

Flash Economie


28 mars 2018 - 332

La zone euro organise structurellement la divergence des pays

La zone euro a plusieurs caractéristiques qui organisent de manière structurelle la divergence des situations économiques des pays membres :

- le fait que la politique monétaire est commune implique bien sûr que les pays dont l'économie est plus faible que celle de la moyenne de la zone euro ont une politique monétaire plus restrictive ;
- l'absence de budget fédéral et la nécessité pour chaque pays d'équilibrer ses finances publiques implique qu'un pays en difficulté doit stabiliser son économie et finalement réduire ses déficits publics sans recevoir d'aide des autres pays ;
- les écarts de compétitivité-coût se corrigent beaucoup plus par la rigueur salariale dans les pays en difficulté que par la croissance plus rapide des salaires dans les pays à compétitivité forte : l'ajustement des compétitivités, comme l'ajustement des finances publiques, est asymétrique, est uniquement à la charge des pays en difficulté ;
- les spécialisations productives divergent, ce qui est normal dans une Union Monétaire ;
- la disparition à partir de 2010 de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro implique que les pays à excédent d'épargne ne financent plus les projets d'investissement des pays à capital par tête plus faible, donc ne contribuent plus à la convergence des revenus par tête.

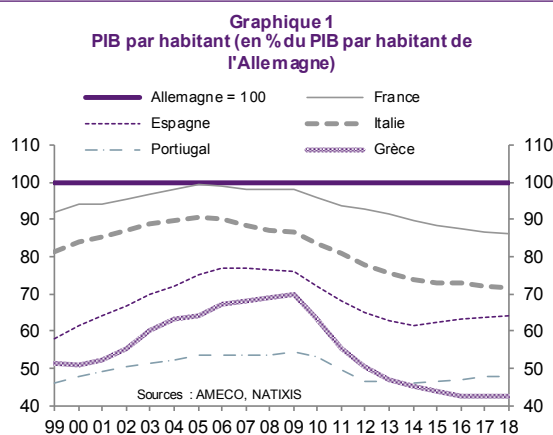
La zone euro est donc aujourd'hui une « machine » à fabriquer la divergence des niveaux de vie entre les pays membres.

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

www.research.natixis.com

Nous nous demandons si la zone euro n'organise pas la divergence des économies des pays membres

On a observé depuis la crise de 2008-2009 la divergence des revenus par tête entre les pays de la zone euro (graphique 1).



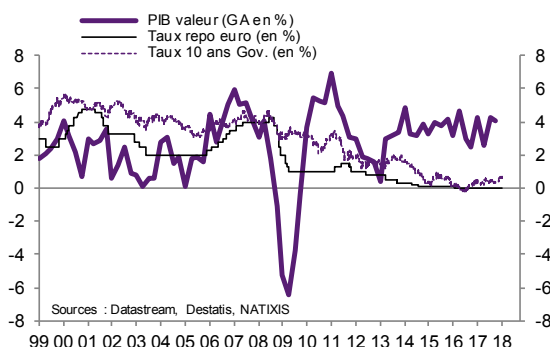
Nous pensons qu'effectivement la zone euro organise la divergence des économies des pays membres, pour 5 raisons :

- le fonctionnement normal de la politique monétaire commune ;
- l'absence de budget fédéral ;
- le processus asymétrique de correction des handicaps de compétitivité-coût ;
- la divergence, normale, des spécialisations productives ;
- la disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro.

