

# NOTE MENSUELLE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

Février 2010 | N° 2

## Zone euro

### Table des matières

Tableau de prévisions	p. 2
Scénario zone euro	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 7

### Quelle hétérogénéité en zone euro ?

Les différences structurelles des économies de la zone euro (gains de productivité, partage de la valeur ajoutée, spécialisations productive et commerciale, taux et structure d'endettement,...) non seulement se traduisent par des niveaux de croissance potentielle différents mais surtout suggèrent des réponses asymétriques à un choc externe.

A cet égard, la crise actuelle rappelle que l'UEM n'est pas une zone monétaire optimale et ravive les fantasmes d'éclatement de la zone euro.

Nous proposons de mesurer l'hétérogénéité entre pays membres à l'aune des principales grandeurs macroéconomiques depuis la création de l'UEM: croissance du PIB, inflation, finances publiques, dans l'esprit des critères de Maastricht.

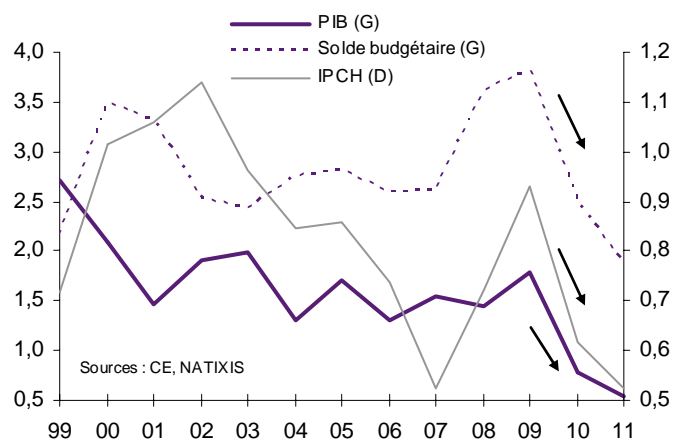
Cet éclairage suggère que la crise a certes accru les disparités dans un premier temps, mais que le pic d'hétérogénéité a été atteint en 2009. A horizon 2011, celle-ci devrait même atteindre des plus bas historiques.

### Equipe zone euro :

Costa Brunner  
Jean-Christophe Caffet  
Jésus Castillo  
Cédric Thellier

Directeur de la publication  
Patrick Artus

### Hétérogénéité en zone euro (écarts-types)



### Focus : Le timing des plans d'austérité est-il viable ?

Achévé de rédiger  
Le 11 février 2010

## Prévisions macro-économiques

Chiffres clés Zone Euro	2009	2010	2011
Consommation privée (GA, %)	-1,0	-0,2	1,1
Consommation publique (GA, %)	2,4	2,4	1,0
Investissement (GA, %)	-10,8	-1,2	1,1
Stocks (contrib., pt %)	-0,5	0,2	0,1
Exportations (GA, %)	-13,5	1,7	1,8
Importations (GA, %)	-11,6	1,0	2,3
Commerce extérieur (contrib., pt %)	-1,1	0,3	-0,2
<b>PIB</b>	<b>-4,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>
<b>Inflation</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>
Taux de chômage	9,4	10,6	11,2
Emploi	-1,8	-1,2	-0,5
<b>Solde budgétaire (% PIB)</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>-6,5</b>
Balance courante (mds euros)	50,2	/	/
Balance courante (% PIB)	0,8	/	/

PIB (GA, %)	2009	2010	2011
Allemagne	-4,9	1,1	1,6
France	-2,3	0,9	0,9
Italie	-4,8	0,2	0,7
Espagne	-3,7	-0,6	0,9

Inflation (%)	2009	2010	2011
Allemagne	0,2	0,8	0,5
France (IPCH)	0,1	1,0	0,8
Italie	0,8	1,1	1,1
Espagne	-0,3	1,0	0,8

Solde budget. (% PIB)	2009	2010	2011
Allemagne	-3,2	-5,5	-6,2
France	-7,9	-8,2	-7,5
Italie	-5,4	-5,6	-5,3
Espagne	-11,4	-9,8	-8,0

Profil trimestriel, Zone Euro	T1-09	T2-09	T3-09	T4-09	T1-10	T2-10	T3-10	T4-10	T1-11	T2-11
PIB (T/T, %)	-2,5	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,4
PIB (GA, %)	-5,0	-4,8	-4,0	-2,0	0,7	0,9	0,5	0,5	0,5	0,8
Inflation	1,0	0,2	-0,4	0,4	1,0	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0
Taux de chômage	8,8	9,3	9,6	9,9	10,3	10,5	10,7	10,8	11,0	11,1
Taux repo BCE (fin de trimestre)	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25

