

Flash Economie

28 février 2017 - 270

Deux problèmes profonds de la zone euro révélés par la situation de la Grèce

La situation présente de la Grèce et les débats autour de cette situation révèlent deux problèmes profonds de la zone euro, deux questions sur lesquelles il faut absolument réfléchir :

- peut-on utiliser une restructuration (un défaut partiel) des dettes souveraines de la zone euro lorsqu'elles sont excessives ? Ceux qui sont favorables à l'usage de restructurations mettent en avant les dangers de la politique budgétaire perpétuellement restrictive qu'impose l'absence de restructuration ; ceux qui rejettent les restructurations mettent en avant que la possibilité qu'elles soient utilisées va dégrader la qualité de toutes les dettes publiques en euros, va faire monter fortement les taux d'intérêt à long terme sur ces dettes, au point peut-être de fermer l'accès de certains pays aux marchés financiers, va réduire encore le nombre d'actifs financiers perçus comme étant sans risque ;
- d'où peut venir une croissance solide, quels sont les avantages comparatifs des pays périphériques « lointains » de la zone euro (Portugal, Grèce, Finlande) ? L'éloignement géographique pénalise ces pays et décourage les investissements. Comment y attirer des activités productives suffisamment sophistiquées ? Faut-il les autoriser à utiliser, comme l'Irlande, une fiscalité très favorable aux entreprises ?

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

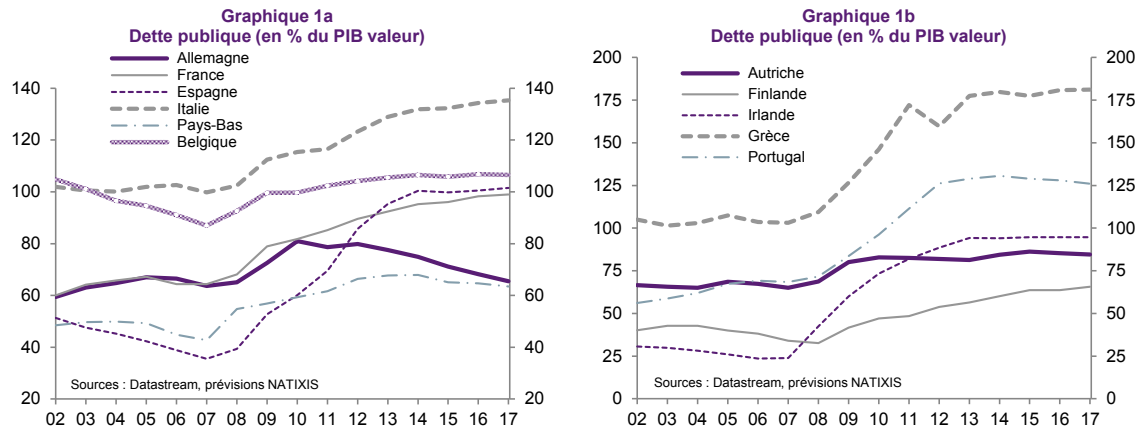
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

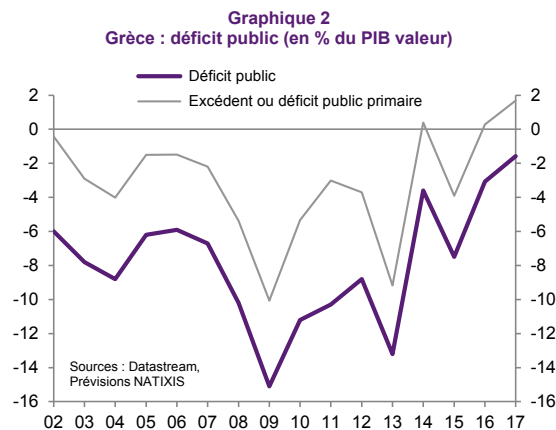
La question des restructurations des dettes souveraines

