

Flash Economie

22 novembre 2018 - 1332

L'inexorable croissance de l'hétérogénéité structurelle de la zone euro

Les pays de la zone euro sont confrontés aujourd'hui :

- à l'impossibilité de sortir de l'euro, avec la taille très importante des dettes extérieures brutes en euros ;
- à l'absence de mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro ;
- à l'impossibilité de corriger un handicap de compétitivité-coût (les dévaluations internes sont très coûteuses, les dévaluations fiscales de trop petite taille).

Si un pays de la zone euro est en difficulté avec sa compétitivité-coût ou avec la faiblesse de l'investissement, rien ne vient donc corriger cette difficulté : le pays ne peut pas sortir de l'euro et dévaluer, il ne reçoit pas de capitaux depuis les autres pays de la zone euro qui soutiendraient l'investissement, il ne peut pas améliorer sa compétitivité-coût : la divergence vers le bas du revenu de ce pays (l'Italie par exemple) ne peut pas être arrêtée.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

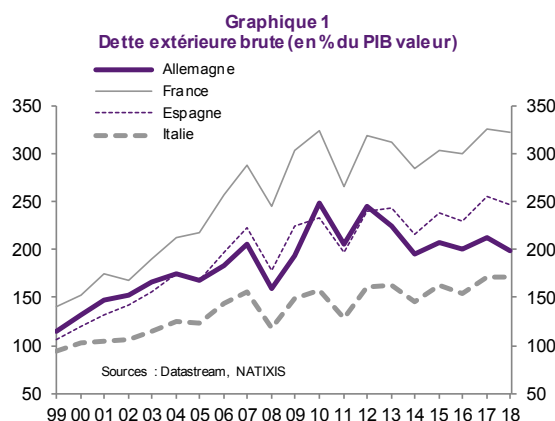
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Les trois difficultés que rencontrent les pays de la zone euro

1 – Impossibilité de sortir de l’euro

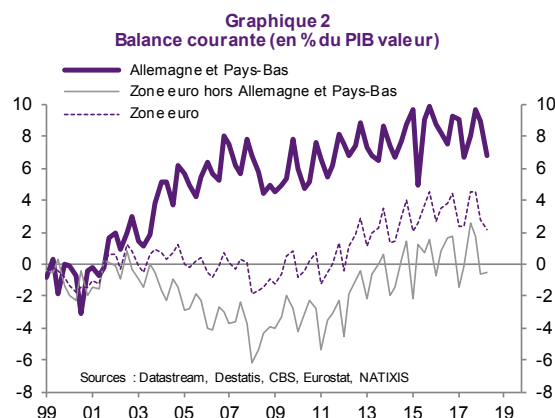
Les pays de la zone euro (nous prenons les exemples des quatre plus grands pays, Allemagne, France, Espagne, Italie) ont accumulé des dettes extérieures brutes très importantes, essentiellement en euros (graphique 1).



Ceci rend impossible pour ces pays la sortie de l’euro et la dévaluation de leur taux de change, qui rendraient insupportable, dans la nouvelle monnaie nationale, le poids de la dette extérieure.

2 – Absence de mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro

Depuis la crise de la zone euro de 2010-2013, la mobilité des capitaux s’est arrêtée entre les pays de la zone euro. Ceci se voit au fait que les excédents extérieurs de l’Allemagne et des Pays-Bas n’ont plus comme contrepartie les déficits extérieurs des autres pays mais un excédent extérieur global de la zone euro (graphique 2).



Ceci veut dire que les pays de la zone euro qui ont un déficit d’investissement ne peuvent plus attirer l’épargne des autres pays pour soutenir leur investissement.

