

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

8 février 2010 – N° 49

### **La crise grecque (demain espagnole ?) rappelle que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale**

*Depuis longtemps les économistes rappellent le point suivant : une union monétaire (une zone monétaire optimale) doit avoir des mécanismes qui permettent d'absorber les chocs asymétriques affectant certains des pays de l'union. Il peut s'agir de chocs réels (pertes de croissance...) ou de chocs financiers (difficultés budgétaires, sortie de capitaux...) qui se cumulent aux asymétries structurelles.*

*Dans la théorie initiale (Mundell) les mécanismes stabilisants étaient la mobilité du travail et du capital entre les régions d'une Union Monétaire : le travail doit aller des régions en croissance faible vers celles en croissance forte, évitant les écarts de taux de chômage ; le capital doit aller des régions à épargne forte vers les régions à épargne faible, évitant les problèmes de financement.*

*Sans ces mécanismes il se crée une hétérogénéité entre les régions de l'Union Monétaire qui menace sa survie. Mais ces mécanismes ne sont pas présents dans la zone euro : la mobilité internationale du travail est très faible ; la mobilité du capital l'est aussi dans les périodes de crise comme le montre l'écartement des taux d'intérêt entre les pays.*

*Si ces mécanismes ne sont pas présents, rétablir l'hétérogénéité de l'Union Monétaire en présence de chocs asymétriques nécessite qu'il y ait solidarité budgétaire : des transferts publics automatiques (fédéralisme fiscal) ou organisés des pays (régions) dont la situation est bonne vers ceux ou elle est mauvaise (comme aux Etats-Unis, en Allemagne...). Il n'y a pas non plus de solidarité budgétaire dans la zone euro, mais on voit que la crise grecque (et peut être demain espagnole) va forcer à définir et mettre en place des mécanismes de solidarité.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

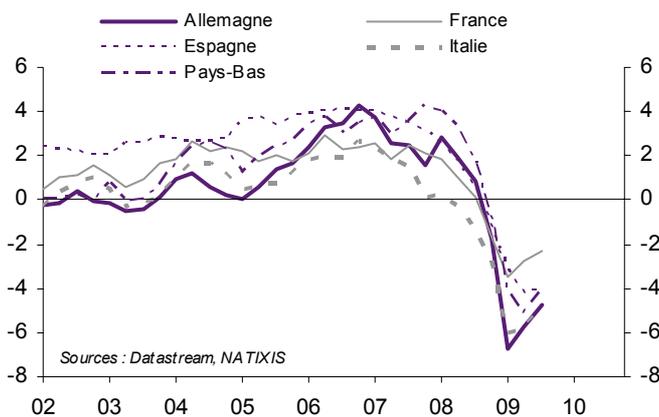
Patrick ARTUS

## Il apparait des chocs asymétriques dans la zone euro

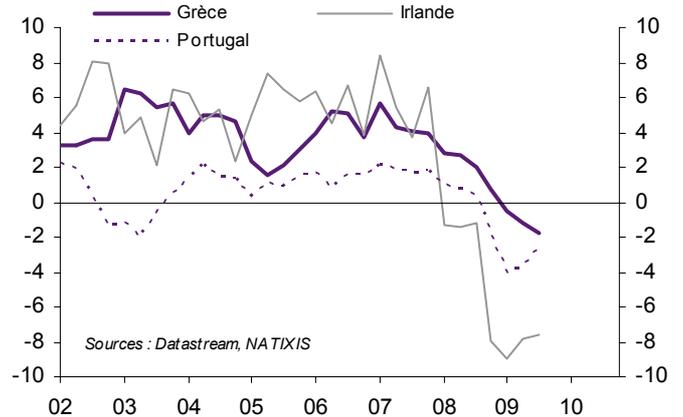
La période présente a rappelé la présence de chocs asymétriques affectant les pays de la zone euro :