Certains pays de la zone euro, à commencer par la Grèce, **ont des taux d'endettement publics très élevés (graphiques 1a/b).**



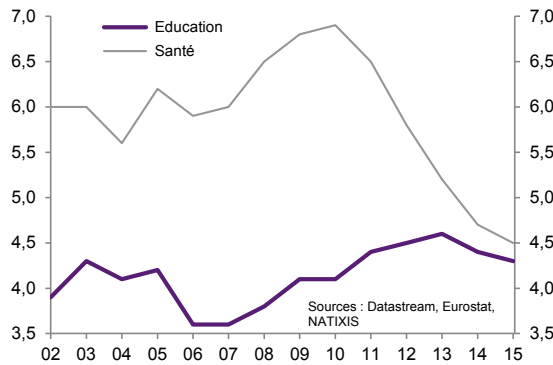
S'il y a dans le futur normalisation des taux d'intérêt à long terme, **le respect de la solvabilité budgétaire pourrait imposer à ces pays des excédents budgétaires primaires très élevés** (l'excédent budgétaire primaire qui assure la solvabilité budgétaire est le produit du taux d'endettement public par l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance).

On sait que les Européens réclament aujourd'hui de la Grèce un excédent budgétaire primaire de 3,5% de PIB (**graphique 2**), contre 1,5% prévu en 2017.

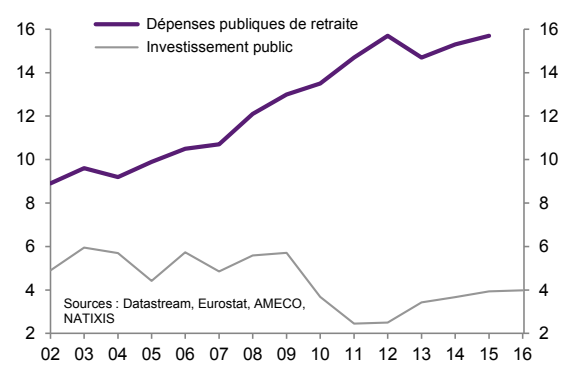


Comment réussir à avoir un excédent budgétaire primaire aussi élevé ? L'exemple grec montre **qu'il faut réduire des dépenses publiques** soit sensibles (retraites) soit utiles à la croissance (éducation, santé, investissements publics), et qu'il faut accroître la pression fiscale (**graphiques 3a/3b/c**).

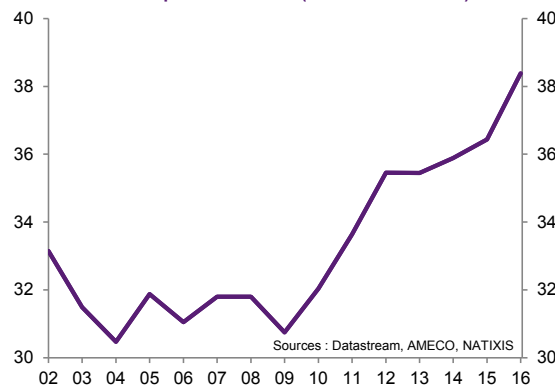
Graphique 3a
Grèce : dépenses publiques d'éducation et de santé (en % du PIB valeur)



Graphique 3b
Grèce : dépenses publiques de retraite et investissement public (en % du PIB valeur)



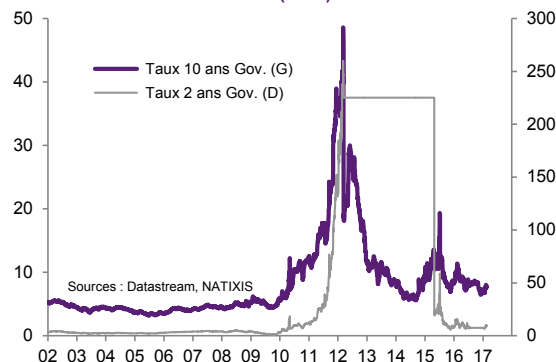
Graphique 3c
Grèce : pression fiscale (en % du PIB valeur)