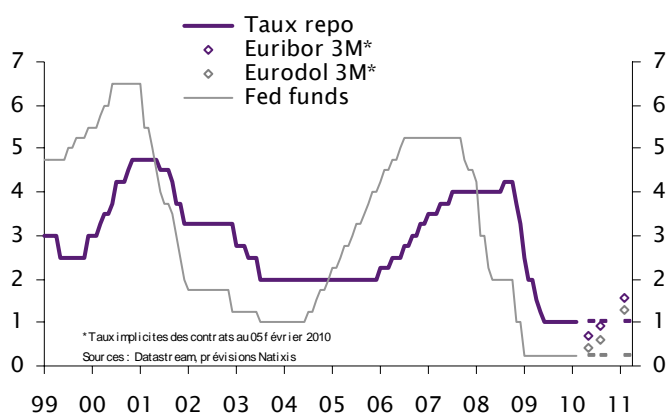
Environnement international	2009 <sup>P</sup>	2010 <sup>P</sup>	2011 <sup>P</sup>
<b>Etats-Unis</b> PIB (GA, %)	-2,4	2,5	2,0
Inflation (%)	-0,4	1,7	1,4
Solde budgétaire (% PIB)	-9,9	-9,5	-8,5
<b>Japon</b> PIB (GA, %)	-5,7	1,0	0,8
Inflation (%)	-1,4	-1,2	0,8
Solde budgétaire (% PIB)	-8,9	-9,9	-11,1
<b>Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)</b>	62	77	79

Taux d'intérêt	29-janv.	3M	6M	12M
Repo BCE	1,00	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,20	3,36	3,29	3,52
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,59	3,83	3,78	4,09
Taux de change	29-janv.	3M	6M	12M
EUR/USD	1,39	1,37	1,39	1,42
USD/JPY	90	88	94	100

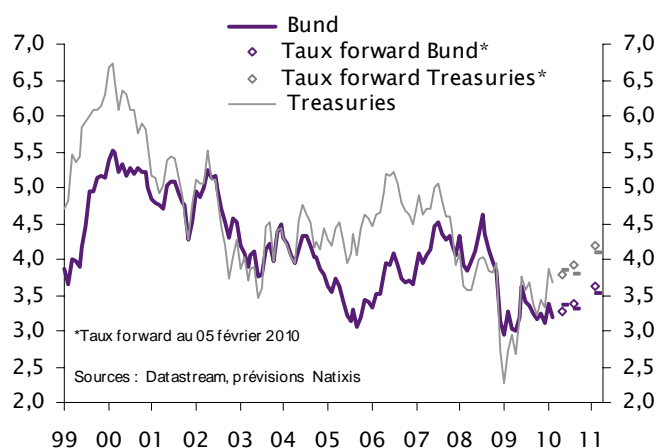
Sources : Eurostat, Instituts statistiques nationaux, Datastream, prévisions NATIXIS

Chiffre publié

## Taux directeurs (%)



## Taux 10 ans annualisés



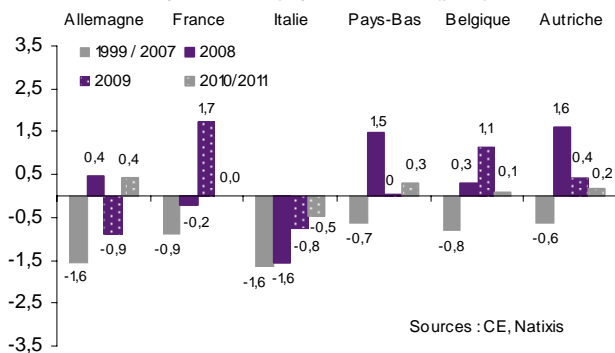
### L'UEM est certes une zone monétaire non optimale...

Le degré d'optimalité d'une zone monétaire s'appréhende par la réaction des principales grandeurs macroéconomiques et leur éventuelle divergence suite à un choc asymétrique. Regardons tout d'abord l'évolution relative<sup>1</sup> de la croissance du PIB dans les différents pays de l'union (graphiques 1 et 2). Nous retenons 4 sous-périodes :

- 1999-2007, reflet de la tendance structurelle
- 2008, choc inflationniste et crise financière
- 2009, choc déflationniste avec relance budgétaire
- 2010-2011, période de reprise de l'activité dans un contexte de consolidation fiscale.

