

NOTE MENSUELLE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

6 mai 2011 - N° 5

Zone euro

Table des matières

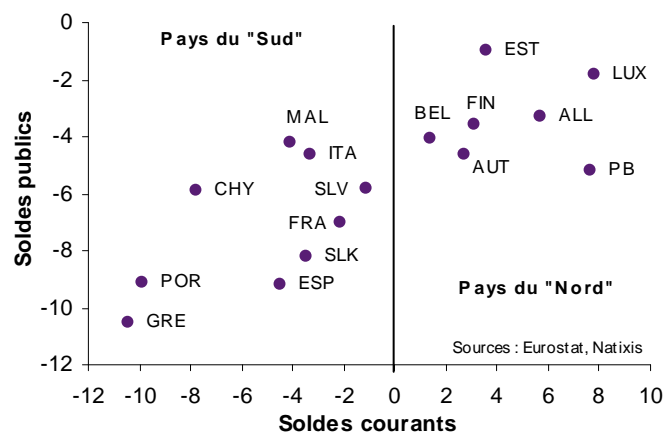
Tableau de prévisions	p. 2
Scénario zone euro	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 7

Les pays du Sud de la zone euro peuvent-ils corriger leurs déséquilibres extérieurs ?

La relation, *in fine* positive, entre déficit courant et déficit public est à l'origine du « pacte pour l'euro » qui conditionne le sauvetage financier des pays périphériques de l'Union par les mécanismes prévus à cet effet (EFSF-ESM). En bref, l'excès d'endettement du secteur privé dans les pays périphériques de la zone euro au cours du dernier cycle a provoqué un creusement massif de leurs déficits courants, cet excès d'endettement privé étant *in fine* transféré au secteur public avec la crise (explosion des déficits budgétaires). Nous revenons dans cette note sur les principales caractéristiques et les évolutions récentes des balances courantes et de la production manufacturière dans les pays du Sud de la zone euro, afin d'entrevoir leur capacité à réduire leurs déséquilibres extérieurs. Etant donné leurs pertes de compétitivité, le faible poids des régions dynamiques dans leurs exportations, l'avancement du processus de désindustrialisation et les destructions de capacités de production enregistrées pendant la crise, la résorption des déséquilibres extérieurs des pays du Sud ne nous semble possible qu'au prix d'une contraction très forte de leur demande intérieure.

Equipe zone euro :
 Jean-Christophe Caffet
 Jésus Castillo
 Christian Ott
 Cédric Thellier

Zone euro: soldes courants et soldes publics
(2010, % PIB)



Directeur de la publication :
 Patrick Artus

Focus : resserrement hétérogène des conditions de crédit

Prévisions macro-économiques

Chiffres clés Zone Euro	2009	2010	2011	2012
Consommation privée (GA, %)	-1.1	0.7	1.1	1.0
Consommation publique (GA, %)	2.5	0.7	0.4	0.5
Investissement (GA, %)	-11.3	-0.8	2.7	3.5
Stocks (contrib., pt %)	-0.7	0.4	0.2	0.1
Exportations (GA, %)	-13.1	10.6	6.1	6.2
Importations (GA, %)	-11.8	8.7	6.2	6.1
Commerce extérieur (contrib., pt %)	-0.8	0.9	0.1	0.1
PIB	-4.0	1.7	1.5	1.6
Inflation	0.3	1.6	2.6	2.0
Taux de chômage	9.5	10.1	9.8	9.7
Emploi	-19	-0.5	0.4	0.4
Solde budgétaire (% PIB)	-6.2	-6.0	-4.3	-3.5
Balance courante (mds euros)	-25.7	-36.7	-20.0	20.0
Balance courante (% PIB)	-0.3	-0.4	-0.2	0.2

PIB (GA, %)	2009	2010	2011	2012
Allemagne	-4.7	3.5	2.7	2.5
France	-2.5	1.5	1.5	1.7
Italie	-5.2	1.2	0.6	1.0
Espagne	-3.7	-0.1	0.6	1.0

Inflation (%)	2009	2010	2011	2012
Allemagne	0.2	1.2	2.4	1.9
France (IPCH)	0.1	1.7	2.2	1.7
Italie	0.8	1.6	2.8	2.3
Espagne	-0.2	2.0	2.7	2.1

Solde budget. (% PIB)	2009	2010	2011	2012
Allemagne	-3.0	-3.3	-1.9	-1.2
France	-7.5	-7.0	-5.7	-5.0
Italie	-5.3	-4.6	-4.1	-3.5
Espagne	-11.1	-9.2	-6.8	-5.5