Le débat sur la possible restructuration des dettes souveraines de la zone euro, sur le possible défaut partiel sur ces dettes est alors clair :

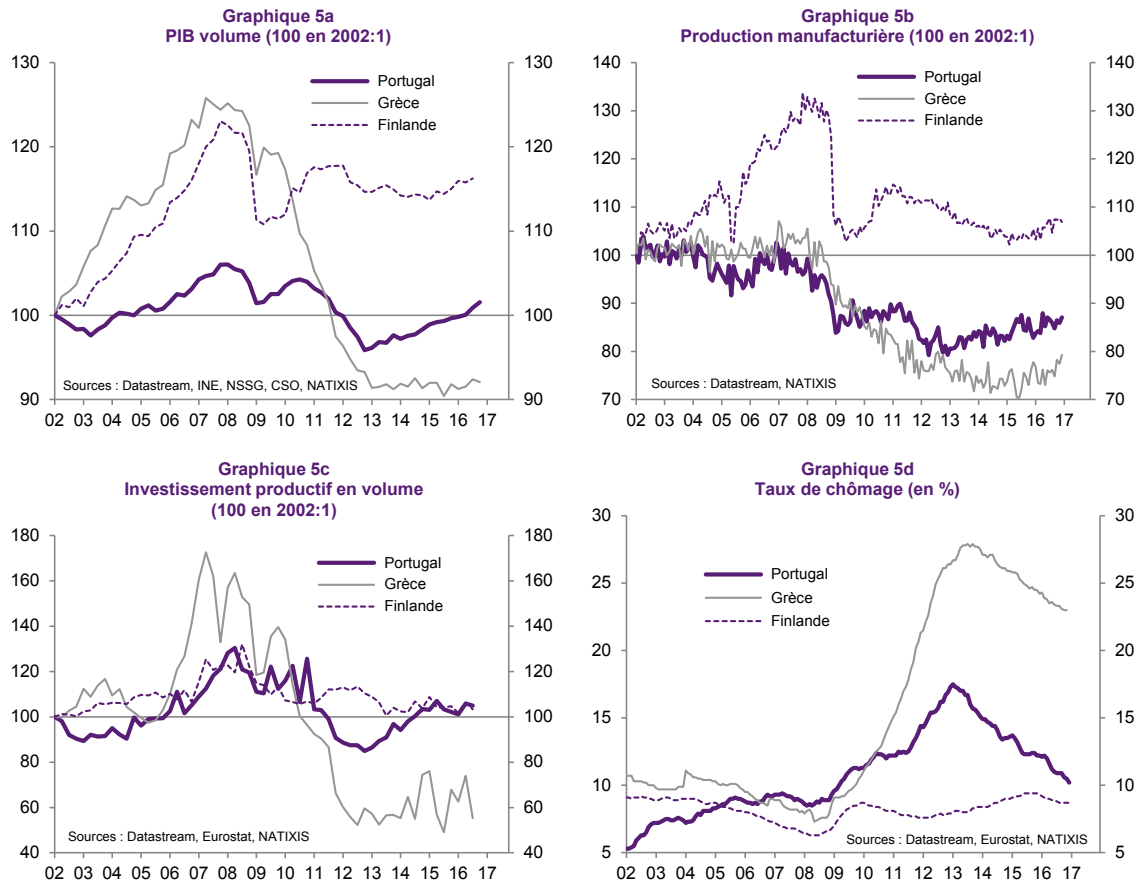
- si on rejette les restructurations de dettes souveraines en euros, on accepte l'idée que les pays en difficulté avec leur dette puissent avoir à maintenir une politique budgétaire très restrictive pendant une très longue période de temps ;
- si on accepte les restructurations de dettes souveraines en euros, on accepte l'idée que ces dettes (ou une partie de ces dettes) soient perçues comme risquées par les investisseurs, que les taux d'intérêt de marché sur ces dettes montent énormément, au point peut-être d'exclure les pays correspondants des marchés financiers (ce qui est aujourd'hui le cas de la Grèce, graphique 4).

