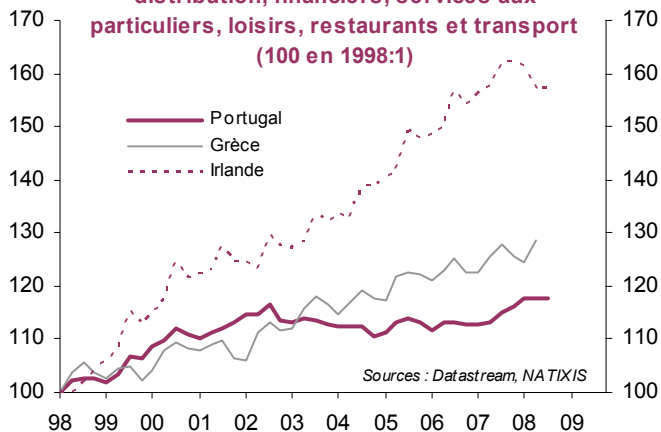


**Graphique 12b**  
**Emploi dans les secteurs : construction, distribution, financiers, services aux particuliers, loisirs, restaurants et transport**  
 (100 en 1998:1)





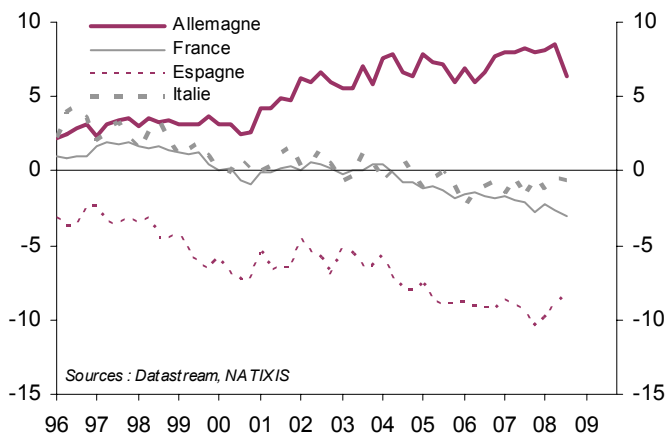
**Graphique 12c**  
**Emploi dans les secteurs : construction, distribution, financiers, services aux particuliers, loisirs, restaurants et transport (100 en 1998:1)**



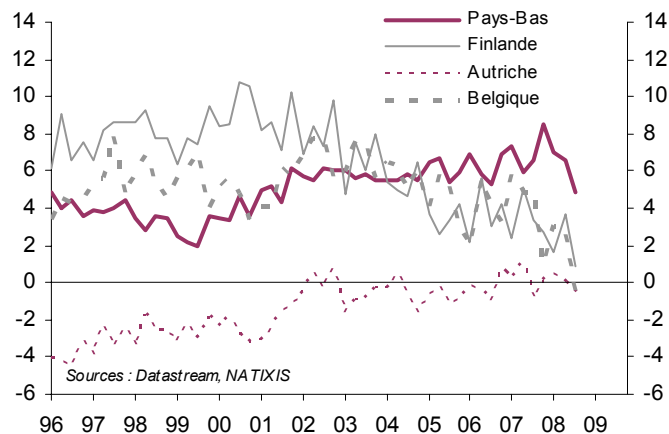
Il faudrait donc que les pays les plus touchés par la crise **passent à un autre modèle de croissance basé sur les autres secteurs** : industries exportatrices, nouvelles technologies (IT), sur l'innovation.

On voit que l'Espagne, le Portugal et la Grèce ont de très importants **déficits extérieurs (graphiques 13a-13b-13c)** ; que l'effort d'innovation (tableau 2) a été très faible en Espagne, au Portugal, en Grèce, en Irlande (mais très élevé en Finlande).