- **recul plus ou moins important de la croissance (graphiques 1 a – b)** en fonction du poids des secteurs les plus affectés par la crise (construction, finance, exportations). Ceci explique le recul de la croissance importante en Allemagne et aux Pays-Bas (exportations), en Espagne et en Irlande (construction).
- **dégradation plus ou moins forte des finances publiques (graphiques 2 a – b)** en fonction des réactions de politique économique et de la taille du choc. L'ouverture du déficit public est très forte en Espagne, en Irlande ;
- **hausse plus ou moins forte du chômage (graphiques 3 a – b)** en fonction de la taille du choc et du fonctionnement du marché du travail (le « Kurz Arbeit » réduit le chômage en Allemagne, tandis que la forte proportion d'emplois temporaires l'accroît en Espagne) ;
- **vision plus ou moins négative des marchés financiers**, comme le montre la dispersion des primes de risque (graphiques 4 a – b) qui ne correspond pas aux fondamentaux : la situation budgétaire de la Grèce s'est moins dégradée que celle de l'Irlande ou de l'Espagne.

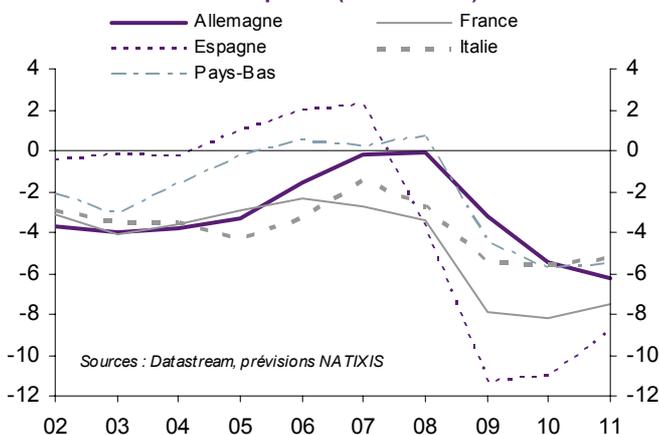
**Graphique 1 a**  
Croissance du PIB en volume (GA en %)



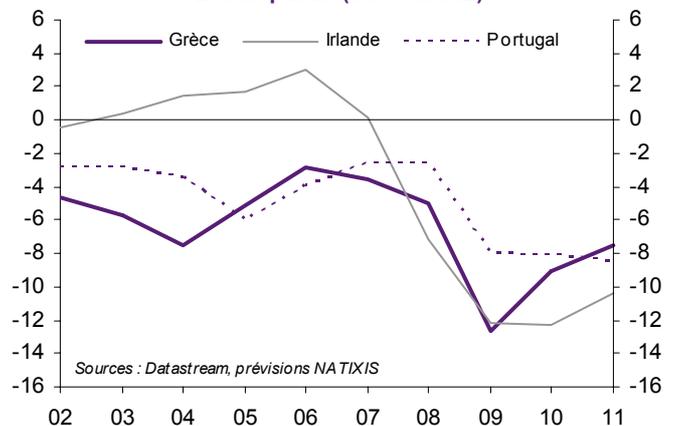
**Graphique 1 b**  
Croissance du PIB en volume (GA en %)



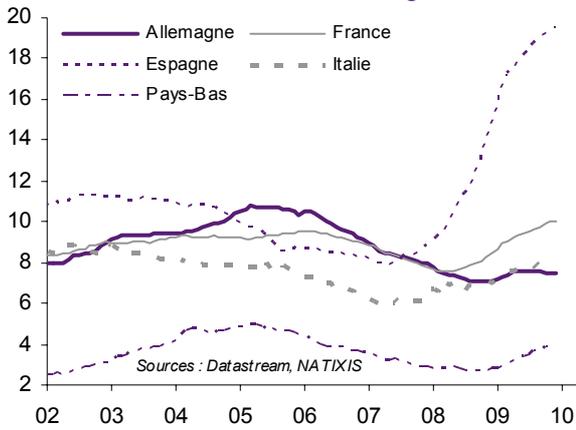
**Graphique 2 a**  
Déficit public (en % du PIB)



