

Flash Economie


2 janvier 2019 - 1

Le choix impossible des pays en difficulté de la zone euro

Les pays en difficulté de la zone euro (Italie, peut-être même France) sont confrontés aujourd'hui au choix entre :

- sortir de l'euro et déprécier leur taux de change, ce qui entraînerait de fortes difficultés et même des défauts pour tous les agents économiques (Etats, entreprises, banques) qui ont une dette extérieure en euros ;
- rester dans l'euro et subir :
 - l'impossibilité de monétiser les déficits publics, donc une forte hausse des taux d'intérêt lorsque la politique budgétaire devient plus expansionniste ;
 - l'impossibilité de corriger un handicap de compétitivité-coût autrement que par une dévaluation interne, c'est-à-dire par la baisse des salaires ;
 - la concurrence des pays qui ont mis en place une dévaluation interne (comme l'Espagne).

Sortir de l'euro est donc catastrophique, mais rester dans l'euro peut être catastrophique aussi.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

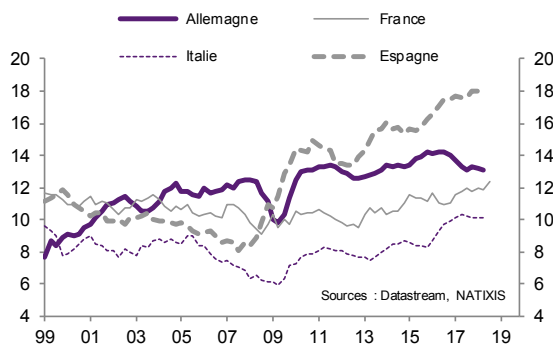
www.research.natixis.com

L'Italie et à moindre degré la France sont en difficulté

Quand on regarde les situations économiques de l'Italie et de la France, on voit :

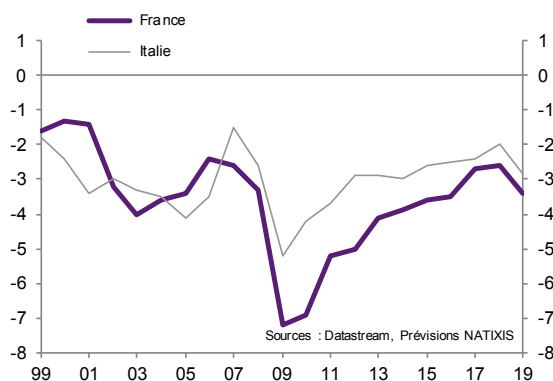
- la faiblesse de la profitabilité des entreprises (graphique 1) ;

Graphique 1
Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB valeur)



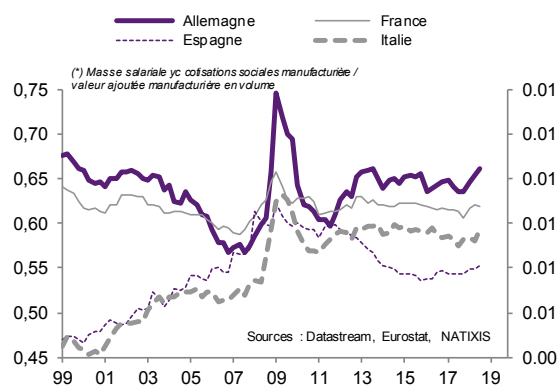
- la pression à l'augmentation des déficits publics avec la volonté de soutenir la demande, le pouvoir d'achat (graphique 2) ;

Graphique 2
Déficit public (en % du PIB valeur)

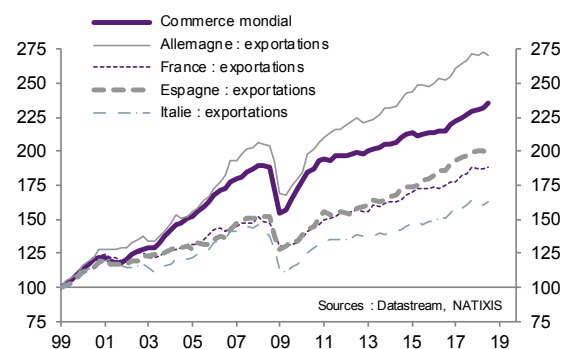


- la dégradation de la compétitivité-coût (graphique 3a) et les pertes de parts de marché (graphique 3b) ;