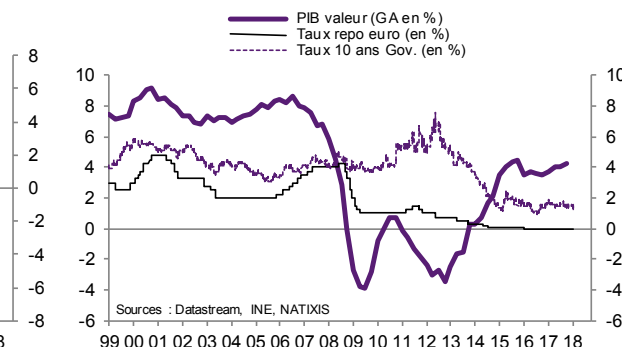
Première cause de la divergence des économies de la zone euro : la politique monétaire commune

Ce facteur de divergence est évident et inévitable : **puisque la politique monétaire est commune, elle est stimulante dans les pays en croissance supérieure à la moyenne de la zone euro, elle est restrictive dans les pays en croissance inférieure à la moyenne de la zone euro**, ce qui accroît la divergence entre les économies. On a vu ainsi que la politique monétaire, avant la crise, était stimulante en Espagne et restrictive en Allemagne ; aujourd'hui, elle est stimulante en Espagne et en Allemagne, restrictive en Italie (**graphiques 2 a/b/c**).

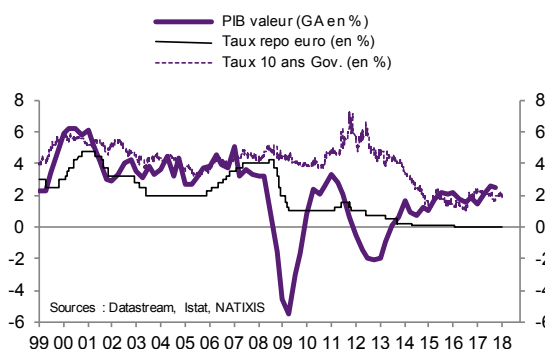
Graphique 2a
Allemagne : PIB valeur, taux repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 2b
Espagne : PIB valeur, taux repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



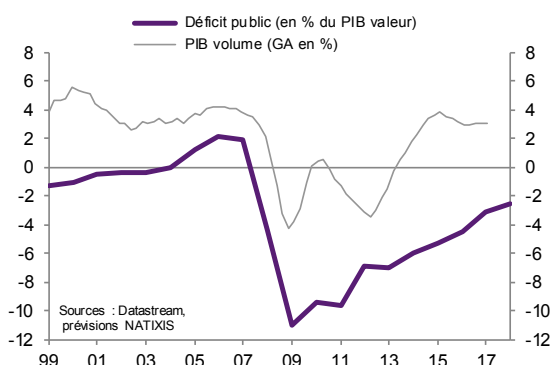
Graphique 2c
Italie : PIB valeur, taux repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



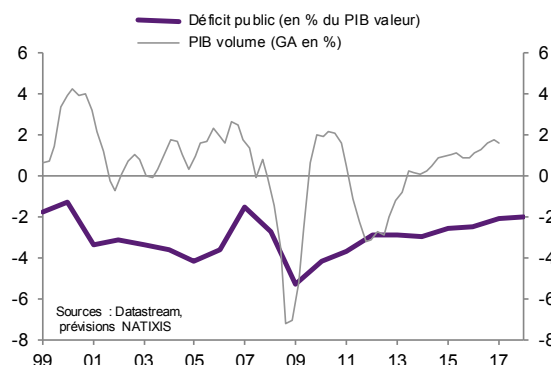
Deuxième cause de la divergence des économies de la zone euro : l'absence de budget fédéral

Le budget fédéral (commun) est d'extrêmement petite taille dans la zone euro. Ceci veut dire qu'un pays en difficulté doit d'abord soutenir son économie puis réduire son déficit public sans recevoir d'aide des autres pays, ce qui aggrave évidemment ses difficultés. Ceci s'est clairement vu de 2008 à 2014, pendant la récession et la crise de la zone euro, dans les pays périphériques de la zone euro (graphiques 3 a/b/c).