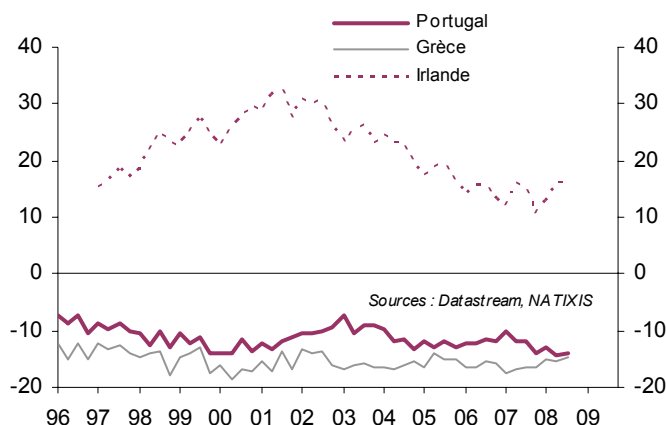
**Graphique 13a**  
**Balance commerciale des biens (en % du PIB)**



**Graphique 13b**  
**Balance commerciale des biens (en % du PIB)**



**Graphique 13c**  
**Balance commerciale des biens (en % du PIB)**



**Tableau 2**  
**Effort d'innovation**

**Tableau 2a**  
**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
Finlande	3,42
Autriche	2,47
Belgique	1,78
Portugal	0,83
Grèce	0,49
Irlande	1,34

**Tableau 2b**  
**Dépenses de R&D en**  
**entreprises**  
**(en % du PIB)**

Pays	2006
Allemagne	1,76
France	1,31
Espagne	0,63
Italie	0,55
Pays Bas	1,04
Finlande	2,42
Autriche	1,70
Belgique	1,23
Portugal	0,24
Grèce	0,13
Irlande	0,90

**Tableau 2c**  
**Nombre de chercheurs**  
**(pour 10000 emplois)**

Pays	2006
Allemagne	42,99
France	46,00
Espagne	18,72
Italie	12,52
Pays Bas	27,67
Finlande	91,84
Autriche	43,57
Belgique	38,26
Portugal	8,08
Grèce	10,43
Irlande	34,67

**Tableau 2d**  
**Nombre de brevets**  
**triadiques**  
**(par million d'habitants)**

Pays	2006
Allemagne	76,01
France	39,28
Espagne	4,71
Italie	12,32
Pays Bas	72,62
Finlande	50,73
Autriche	36,61
Belgique	32,29
Portugal	0,90
Grèce	105,82
Irlande	14,74

Sources : OCDE, principaux indicateurs de la science et de la technologie

**Mais changer de stratégie industrielle et de spécialisation productive est impossible à court terme, et, même si c'est entrepris, ne pourra aider ces pays qu'à long terme.**

**Synthèse : une situation bien connue, liée au fait que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale**

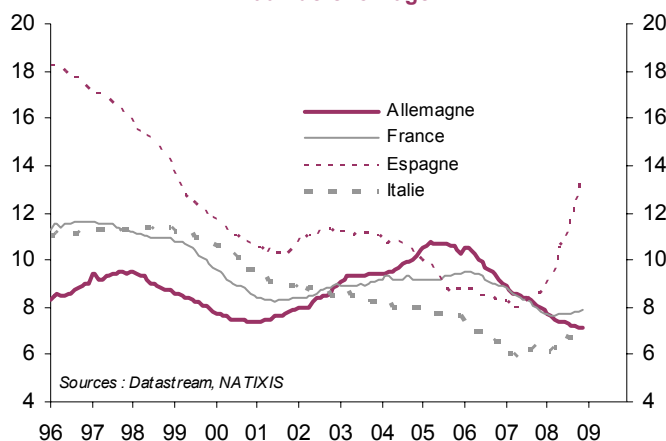
Nous avons identifié **les pays de la zone euro où l'arrêt de la hausse de l'endettement des ménages va entraîner la plus forte chute de l'activité et la plus forte perte de croissance à moyen terme : Espagne, Grèce, Irlande, Portugal, aussi Finlande.**