Profil trimestriel, Zone Euro	T 1-10	T 2-10	T 3-10	T 4-10	T 1-11	T 2-11	T 3-11	T 4-11	T 1-12	T 2-12	T 3-12	T 4-12
PIB (T/T, %)	0.4	1.0	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
PIB (GA, %)	0.8	2.0	1.9	2.0	2.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	1.7	1.8
Inflation	1.1	1.6	1.7	2.0	2.5	2.9	2.8	2.4	2.2	1.8	2.0	2.1
Taux de chômage	10.1	10.2	10.1	10.1	9.9	9.9	9.8	9.8	9.8	9.7	9.6	9.5
Taux repo BCE (fin de trimestre)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00

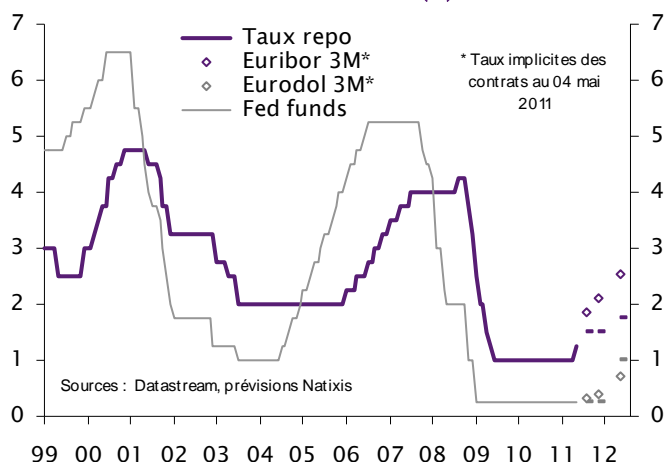
Environnement international	2010	2011	2012
Etats-Unis PIB (GA, %)	2.9	2.5	2.4
Inflation (%)	1.6	3.0	1.6
Solde budgétaire (% PIB)	-8.8	-10.0	-8.4
Japon PIB (GA, %)	4.0	0.2	2.6
Inflation (%)	-0.7	0.2	0.0
Solde budgétaire (% PIB)	-7.7	-10.0	-10.0
Brent (Brl.\$, moyenne annuelle)	80.3	115.8	113.8

Taux d'intérêt	28-avr.	3M	6M	12M
Repo BCE	1.25	1.50	1.50	1.75
10A Bund	3.26	3.35	3.40	3.55
Fed funds	0.25	0.25	0.25	1.00
10A Treasuries	3.31	3.55	3.70	4.20
Taux de change	28-avr.	3M	6M	12M
EUR/USD	1.48	1.50	1.45	1.35
USD/JPY	82	82	83	86

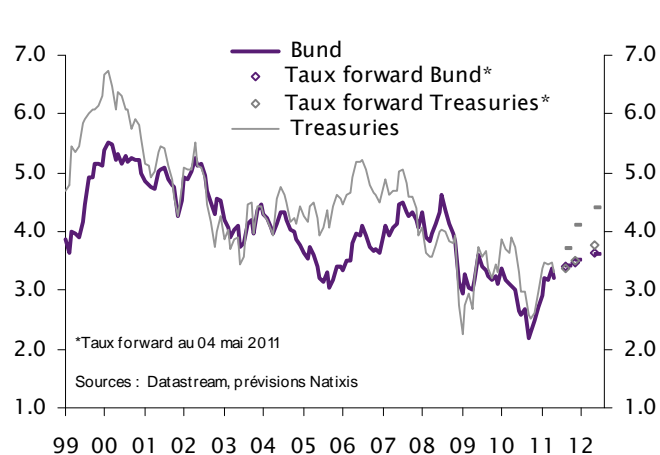
Sources : Eurostat, Instituts statistiques nationaux, Datastream, prévisions NATIXIS

Chiffre publié

Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés



Les pays du Sud de la zone euro peuvent-ils corriger leurs déséquilibres extérieurs ?

La relation, *in fine* positive, entre déficit courant et déficit public est connue et a fait l'objet de nombreuses analyses ces derniers mois¹ (**graphique 1**). Elle est à l'origine du « pacte pour l'euro » (voir **encadré 1**) qui conditionne le sauvetage financier des pays périphériques de l'Union par les mécanismes prévus à cet effet (EFSF-ESM). En bref, l'excès d'endettement du secteur privé² dans les pays périphériques de la zone euro au cours du dernier cycle a provoqué un creusement massif de leurs déficits courants, cet excès d'endettement privé étant *in fine* transféré au secteur public avec la crise (explosion des déficits budgétaires). Nous revenons dans ce qui suit sur les principales caractéristiques et les évolutions récentes des balances courantes et de la production manufacturière dans les pays du Sud de la zone euro³, afin d'entrevoir leur capacité à réduire leurs déséquilibres extérieurs.