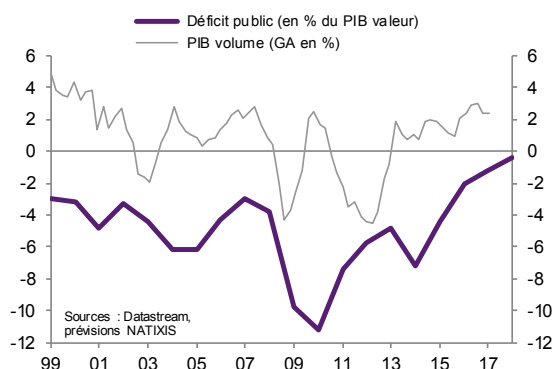
Graphique 3a
Espagne : déficit public et PIB volume



Graphique 3b
Italie : déficit public et PIB volume



Graphique 3c
Portugal : déficit public et PIB volume



Troisième cause de la divergence des économies de la zone euro : la correction des écarts de compétitivité est asymétrique

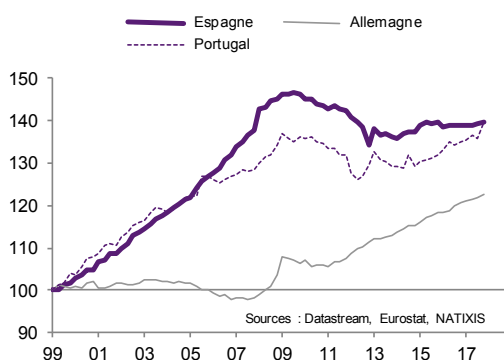
Lorsqu'un pays de la zone euro a une compétitivité-coût dégradée, un déficit extérieur, il doit finalement mener une politique salariale restrictive, baisser ses coûts salariaux pour rétablir sa compétitivité, ce qui, initialement dégrade encore plus son économie.

Lorsqu'un pays de la zone euro a une compétitivité-coût forte, un excédent extérieur, ses salaires accélèrent peu et il conserve son avantage de compétitivité.

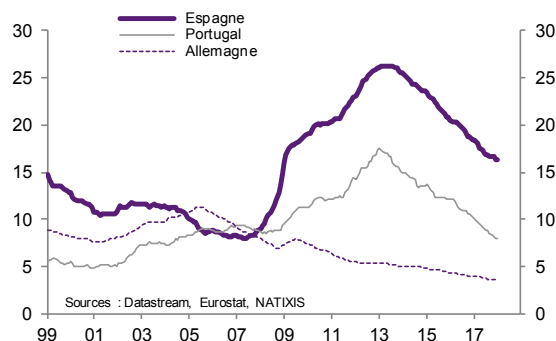
L'ajustement des compétitivités-coût est donc asymétrique : il est essentiellement à la charge des pays en difficulté, ce qui aggrave encore plus leurs difficultés et accroît l'hétérogénéité entre les pays.

On peut donner ici l'exemple de l'ajustement brutal à la baisse des coûts salariaux unitaires en Espagne et au Portugal après la crise, de la faible accélération des coûts salariaux unitaires en Allemagne (graphique 4a) malgré la bonne situation économique de l'Allemagne (graphique 4b) et ses excédents extérieurs (graphique 4c).

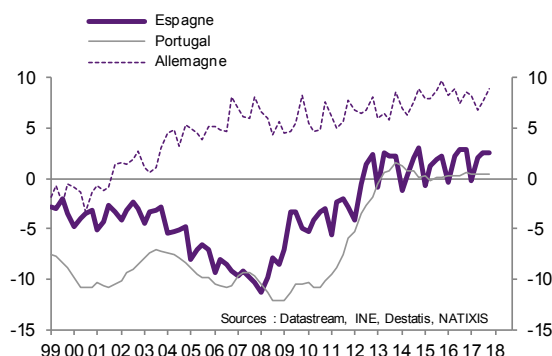
Graphique 4a
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



Graphique 4b
Taux de chômage (en %)



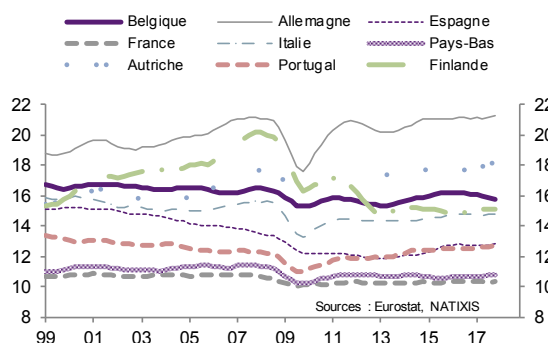
Graphique 4c
Balance courante
(en % du PIB valeur)