Graphique 1

PIB : performance nationale rapportée à la moyenne des pays membres (pt %)



Graphique 2

PIB : performance nationale rapportée à la moyenne des pays membres (pt %)



Les résultats révèlent une hétérogénéité des cycles de croissance des pays membres. Ainsi, sur la période 99/07, l'Irlande, le Luxembourg, la Grèce et dans une moindre mesure l'Espagne ont affiché une croissance significativement supérieure à la moyenne. A l'inverse, l'Allemagne, l'Italie et le Portugal ont enregistré une performance proche de 1,5 point inférieure à la moyenne. Par la suite, les évolutions sont plus erratiques. Certaines

<sup>1</sup> Les performances nationales sont rapprochées de la moyenne arithmétique non pondérée, à l'instar du mode de calcul adopté dans le cadre des critères de convergence (Traité de Maastricht).

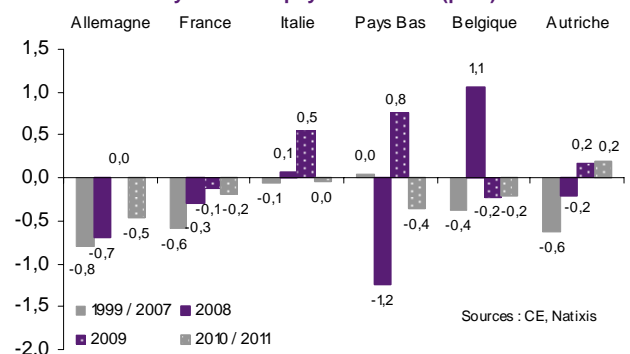
économies ont mieux résisté en fin de cycle (2008) comme l'Allemagne, les Pays-Bas ou l'Autriche, d'autres se sont révélés plus résilients face au choc récessif historique de 2009 (France, Belgique, Portugal et surtout Grèce). Enfin en 2010/2011, la sortie de crise devrait se traduire par une moindre dispersion des performances de croissance autour de la moyenne. Au total, on peut noter que l'Italie affiche une croissance systématiquement inférieure à l'ensemble des pays membres, qu'*a contrario* la Grèce apparaît comme le bon élève même si le plan de consolidation budgétaire pèsera sur l'activité en 2010/2011. Enfin, le cycle irlandais est de loin le plus marqué, avec une situation relative complètement inversée avant et après la crise. Toutefois, la croissance y est attendue de nouveau nettement au-dessus de la moyenne (+1 point) dès 2011.

### ...avec une faible hétérogénéité des taux d'inflation...

Au-delà des différentiels de croissance, la grandeur capitale dans le cadre d'une union monétaire est l'inflation. En effet, compte tenu de la disparition des monnaies nationales, l'ajustement monétaire ne peut plus se faire par le change et se reporte exclusivement sur les prix à la consommation. Or, la politique monétaire étant unique, une faible hétérogénéité des niveaux d'inflation est requise. Nous étudions donc les performances nationales à cet égard, en les rapportant à la moyenne des pays membres (graphiques 3 et 4).

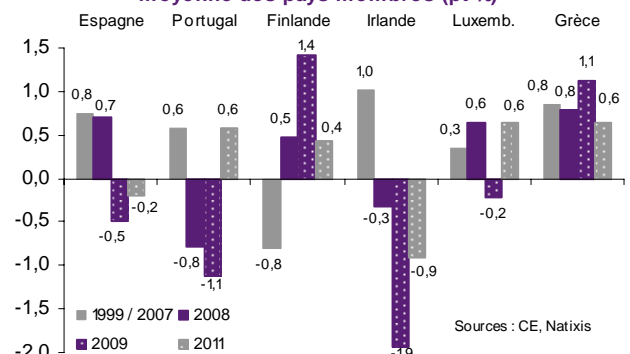
Graphique 3

Inflation : performance nationale rapportée à la moyenne des pays membres (pt %)



Graphique 4

Inflation : performance nationale rapportée à la moyenne des pays membres (pt %)



Les disparités sont globalement moindres que celles relatives à la croissance sur la période 99/07. Les chocs inflationniste de 2008 puis déflationniste de 2009 n'ont pas sensiblement accentué les écarts relatifs ni bouleversé les tendances de long terme. On remarque toutefois une rupture temporaire inflationniste en Belgique, désinflationniste au Portugal, stagflationniste en Finlande, déflationniste en Irlande. A noter que l'inflation néerlandaise a pratiquement été insensible à ce double choc. Pour 2010/2011, dans un contexte d'inflation modérée, une moindre hétérogénéité des taux nationaux est attendue, avec le resserrement des écarts à la moyenne pour tous les pays hormis les Pays-Bas et le Luxembourg.