Encadré 1

Le Pacte pour l'euro plus vise à renforcer le pilier économique de l'union monétaire à travers quatre objectifs :

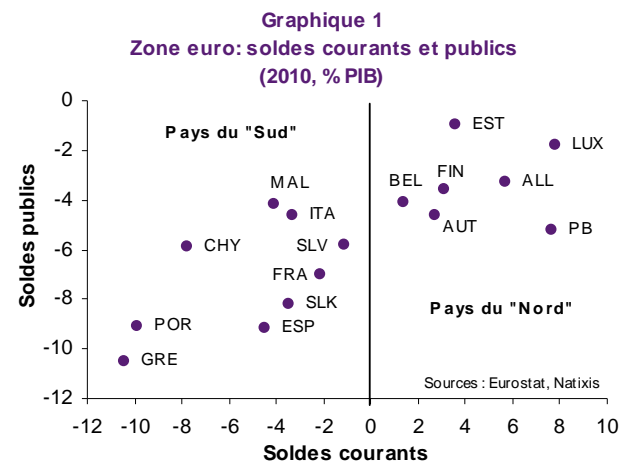
- **favoriser la compétitivité** : les progrès seront évalués sur la base de l'évolution des salaires et de la productivité ainsi que des besoins d'ajustement en matière de compétitivité ;
- **favoriser l'emploi** : les progrès dans ce domaine seront évalués sur la base des taux de chômage de longue durée et des jeunes, ainsi que des taux de participation au marché du travail ;
- **mieux contribuer à la viabilité des finances publiques** : la plus grande attention sera apportée à la viabilité des systèmes de retraite, de santé et de protection sociale, ainsi qu'aux règles budgétaires figurant dans le pacte de stabilité et de croissance que les États membres participants s'engagent à traduire dans leur législation nationale ;
- **renforcer la stabilité financière** : réforme globale du cadre européen de supervision et de régulation du secteur financier (législation nationale en matière de résolution des défaillances bancaires, conduite de tests stricts de résistance des banques) ; par ailleurs, le niveau de l'endettement des banques, des ménages et des entreprises non financières sera suivi de près pour chaque État membre.

Une attention particulière sera en outre portée à la *coordination des politiques fiscales*.

¹ Voir, entre autres : Flash 2011-108 : Désindustrialisation, déficits extérieurs et insolvabilité budgétaire : une clarification des liens.

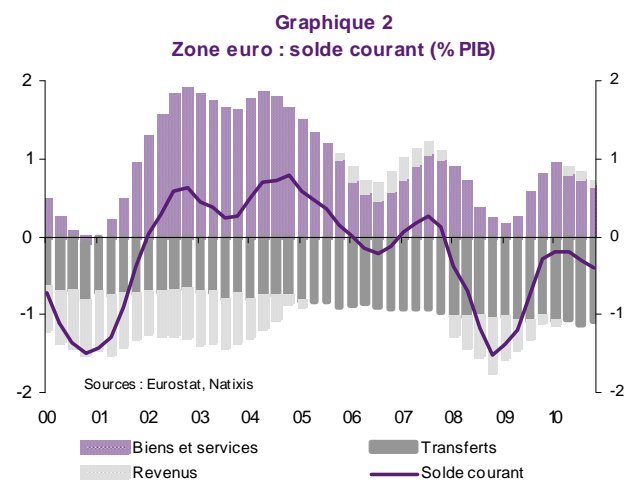
² Public dans le cas grec.

³ Dans ce qui suit, les pays dits du « Nord » (resp. du Sud) de la zone euro sont ceux présentant des excédents (resp. des déficits) de leur balance courante.



Une lecture des balances courantes du Sud et du Nord de la zone euro

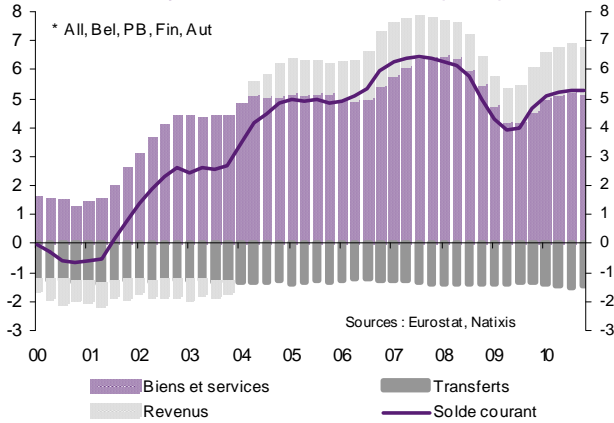
La balance courante de l'ensemble de la zone euro est à l'équilibre (en moyenne) depuis 2002 : la somme des excédents courants enregistrés avant la crise compense en effet exactement les déficits courants (en passe de se refermer) observés depuis l'entrée de l'Union en récession. Les fluctuations du solde courant reflètent naturellement principalement celles du solde commercial (balance des biens⁴), mais aussi, sur la période récente, celles de la balance des revenus (**graphique 2**). Celle-ci s'est en effet fortement creusée en 2007/2008 (près d'un point de PIB sur deux ans) sous les effets conjugués de la baisse du solde des revenus de titres i/de créance au Sud et ii/de participation au Nord, reflet de la structure des positions extérieures nettes des pays de l'Union et des évolutions des marchés obligataires et boursiers sur la période.