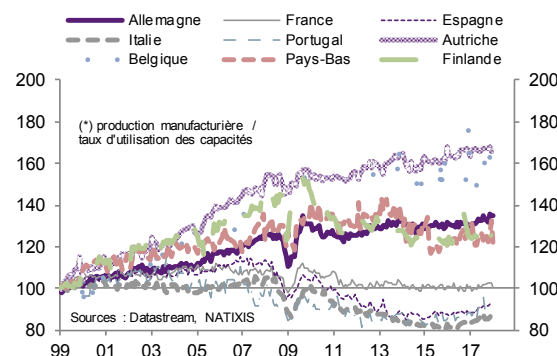
Quatrième cause de la divergence des économies de la zone euro : la divergence des spécialisations productives

Comme il est normal dans une Union Monétaire, **les pays peuvent exploiter facilement leurs avantages comparatifs**, avec la disparition du risque de change, **ce qui conduit à la divergence des spécialisations productives**. Les **graphiques 5 a/b** montrent par exemple, l'exemple important de la divergence des poids de l'industrie.

Graphique 5a
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier
(en % du PIB volume)



Graphique 5b
Capacité de production manufacturière*
(100 en 1999:1)

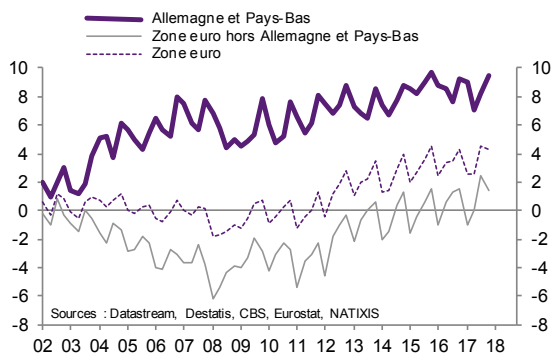


Cinquième cause de la divergence des économies de la zone euro : la disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro

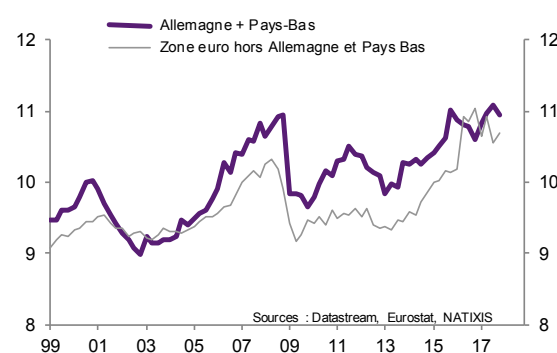
La crise de la zone euro à partir de 2010 a fait disparaître la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro. Les excédents extérieurs (les excédents d'épargne) de l'Allemagne et des Pays-Bas n'ont plus été prêtés aux autres pays de la zone euro et se sont donc transformés en excédents extérieurs de l'ensemble de la zone euro (**graphique 6a**).

Ceci implique que **les excédents d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas ne financent plus les investissements des pays de la zone euro où le revenu par tête est plus faible** (graphique 1 plus haut et **graphique 6b**), ce qui empêche la convergence des niveaux de vie.

Graphique 6a
Balance courante
(en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Investissement productif
(en % du PIB volume)



Synthèse : des causes de divergence inévitables dans une Union Monétaire, des causes liées au contexte institutionnel de la zone euro

La zone euro est donc une « machine » à fabriquer la divergence des Etats membres :

- par des mécanismes présents dans toutes les Unions Monétaires : rôle de la politique monétaire commune, divergence des spécialisations productives ;
- par des mécanismes spécifiques à la zone euro : absence de budget fédéral, caractère asymétrique de la correction des écarts de compétitivité-coût, disparition de la mobilité internationale des capitaux entre les pays de la zone euro.