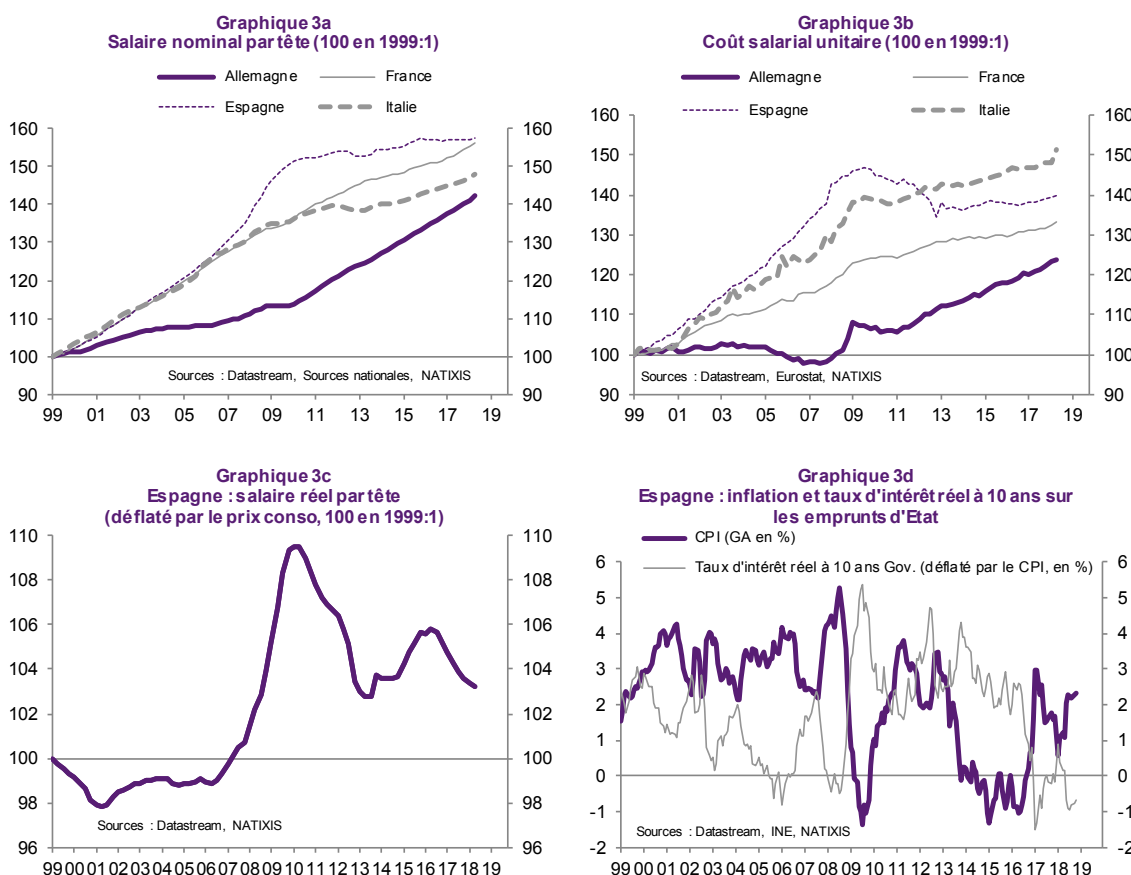
3 – L'impossibilité de corriger un handicap de compétitivité-coût

Si un pays a un handicap de compétitivité-coût, il peut en principe :

- utiliser une dévaluation interne, une baisse de ses coûts salariaux. C'est ce qu'a fait l'Espagne depuis 2009 (graphiques 3a/b) ;

Mais le coût d'une dévaluation interne est très important comme on l'a vu pour l'Espagne : recul du pouvoir d'achat (graphique 3c), baisse de l'inflation et hausse du taux d'intérêt réel (graphique 3d).

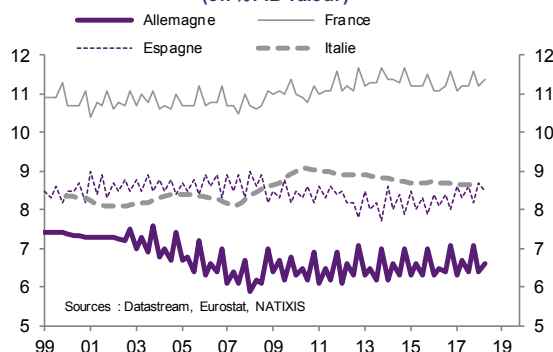
Ce coût très important d'une dévaluation interne décourage légitimement les pays de la zone euro à l'utiliser.



- utiliser une dévaluation fiscale : une baisse des cotisations sociales des entreprises et une hausse des impôts indirects (de la TVA) ; mais une dévaluation fiscale ne peut être que de petite taille, le potentiel de baisse des cotisations sociales des entreprises étant limité (graphique 4).

Il résulte de tout cela qu'un pays de la zone euro, en réalité, ne peut pas corriger un handicap de compétitivité-coût.