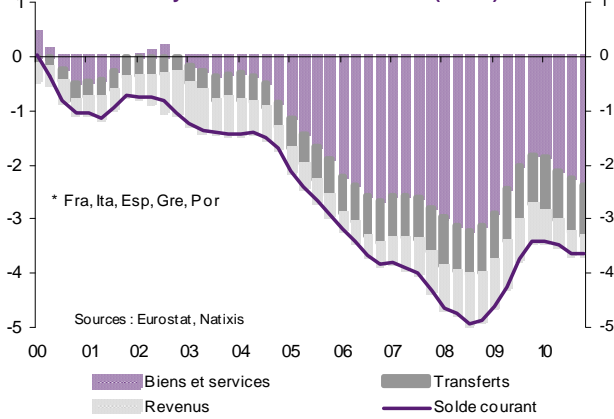
Cet équilibre moyen recouvre néanmoins une très forte hétérogénéité – abondamment documentée s'agissant de la balance des biens et services – entre pays du Nord et pays du Sud de la zone euro (**graphiques 3 et 4**).

⁴ La balance des services est globalement stable depuis fin 2002

Graphique 3
Pays du Nord* : solde courant (% PIB)

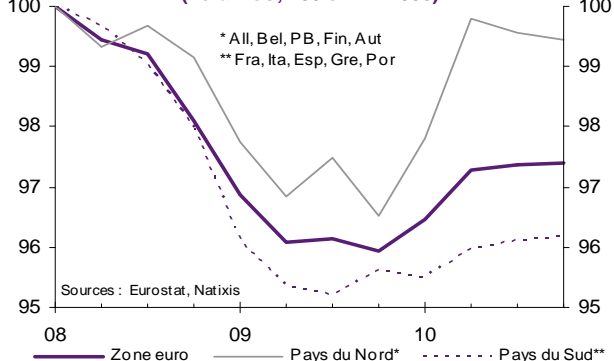


Graphique 4
Pays du Sud* : solde courant (% PIB)

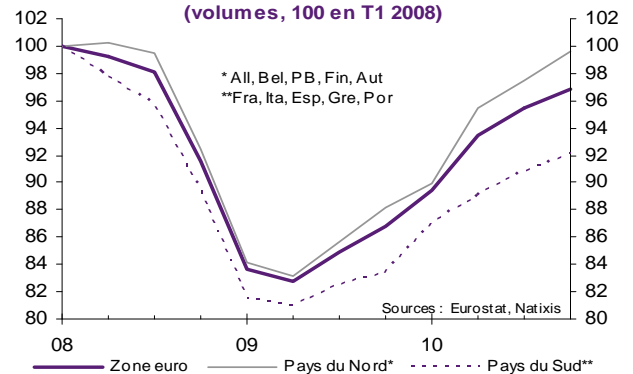


Sur la période récente, la résorption des déficits courants des pays du Sud est surtout imputable au recul puis à l'atonie persistante de la demande intérieure (graphique 5), tandis que le redressement des excédents courants des pays du Nord est lié au très net rebond des exportations depuis près de deux ans (désormais proches de leur niveau d'avant crise, graphique 6).

Graphique 5
Zone euro : demande intérieure (volumes, 100 en T1 2008)



Graphique 6
Zone euro : exportations (volumes, 100 en T1 2008)

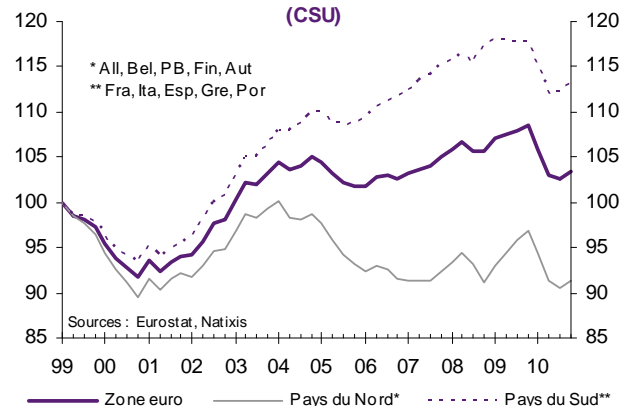


Les excédents de services – relativement stables et pour l'essentiel liés au tourisme⁵ – réalisés par les pays du Sud compensant (à peu près) les déficits enregistrés côté revenus et transferts courants, un retour à l'équilibre de leur balance courante passe donc par celui de la balance des biens (toujours déficitaire de plus de 3 points de PIB). Une telle hausse des exportations de biens dans le PIB des pays du Sud est-elle envisageable ?