Graphique 3a
Niveau de coût salarial unitaire manufacturier*

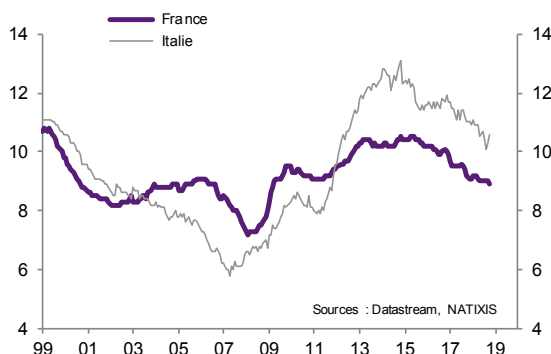


Graphique 3b
Commerce mondial et exportations
(volume, 100 en 1999:1)



- le niveau élevé du chômage structurel (graphique 4).

Graphique 4
Taux de chômage (en %)

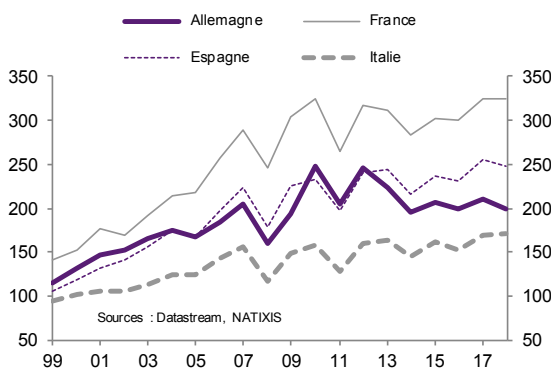


On voit donc les difficultés assez sévères auxquelles l'Italie et la France sont confrontées. Quelles peuvent alors être les stratégies de ces deux pays vis-à-vis de l'euro ?

Pour les pays en difficulté de la zone euro, sortir de l'euro serait une catastrophe mais rester dans l'euro pourrait être une catastrophe aussi

- 1- Les pays de la zone euro ont des dettes extérieures brutes, essentiellement en euros, très importantes (graphique 5).

Graphique 5
Dettes extérieures brutes (en % du PIB valeur)

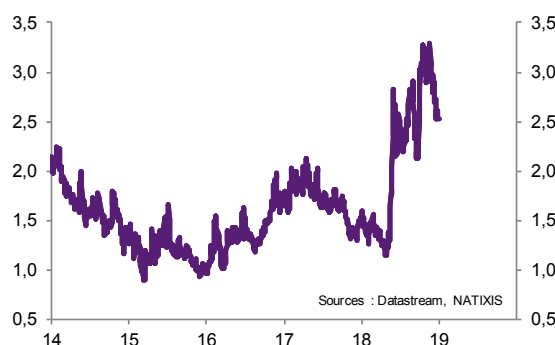


Sortir de l'euro et dévaluer conduirait à une hausse insupportable du poids des dettes extérieures en euros pour les entreprises, les banques. Ces emprunteurs ne peuvent pas convertir leurs dettes en monnaie nationale (ce serait un défaut), et seraient donc menacés de faillite par la hausse de la valeur en monnaie nationale de leur dette extérieure.

2- Mais rester dans l'euro conduit aussi à une situation très dangereuse pour les pays en difficulté avec :

- **l'impossibilité de monétiser les déficits publics**, donc la hausse rapide des taux d'intérêt à long terme lorsque le déficit public augmente, comme on le voit aujourd'hui en Italie (graphique 2 plus haut, **graphique 6**) ;

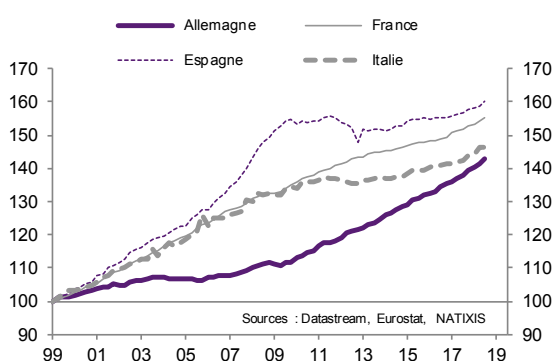
Graphique 6
Ecart des taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat entre l'Italie et l'Allemagne (en %)