Graphique 4
Grèce : taux d'intérêt à 10 et 2 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



La question de la croissance dans les pays périphériques « lointains »

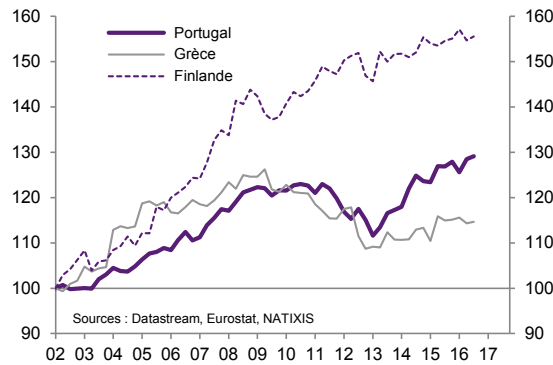
Les pays périphériques « lointains » d'une Union Monétaire (Portugal, Grèce, Finlande, Irlande) ont un désavantage comparatif d'origine géographique : leur localisation excentrée décourage les investissements dans l'industrie, dans les produits qu'il faut transporter. On voit que le Portugal, la Grèce et la Finlande ont un problème de croissance (graphique 5a), un problème de maintien de l'industrie (graphique 5b), un problème de recul de l'investissement (graphique 5c), un problème d'emploi (graphique 5d).



Que faut-il alors faire ?

- réfléchir à la spécialisation productive optimale de ces pays, qui n'est certainement pas dans l'industrie traditionnelle, mais peut-être dans les Nouvelles Technologies (comme en Finlande, tableau 1), dans les services aux entreprises, les services financiers (graphique 6) ;
- donner à ces pays un avantage qui compense le désavantage géographique ? L'Irlande a choisi un avantage fiscal, avec la pression fiscale très basse sur les entreprises (tableau 2, graphique 7).

Graphique 6
Emploi dans les services aux entreprises + services financiers (100 en 2002:1)



Graphique 7
Cotisations sociales des entreprises (en % du PIB valeur)

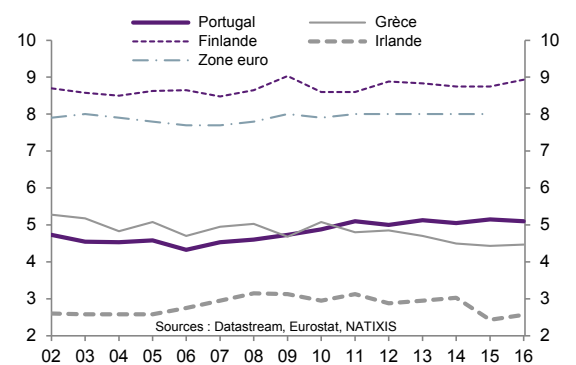


Tableau 1 : Emploi dans le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC, en % de l'emploi total)

	Allemagne	France	Espagne	Italie	Portugal	Grèce	Finlande
2002	2,77	2,65	1,77	2,59	0,93	1,21	4,62
2003	2,76	2,55	1,68	2,56	0,93	1,16	4,52
2004	2,76	2,52	1,66	2,49	0,96	1,14	4,52
2005	2,79	2,45	1,65	2,48	1,00	1,15	4,56
2006	2,84	2,50	1,68	2,51	1,02	1,13	4,54
2007	2,88	2,53	1,63	2,46	1,05	1,14	4,34
2008	2,93	2,55	1,73	2,45	1,14	1,27	4,23
2009	2,83	2,50	1,84	2,50	1,20	1,22	4,10
2010	2,73	2,70	1,92	2,45	1,26	1,32	4,01
2011	2,76	2,67	2,03	2,44	1,34	1,34	3,91
2012	2,81	2,74	2,03	2,44	1,46	1,42	3,98
2013	2,85	2,74	2,07	2,47	1,53	1,47	3,94
2014	2,89	2,75	2,02	2,43	1,48	1,52	3,90
2015	2,83	2,76	2,07	2,46	1,43	1,43	3,93