Un ajustement « par le haut » est-il possible ?⁶

Etant donné les pertes de compétitivité cumulées par les pays du Sud depuis la création de l'Union (graphique 7), et vu l'état très avancé de leur désindustrialisation⁷, un accroissement de l'ordre de trois points de pourcentage des exportations dans le PIB des pays du Sud nous semble assez invraisemblable à moyen terme.

Graphique 7
Zone euro : taux de change effectif réel (CSU)



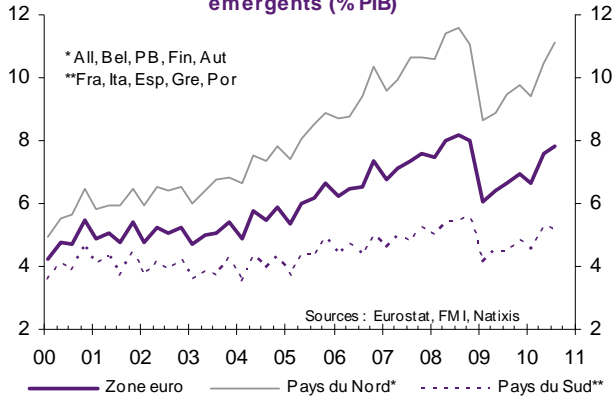
⁵ Les excédents de la balance touristique représentent plus de la moitié des excédents de services des pays du Sud (3,2 points de PIB en Grèce, 2,7 points au Portugal, 2,5 points en Espagne...)

⁶ Voir, aussi, Flash 2011-267: « le mythe de la « sortie par le haut ».

⁷ L'emploi manufacturier représente moins de 15% de l'emploi total dans les pays du Sud (un peu plus de 15% pour la valeur ajoutée), contre 17% dans les pays du Nord (plus de 20% pour la valeur ajoutée).

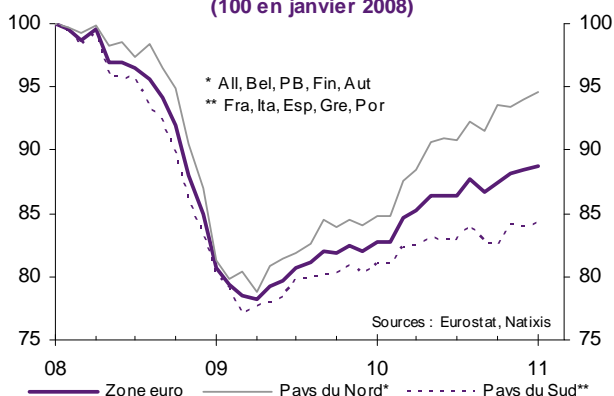
Alors que la croissance et les échanges mondiaux sont de moins en moins le fait des pays développés, la structure géographique des exportations des pays du Sud leur est en outre structurellement défavorable (**graphique 8**).

Graphique 8
Zone euro: exportations vers les pays émergents (% PIB)



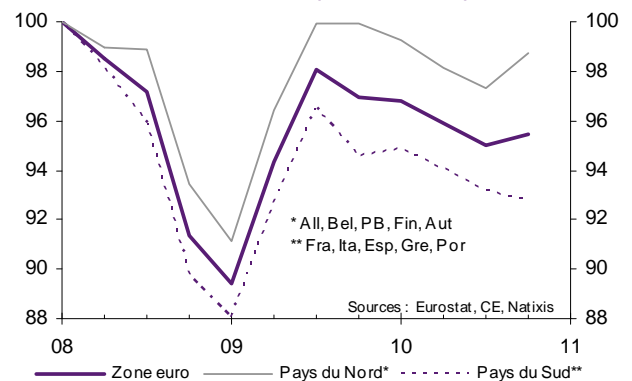
Plus inquiétant, les destructions de capacités de production manufacturière semblent avoir été particulièrement massives dans les pays du Sud. Si le moindre rebond de la production (**graphique 9**) peut se comprendre dans un contexte de faiblesse de la demande globale adressée à ces pays (intérieure et externe), le rebond concomitant (et d'ampleur comparable à celui observé dans les pays du Nord) des taux d'utilisation des capacités de production signale selon nous d'importantes destructions de capacités.