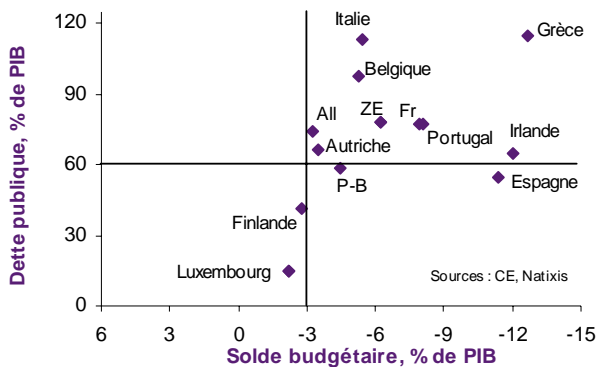
Dans l'ensemble, l'Allemagne et la France demeurent relativement désinflationnistes, la Grèce et le Luxembourg relativement inflationnistes. L'Italie est une bonne approximation de la moyenne des inflations nationales.

**...plus marquée sur les finances publiques**

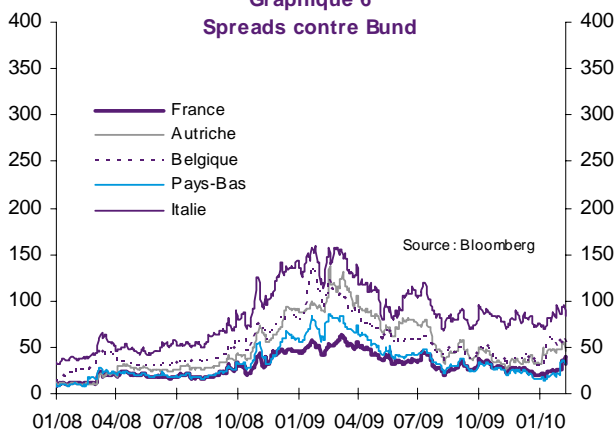
Parmi les critères de convergence, les taux d'intérêt à long terme étaient retenus pour évaluer la crédibilité de prix à la consommation durablement stables dans chacun des pays membres à travers la prime de risque inflationniste.

Aujourd'hui, dans un contexte de non respect généralisé du pacte de stabilité et de croissance (graphique 5), les tensions sur les taux longs s'expliquent clairement par les problèmes de finances publiques (graphiques 6 et 7), même si certaines craintes (injustifiées) de résurgence inflationniste liée à une hypothétique monétisation de la dette<sup>2</sup> existent.

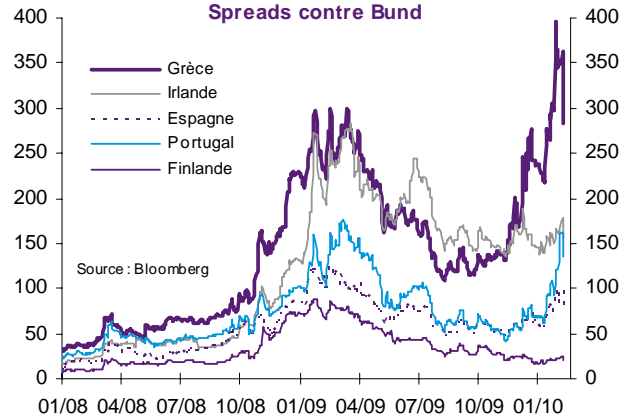
**Graphique 5**  
Position par rapport au PSC en 2009



**Graphique 6**  
Spreads contre Bund



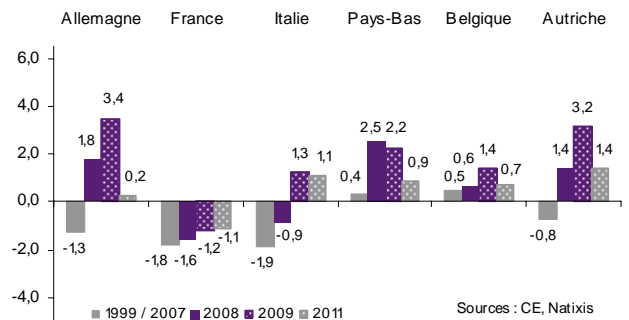
**Graphique 7**  
Spreads contre Bund



Au-delà des problématiques de crise, telles que la liquidité des titres ou encore des facteurs d'ordre psychologique comme la crainte d'éclatement de l'UEM, qui expliquent en partie l'évolution des spreads intra-zone euro sur la période récente, nous regardons l'hétérogénéité des situations de finances publiques des pays membres depuis 1999 (graphiques 8 et 9).