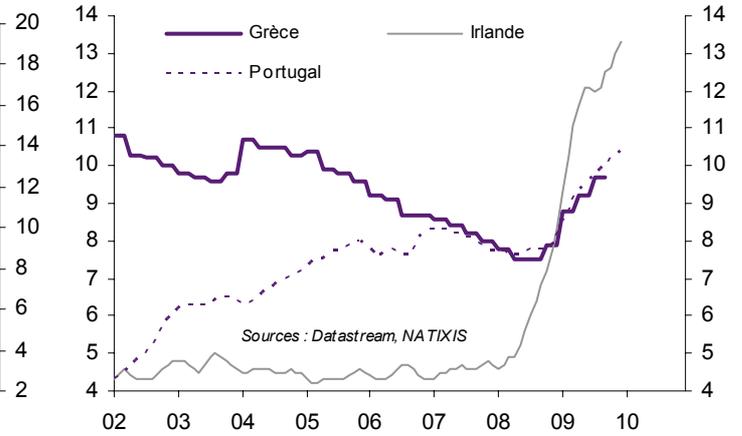
**Graphique 2 b**  
Déficit public (en % du PIB)



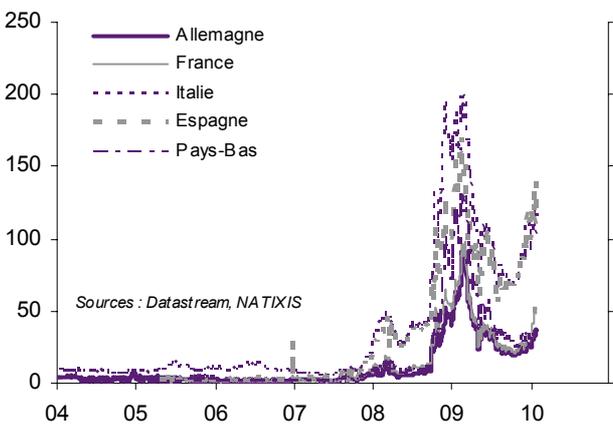
**Graphique 3 a**  
Taux de chômage



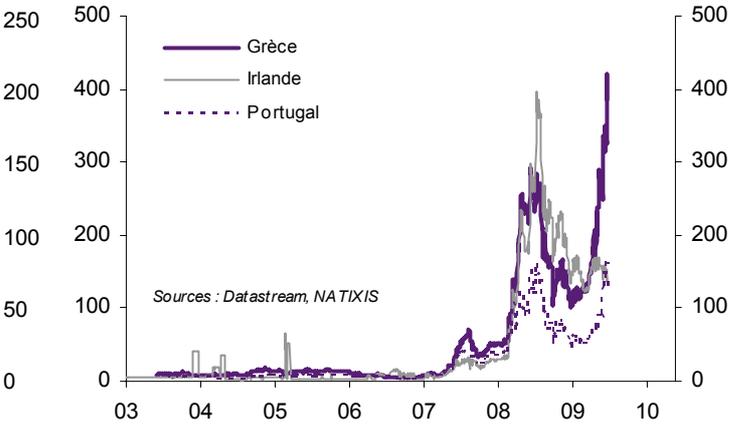
**Graphique 3 b**  
Taux de chômage



**Graphique 4 a**  
CDS pays (5 ans, pb)

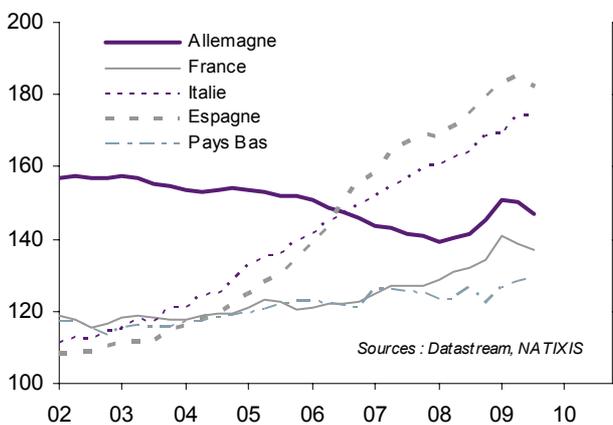


**Graphique 4 b**  
CDS pays (5 ans, pb)

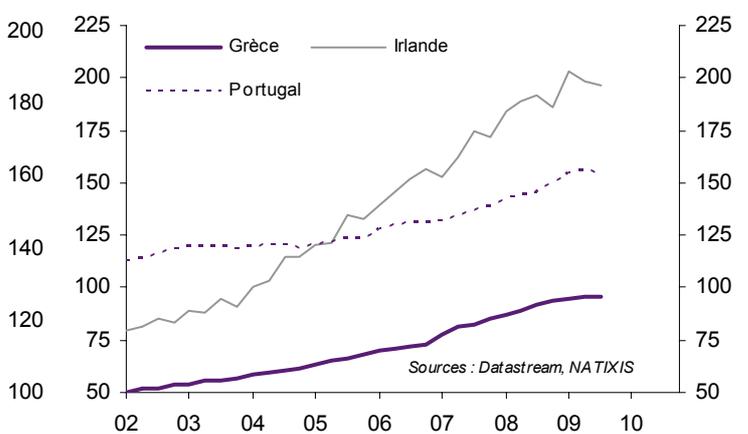


**Ces chocs asymétriques se cumulent aux asymétries structurelles : écarts des taux d'endettement privés (graphiques 5 a – b) et publics (graphiques 6 a – b) ; écarts des gains de productivité (tableau 1) donc des taux de croissance potentielle, plus ou moins grande désindustrialisation (graphiques 7 a – b), etc...