Graphique 9
Zone euro: production manufacturière (100 en janvier 2008)



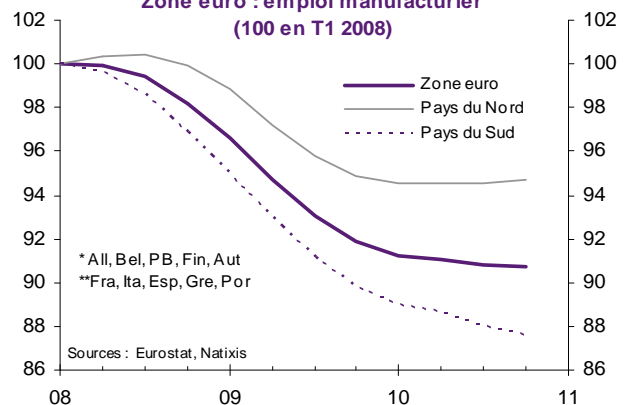
Si ces destructions de capacités restent naturellement peu évidentes à chiffrer de manière précise et rigoureuse, il nous semble néanmoins qu'on puisse les estimer, certes approximativement, par l'évolution du ratio de la production sur le taux d'utilisation des capacités de production manufacturière. Ainsi, alors que les destructions de capacités semblent à peu près nulles dans les pays du Nord, celles-ci paraissent non seulement très substantielles mais aussi toujours d'actualité dans les pays du Sud (**graphique 10**).

Graphique 10
Zone euro: proxy de capacités de production manufacturière (100 au T1 2008)



L'évolution de l'emploi dans les pays du Sud et du Nord plaide également dans ce sens, avec une perte d'emplois manufacturiers – par ailleurs toujours en cours – de plus de 12% au Sud (5% au Nord) (**graphique 11**).

Graphique 11
Zone euro: emploi manufacturier (100 en T1 2008)



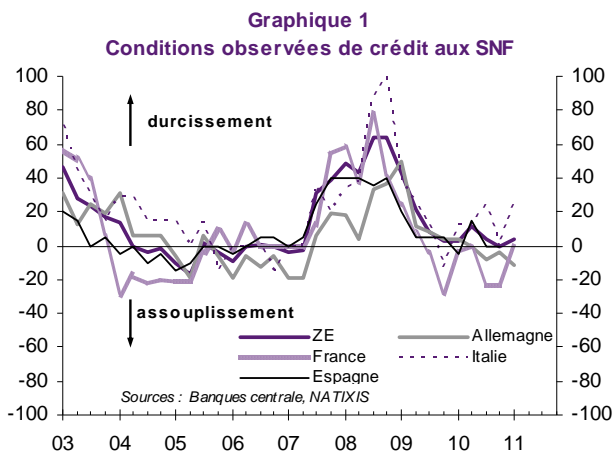
Pays du Nord et pays du Sud ne constituant assurément pas deux blocs parfaitement homogènes⁸, nous reviendrons ultérieurement sur ces problématiques (balances courantes et capacités manufacturières) pour chacun des dix pays sous revue. En l'état actuel des choses, il nous semble d'ores et déjà possible de conclure que la correction des déséquilibres extérieurs des pays du Sud se fera pour l'essentiel par la contraction de leur demande intérieure. Dit autrement, si la correction des déséquilibres budgétaires des pays du Sud ne nous semble pas impossible, celle-ci ne passera vraisemblablement pas par la convergence des modèles de croissance des pays du Nord et du Sud de l'Union. Celle-ci ne nous semble en effet guère envisageable, en tout cas à court terme, ni par ailleurs souhaitable à plus long terme⁹.

⁸ La France se distingue par exemple assez nettement des autres pays du Sud en termes de performance à l'export, d'emploi et, surtout, de destructions de capacités de production, tandis que la Finlande semble se détacher des pays du Nord (voir Flash à paraître).

⁹ Sur ce sujet, voir par exemple Flash 2011-305 : « Séparer la bonne de la mauvaise hétérogénéité dans la zone euro ».

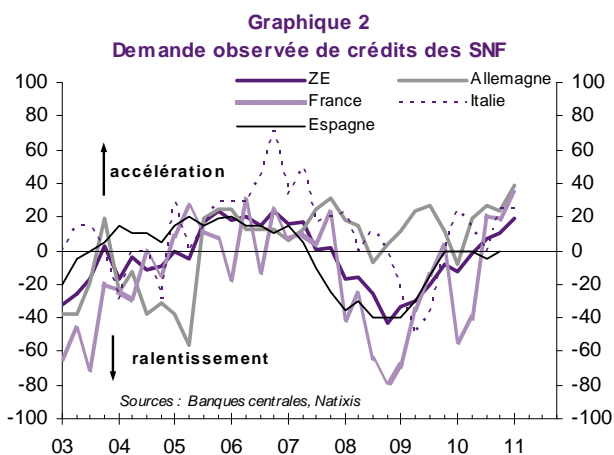
Focus : resserrement hétérogène des conditions de crédit

La dernière livraison du Bank Lending Survey (BLS) en zone euro a révélé un léger resserrement des conditions d'octroi de crédits aux entreprises au cours du premier trimestre. Néanmoins, le détail des enquêtes menées dans les quatre grands pays de l'Union montre des disparités significatives, avec la poursuite de l'assouplissement en Allemagne et du durcissement en Italie, la France étant dans une situation intermédiaire (fin de l'assouplissement mais pas encore de durcissement) (**graphique 1**).