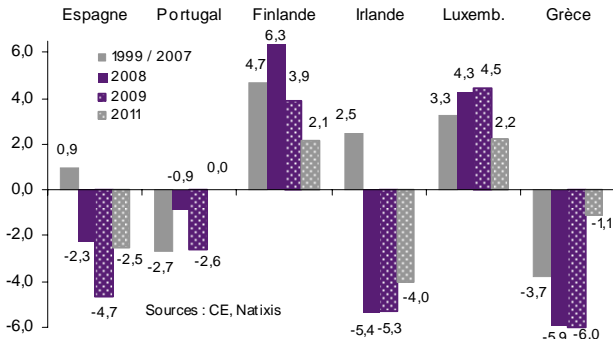
L'analyse des écarts en niveau des déficits publics suggère que la crise a confirmé les bons élèves historiques (Pays-Bas, Belgique, Finlande, Luxembourg) mais aussi les mauvais (France, Portugal, Grèce). Certains apparaissent désormais relativement vertueux (Allemagne, Italie, Autriche), d'autres laxistes (Espagne, Irlande).

**Graphique 8**  
Solde budgétaire : performance nationale rapportée au déficit moyen (pts de PIB)



<sup>2</sup> Cf. Focus de la Note Mensuelle Avril 2009 : « les fondements historiques de l'aversion à la monétisation des dettes publiques européennes ».

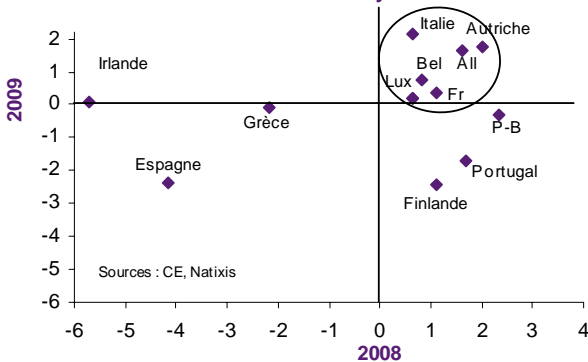
**Graphique 9**  
Solde budgétaire : performance nationale rapportée au déficit moyen (pts de PIB)



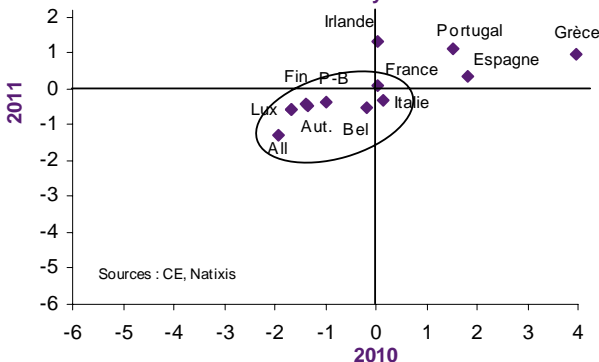
Toutefois, l'analyse en termes d'ouverture / fermeture annuelle du déficit national rapportée à la moyenne des pays membres à partir de 2008 délivre des messages plus fins :

- Sur 2008/2009, les pays particulièrement stigmatisés aujourd'hui par les marchés (Grèce, Espagne, Portugal et Irlande) ont effectivement dévié de la moyenne de manière plus précoce, tandis qu'un noyau « homogène » se formait (graphique 10).

**Graphique 10**  
Déficits publics : performances nationales relativement à la moyenne



**Graphique 11**  
Déficits publics : performances nationales relativement à la moyenne



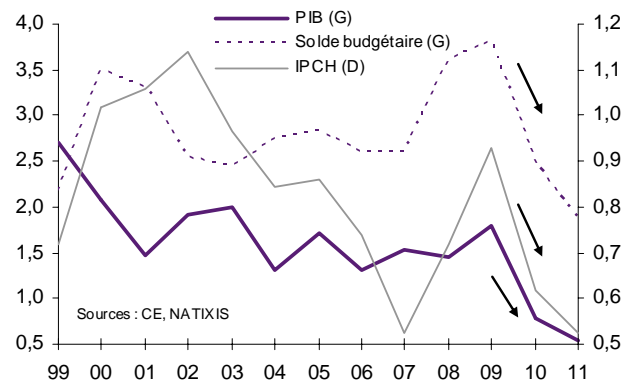
- Sur 2010/2011, en revanche, on devrait retrouver une situation symétrique, avec la sous-performance relative

des pays du noyau « homogène » et la surperformance relative des pays stigmatisés, à la faveur de plans de consolidation budgétaire plus ambitieux<sup>3</sup> (graphique 11).