**

**Graphique 5 a**  
Dettes du secteur privé (en % du PIB en valeur)



**Graphique 5 b**  
Dettes du secteur privé (en % du PIB en valeur)

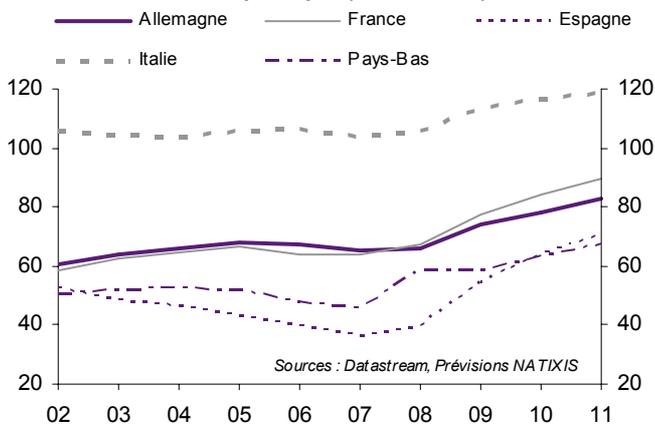


**Tableau 1**  
Productivité par tête GA en % (moyenne sur 2002- 2007)

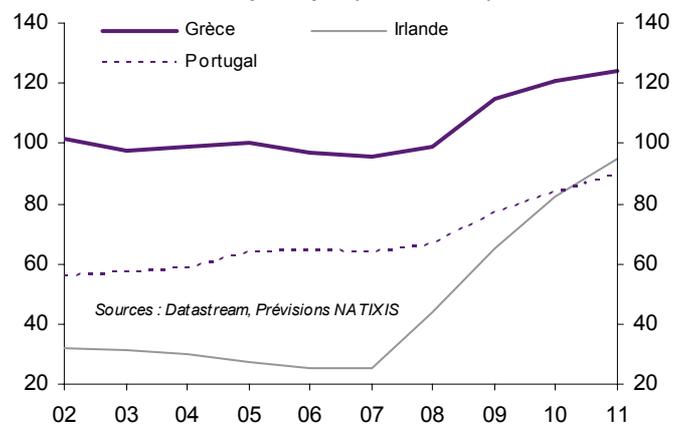
	Moyenne 2002-2007
Allemagne	1,04
France	1,21
Espagne	- 0,52
Italie	- 0,16
Pays Bas	1,35
Portugal	0,75
Grèce	2,55
Irlande	2,21

Sources : Datastream, Natixis

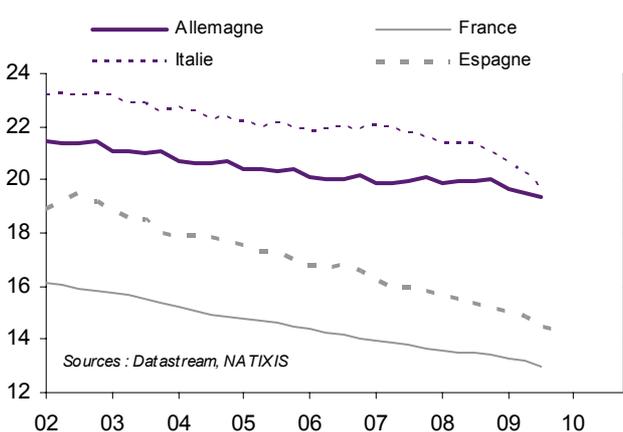
**Graphique 6 a**  
Dette publique (en % du PIB)