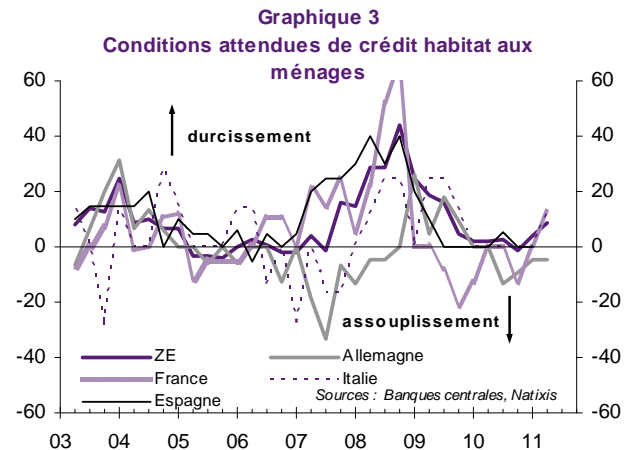


Ce sont principalement le durcissement des conditions d'accès aux marchés de financement et la position en termes de liquidités qui expliquent le comportement légèrement plus restrictif des banques sur le trimestre. Par la suite, les banques françaises et italiennes n'anticipent pas de nouveau resserrement des conditions de crédit, contrairement aux banques allemandes qui prévoient un léger durcissement au deuxième trimestre.

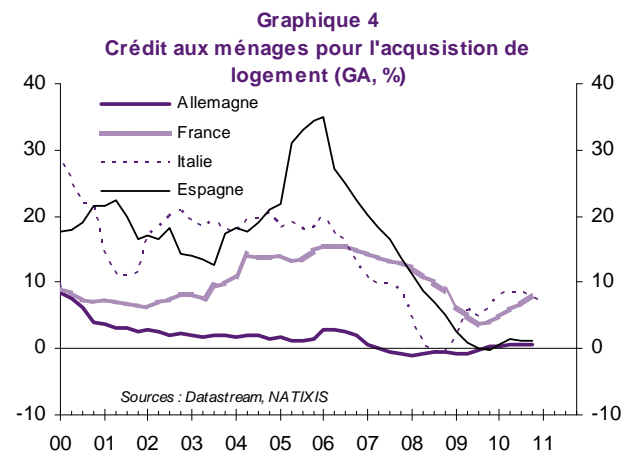
Côté demande, l'accélération qui, selon les pays, a débuté entre le deuxième et le troisième trimestre 2010, se poursuit (**graphique 2**). Le fait nouveau est que, désormais, au motif de financement des stocks s'ajoute le souhait de financer des dépenses d'investissement. Ceci n'est toutefois pas (encore) visible en termes de production (nouveaux flux).



Les conditions de crédits aux ménages pour l'acquisition de logement et la consommation se durcissent en revanche très nettement dans la plupart des grands pays, sauf en Allemagne où elles continuent de s'assouplir pour le quatrième trimestre consécutif (**graphique 3**).



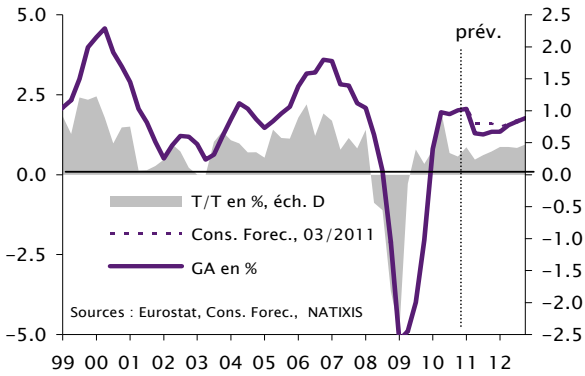
En termes de nouveaux flux, le rebond observé en Italie et surtout en France devrait donc être parvenu à son terme¹⁰, les encours progressant actuellement à un rythme proche de 10% par an (**graphique 4**).



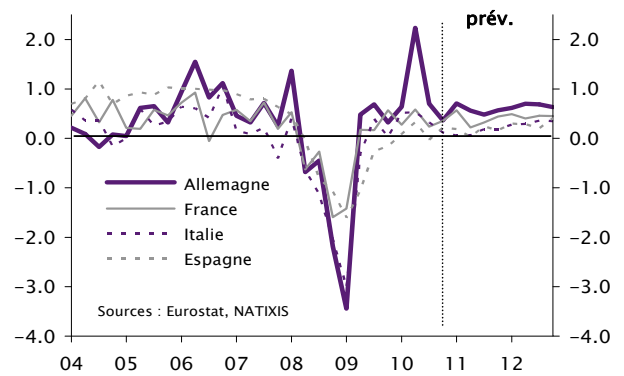
Il nous semble assez cohérent, face au durcissement de l'offre, que les banques européennes anticipent un ralentissement de la demande pour crédit des ménages au cours des prochains trimestres. Ici encore, l'Allemagne fait figure d'exception en étant le seul des quatre grands pays où les banques anticipent une demande de crédits (consommation et habitat) relativement dynamique. Conformément aux raisons généralement avancées par les banques européennes pour durcir les conditions de crédits aux ménages (dégradation de leur situation financière), il n'y a en effet qu'en Allemagne que les ménages se trouvent dans une position favorable (accélération des salaires, faible taux de chômage...), ce qui explique probablement leur plus grand appétit actuel pour le crédit.