**Mais les craintes sur son éclatement ne sont pas justifiées**

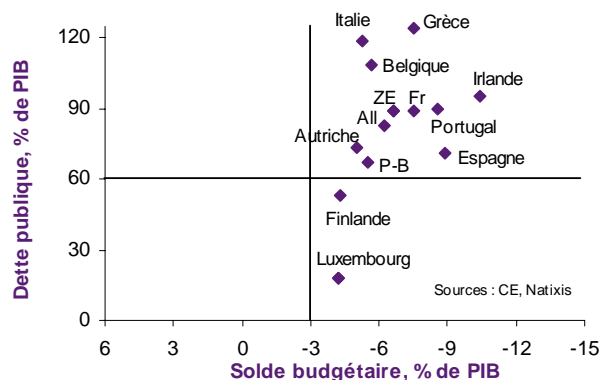
Interrogé en conférence de presse sur l'éventuel éclatement de la zone euro, J.-C. Trichet a qualifié cette hypothèse d'« absurde ». De façon plus pragmatique, il semble qu'au-delà de la disparité des économies de la zone euro, le pic d'hétérogénéité ait été atteint en 2009 (graphique 12).

**Graphique 12**  
Hétérogénéité en zone euro (écarts-types)



En particulier, la position relative des pays membres eu égard au PSC devrait être plus homogène en 2011 qu'en 2009 (graphiques 5 et 13), ce qui plaide pour un resserrement des spreads, *a fortiori* compte tenu de la dégradation relativement plus marquée de la situation allemande (cf. graphique 11).

**Graphique 13**  
Position par rapport au PSC en 2011



Enfin, la mise en place d'un fédéralisme fiscal organisant un transfert d'épargne entre les pays membres permettrait de faire avancer significativement l'UEM vers le statut de zone monétaire optimale<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Même en tenant compte d'un timing sans doute trop ambitieux pour le retour au respect du ratio de 3% du PIB pour le déficit, cf. Focus ci-après.

<sup>4</sup> Cf. Flash 2010-38 « Que coûterait le fédéralisme fiscal à la zone euro ? »



### Focus : Le timing des plans d'austérité est-il viable ?

Les quatre pays de la zone euro (Irlande, Grèce, Espagne, Portugal) qui ont connu la dégradation la plus importante de leurs finances publiques depuis le début de la crise ont annoncé successivement des plans d'austérité visant à ramener leur déficit public sous le seuil de 3% du PIB à l'horizon 2012-2013 et à stabiliser leur ratio de dette. Or, vu l'ampleur des déséquilibres, nous nous demandons si l'effort nécessaire pour atteindre les objectifs est compatible avec la croissance attendue dans ces pays au cours des prochaines années.

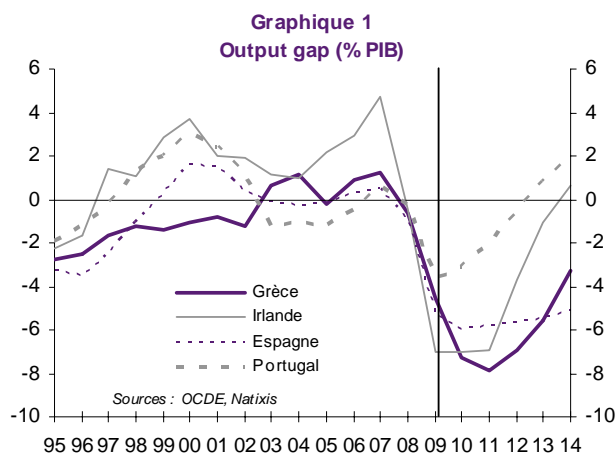
Nous comparons les scénarios de croissance, de déficit, de dette annoncés par les gouvernements à l'ouverture des output gaps et en déduisons l'effort nécessaire pour atteindre les objectifs (**tableau 1**).

Tableau 1 : Evaluation de l'effort d'austérité (% PIB)

	Grèce	Irlande	Espagne	Portugal
Déficit 2009	-12,7	-11,7	-11,4	-9,3
Objectif 2013	-2,0	-4,9	-3,0	-3,0
Moyenne 2010-2013				
Variation du déficit par an	2,7	1,7	2,1	1,6
Effet du cycle	0,1	1,0	-0,1	0,6
Effort d'ajustement net du cycle	2,6	0,8	2,2	1,0
Mesures d'austérité dans PLF 2010	4,2	2,2	2,0	1,0

Sources : Plans d'austérité des gouvernements, Natixis

Il ressort que sur l'horizon de leur plan la Grèce et l'Espagne seront les deux pays qui auront le plus gros effort à fournir en termes d'ajustement structurel de leurs finances publiques. Ces deux pays devront produire un effort respectif de 2,6 et 2,2 points de PIB par an en moyenne entre 2010 et 2013 pour atteindre les objectifs qu'ils se sont fixé. En moyenne sur la période, l'impact sur leur solde budgétaire de l'ouverture très importante de l'output gap (**graphique 1**) aura un effet négatif de -0,1 point en Espagne et positif de 0,1 point en Grèce.