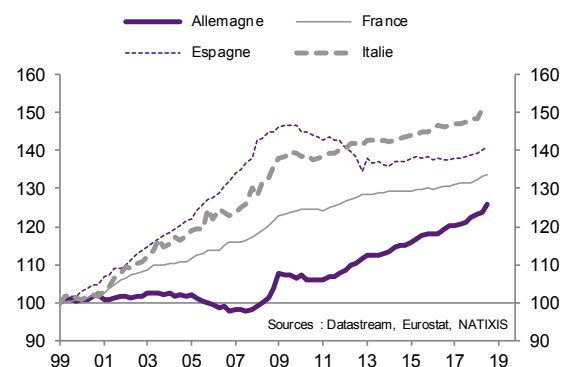
- **l'impossibilité de compenser un handicap de compétitivité-coût** (comme celui de la France et de l'Italie, graphiques 3a/b plus haut) **autrement que par une dévaluation interne, c'est-à-dire par la compression des salaires**, comme on l'a vu en Espagne (graphique 3a plus haut, **graphiques 7a/b**).

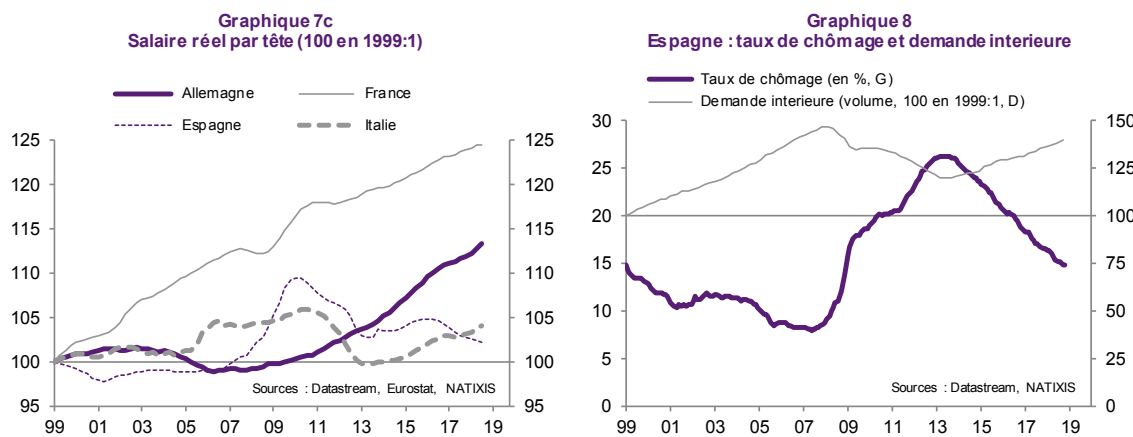
La compression des salaires, le recul du pouvoir d'achat des salaires (**graphique 7c**) a un coût économique très important (perte de consommation, d'emploi) comme on l'a vu en Espagne (**graphique 8**) ;

Graphique 7a
Salaire nominal part tête (100 en 1999:1)



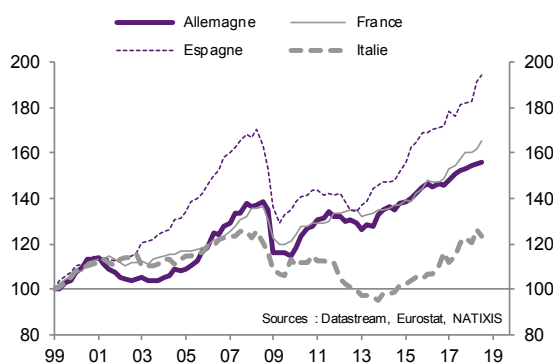
Graphique 7b
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)





- **la concurrence des pays qui ont mis en place des dévaluations internes** : la dévaluation interne de l'Espagne y fait progresser les exportations (graphique 3b plus haut) et l'investissement (**graphique 9**) au détriment de la France et de l'Italie.

Graphique 9
Investissement productif (volume, 100 en 1999:1)



Synthèse : tous les choix sont mauvais

Si un pays de la zone euro est en difficulté :

- **s'il sort de l'euro**, il met en grande difficulté tous les agents économiques avec une dette extérieure (banques, entreprises...);
- **s'il reste dans l'euro**, il ne peut pas monétiser ses déficits publics, il ne peut améliorer sa compétitivité que par une dévaluation interne, c'est-à-dire par la compression des salaires.

Les deux choix (sortir de l'euro, rester dans l'euro) sont donc mauvais pour un pays en difficulté de la zone euro.