**Les politiques économiques disponibles amélioreront peu la situation de ces pays :**

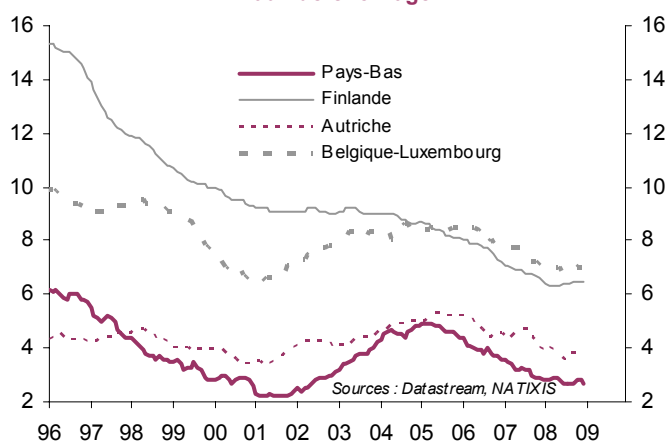
- la politique monétaire est commune à la zone euro et est peu efficace si les agents économiques privés désirent se désendetter ;
- la politique budgétaire expansionniste est une arme en cas de baisse transitoire de l'activité, pas de baisse définitive de l'activité ; de plus, la hausse des spreads de taux (vis-à-vis de l'Allemagne) la pénalise déjà ;
- sortir de l'euro n'est pas une option réaliste ;
- les politiques "industrielles" de développement de nouveaux secteurs ne peuvent avoir d'efficacité que dans le long terme (ce qui ne s'applique pas à la Finlande).

**On sera donc probablement confronté, dans les pays les plus touchés par la crise, à un recul durable du niveau d'activité et de la croissance sans politique correctrice efficace, c'est-à-dire à une hausse durable du chômage (graphiques 14a-14b-14c).**

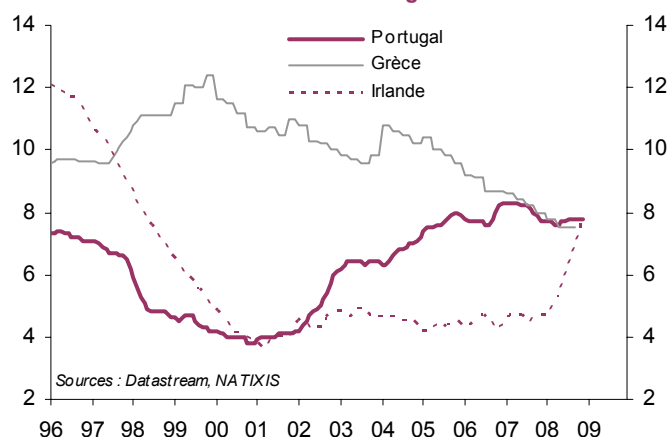
**Graphique 14a**  
**Taux de chômage**



**Graphique 14b**  
**Taux de chômage**



Graphique 14c  
Taux de chômage



Cette situation avait été bien anticipée par beaucoup d'économistes. **La zone euro n'a pas les caractéristiques d'une zone monétaire optimale : budget fédéral de très petite taille, très faible mobilité du travail entre les pays.**

**De ce fait, un choc asymétrique** (ici l'arrêt de la hausse du taux d'endettement des ménages qui touche plus certains pays que d'autres) **conduit à une hausse du chômage impossible à corriger dans les pays affectés par le choc.**

**Nous pensons que ce scénario (chômage de plus en plus élevé)** après que les politiques budgétaires aient épuisé leurs possibilités d'action, est un scénario plus vraisemblable que d'autres que les marchés financiers ont parfois à l'esprit (éclatement de l'euro). Mais c'est un scénario très dangereux socialement et politiquement.