De son côté, l'Irlande bénéficiera d'un effet cyclique beaucoup plus favorable. Si en 2008 et 2009, les mesures d'austérité auront été entièrement neutralisées par le choc conjoncturel sur la croissance, cet effet deviendra nettement favorable à partir de cette année. Ainsi, l'effort net du cycle baissera progressivement jusqu'en 2013. En conséquence, bien que la dégradation des finances publiques ait été la

plus violente parmi les pays de la zone euro, le rétablissement de l'équilibre sera au final moins douloureux que dans d'autres pays.

### Quels sont les risques macro économiques d'un retour trop rapide des déficits sous le seuil de 3% du PIB ?<sup>5</sup>

En dehors de tout jugement sur la faisabilité des plans d'austérité annoncés, le calendrier retenu fait peser plusieurs risques :

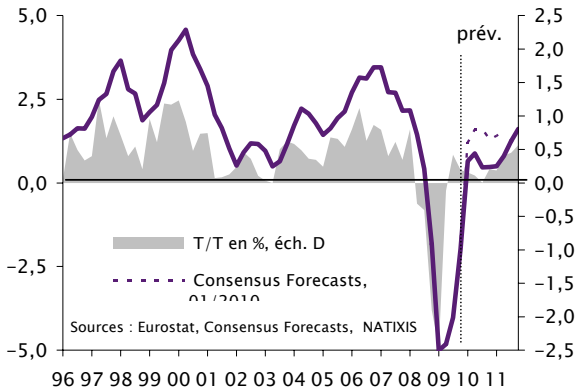
- la croissance restera modeste sur toute la période 2010 à 2013 en raison du désendettement du secteur privé, du freinage des salaires à cause du niveau élevé du taux de chômage, de la faiblesse de l'investissement en raison d'une sous utilisation des capacités de production. La réduction trop rapide des déficits pourra alors amener la croissance à un niveau encore plus faible ;
- la hausse des impôts se traduit traditionnellement par la remontée des taux d'épargne (ce que semble déjà avoir anticipé les ménages) ;
- si la baisse des déficits se fait par une réduction des dépenses publiques, on peut avoir une diminution du taux d'épargne des ménages (n'anticipant pas de hausses d'impôts) et une substitution de la dépense privée à la dépense publique. Or, ce n'est pas le scénario que nous privilégions en raison d'une part de la nature des plans d'austérité annoncés prévoyant une hausse de la pression fiscale (Irlande, Espagne, Grèce) et d'autre part pour les raisons évoquées précédemment (désendettement du secteur privé, faiblesse de l'investissement...).
- Les épisodes de consolidation budgétaire observés dans les années 90 au cours desquels cette substitution aurait pu exister, s'étaient accompagnés de politiques monétaires et de changes agressives (par exemple : la Suède est rapidement sortie de la crise du début des années 90 par la dévaluation). Or, ceci n'est pas possible aujourd'hui dans la zone euro. Les taux d'intérêt de la BCE sont déjà à des niveaux historiquement faibles et ne pourront pas baisser davantage. Les mesures de *quantitative easing* n'ont pas encore permis le redémarrage du crédit. Les pays ne disposent plus de l'arme de la dévaluation au sein d'une union monétaire.

Au final, nous pensons que les mesures de consolidation, via des programmes précis et crédibles, sont nécessaires pour rétablir la crédibilité des politiques budgétaires dans la zone euro. Mais le risque que les plans d'austérité font peser sur la croissance, qui souffrira déjà de nombreux handicaps, aurait dû conduire les gouvernements à étaler davantage leur plan d'austérité avec un horizon plus lointain que 2013.