Sources : OCDE, OECD Digital Economy Outlook 2015, Natixis

Tableau 2 : Taux d'imposition des profits des sociétés (2016, en %)

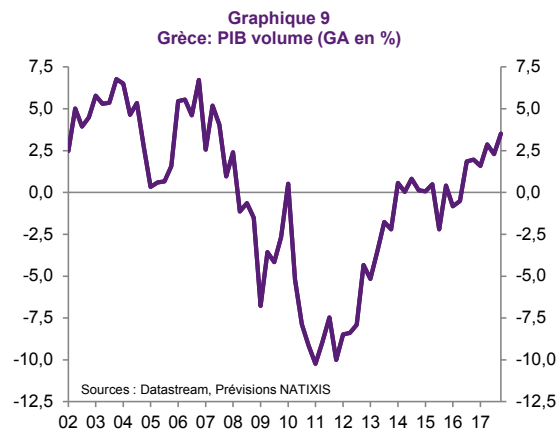
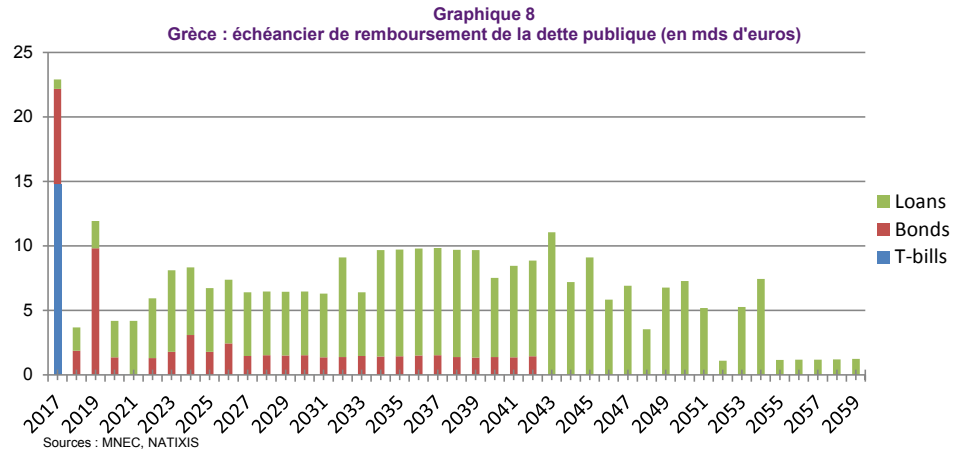
Allemagne	30,2
France	34,4
Espagne	25,0
Italie	31,3
Pays-Bas	25,0
Belgique	34,0
Autriche	25,0
Finlande	20,0
Portugal	29,5
Grèce	29,0
Irlande	12,5
Slovaquie	22,0
Slovénie	17,0
Luxembourg	29,2
Estonie	20,0
Lettonie	15,0
Lituanie	15,0
Malte	35,0
Chypre	12,5

Sources : OCDE, Commission Européenne, Natixis

Synthèse : avoir une réflexion de fond et pas une gestion à court terme

L'Europe gère à court terme la crise grecque. Elle s'intéresse :

- à la prochaine échéance de remboursement de la dette (**graphique 8**) ;
- à la perspective de croissance de la Grèce en 2017 (**graphique 9**).



Il serait mieux que l'Europe réfléchisse sur le fond :

- aux avantages et inconvénients des restructurations de dettes souveraines ;
- aux modèles de croissance des pays périphériques « lointains » de la zone euro.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>