Graphique 4
Cotisations sociales des entreprises
(en % PIB valeur)

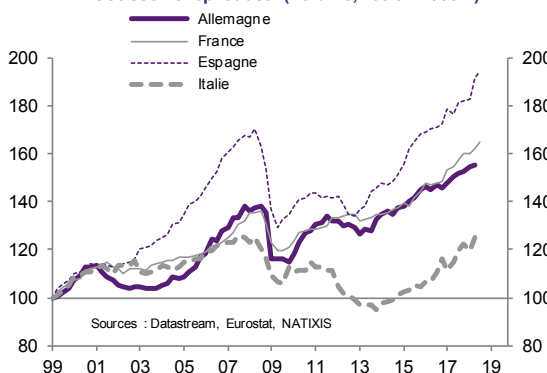


Un pays en difficulté de la zone euro ne peut donc pas sortir de ses difficultés

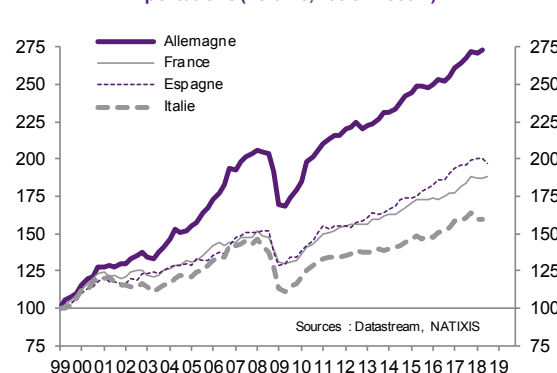
Nous allons ici prendre l'exemple de l'Italie. L'Italie souffre :

- d'un problème de compétitivité-coût (graphiques 3a/b plus haut) ;
- de la faiblesse de l'investissement des entreprises (graphique 5) ;
- en conséquence d'un problème de demande (recul des parts de marché à l'exportation, graphique 6) et d'un problème d'offre (stagnation des gains de productivité, graphique 7).

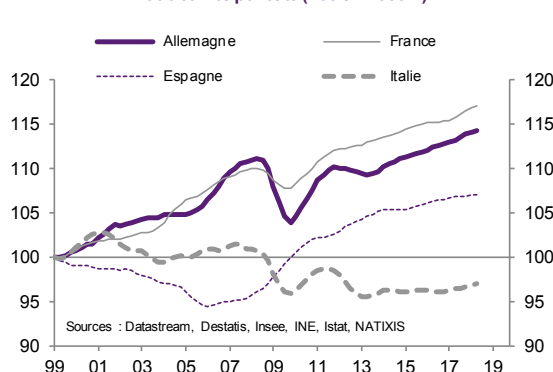
Graphique 5
Investissement productif (volume, 100 en 1999:1)



Graphique 6
Exportations (volume, 100 en 1999:1)



Graphique 7
Productivité par tête (100 en 1999:1)



Mais les problèmes de fonctionnement de la zone euro vus plus haut empêchent que l'Italie puisse améliorer sa situation :

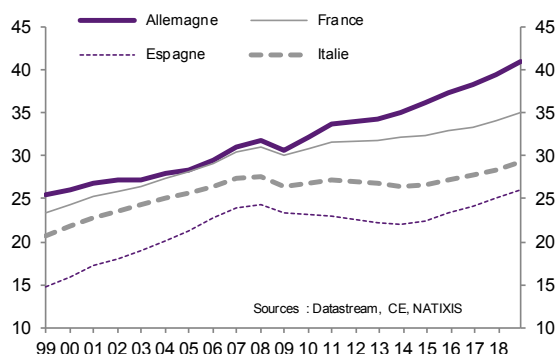
- l'Italie ne peut pas quitter la zone euro pour améliorer sa compétitivité ;
- l'Italie ne peut pas améliorer sa compétitivité-coût par une dévaluation interne (trop coûteuse) ou par une dévaluation fiscale (de trop petite taille) ;
- l'Italie ne peut pas attirer des capitaux depuis les autres pays de la zone euro pour soutenir ses investissements d'entreprises.

Synthèse : l'hétérogénéité de la zone euro va inexorablement s'accroître

Un pays en difficulté de la zone euro (avec sa compétitivité-coût, avec son niveau d'investissement) **ne peut pas sortir de ses difficultés** : il ne peut pas sortir de la zone euro, l'épargne ne circule plus entre les pays de la zone euro, améliorer la compétitivité-coût est très difficile ou impossible.

Ceci implique qu'un pays dont le revenu, relativement aux autres pays de la zone euro, commence à diminuer ne peut pas arrêter cette diminution : **la divergence des revenus entre les pays de la zone euro (graphiques 8a/b) devient irréversible.**

Graphique 8a
PIB par habitant en milliers d'euros



Graphique 8b
PIB par habitant en euros
(en % du PIB par habitant de l'Allemagne)