¹⁰ En raison, notamment, de la hausse des taux de crédit habitat et de la disparition de certains dispositifs d'aide à l'accession.

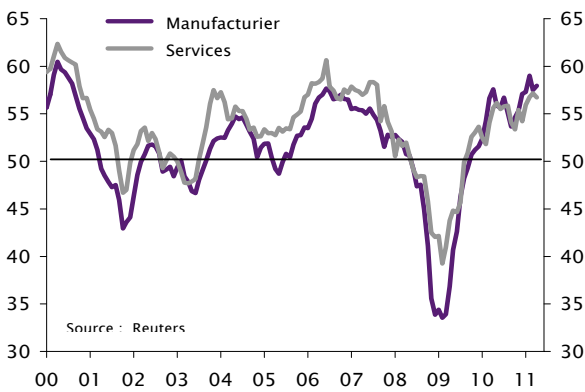
PIB zone euro



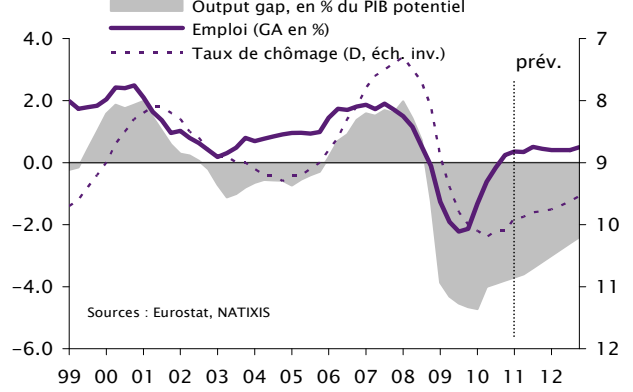
PIB: les 4 grands pays de la zone euro (T/T, %)



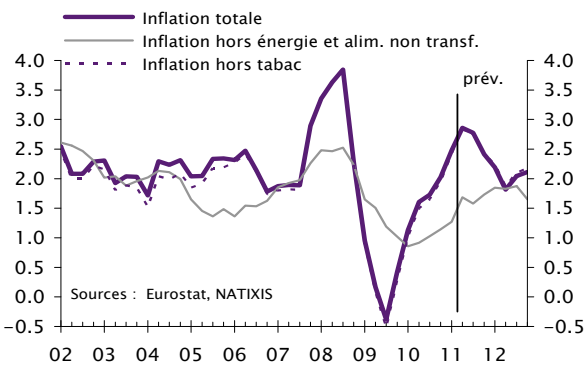
Indices PMI zone euro



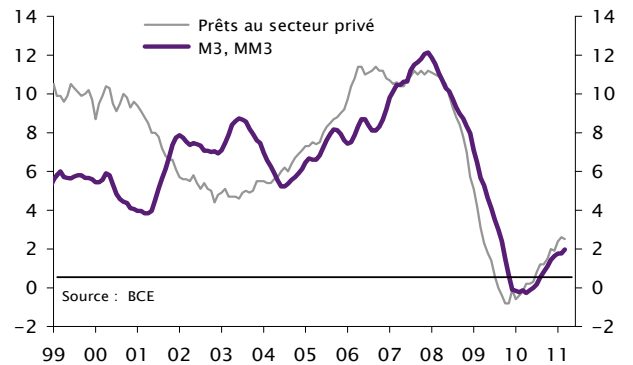
Marché du travail zone euro et output gap



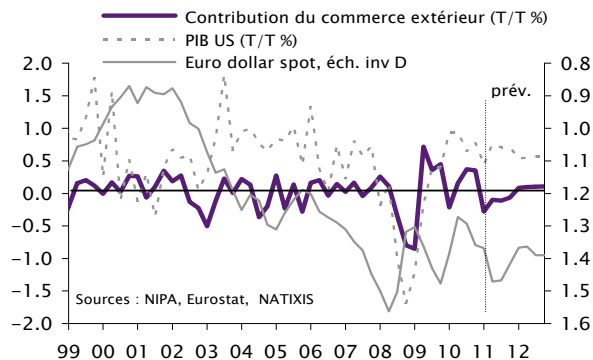
Prix à la consommation (moy. trim.)



M3 et crédits au secteur privé (GA en %)



Commerce extérieur, change et croissance US



Taux de change et balance courante zone euro