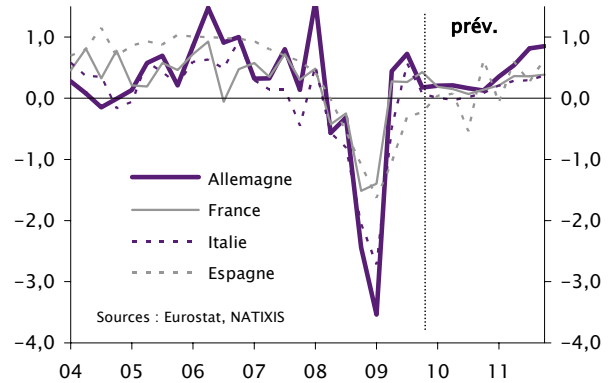
<sup>5</sup> Voir Special Report 2010-39 « Est-ce une bonne idée de ramener à 3% du PIB les déficits publics de la zone euro dès 2013 ? »

Principaux indicateurs :

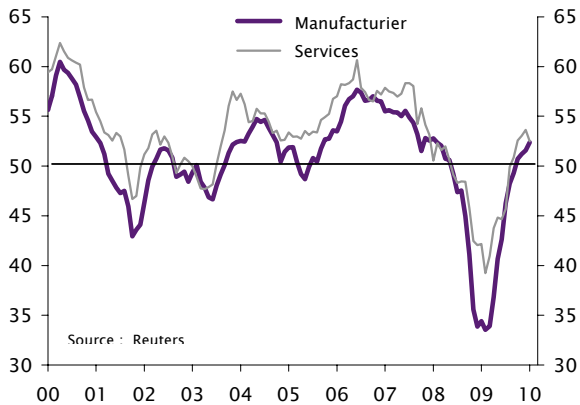
PIB zone euro



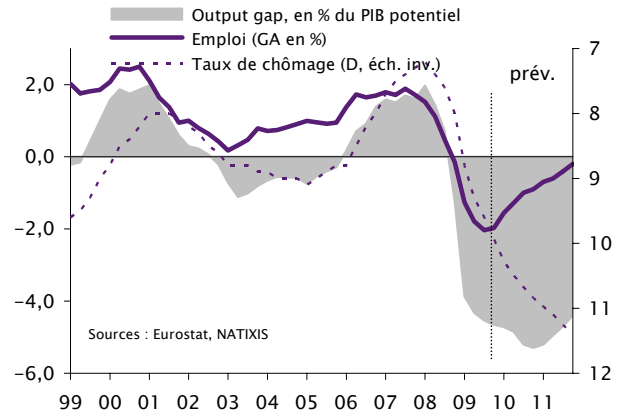
PIB: Les 4 grands pays de la zone euro (T/T, %)



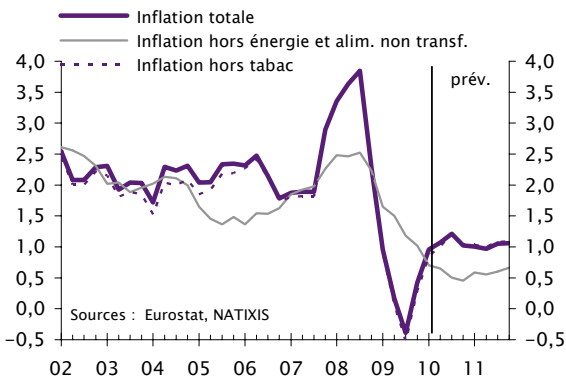
Indices PMI zone euro



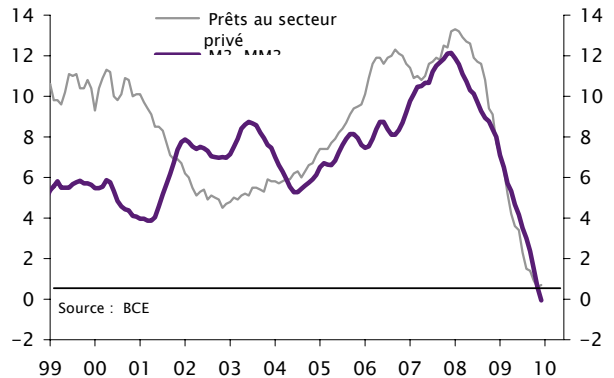
Marché du travail zone euro et output gap



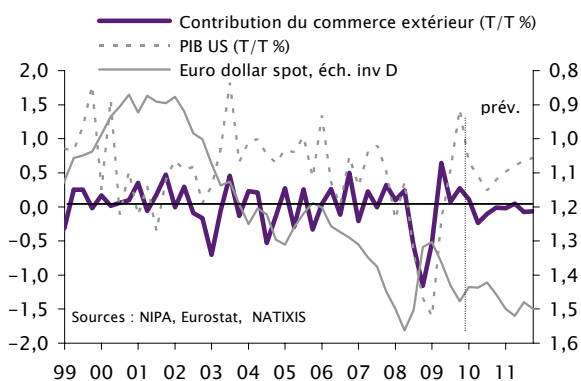
Prix à la consommation (moy. trim.)



M3 et crédits au secteur privé (GA en %)



Commerce extérieur, change et croissance US



Taux de change et balance courante zone euro