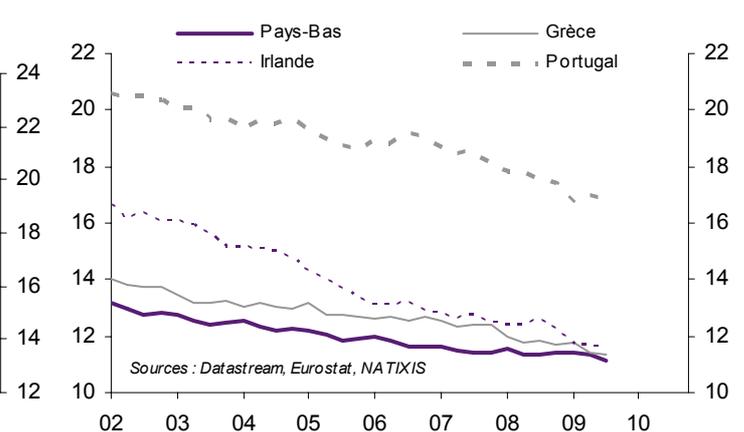
**Graphique 6 b**  
Dette publique (en % du PIB)



**Graphique 7 a**  
Emploi manufacturier (en % du total)



**Graphique 7 b**  
Emploi manufacturier en % de l'emploi total

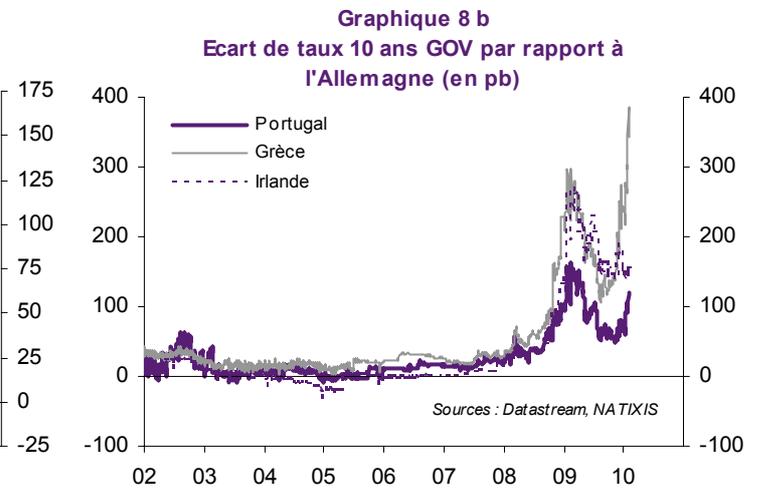
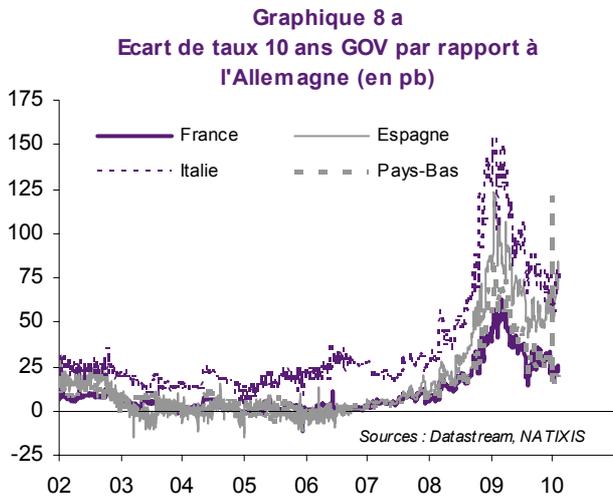


**Les mécanismes qui doivent être en place pour répondre aux asymétries**

Si on revient à la théorie originale des zones monétaires optimales (R. Mundell), on voit que pour corriger les chocs asymétriques et les asymétries structurelles, il faut qu'il y ait :

- **mobilité du travail entre les régions** pour corriger les chocs réels : les salariés se dirigent vers les régions en croissance plus forte, ce qui évite l'hétérogénéité des taux de chômage ;
- **mobilité du capital entre les régions**, qui évite que certaines régions manquent de financement, et qui égalise les productivités marginales du capital, ce qui est efficace.

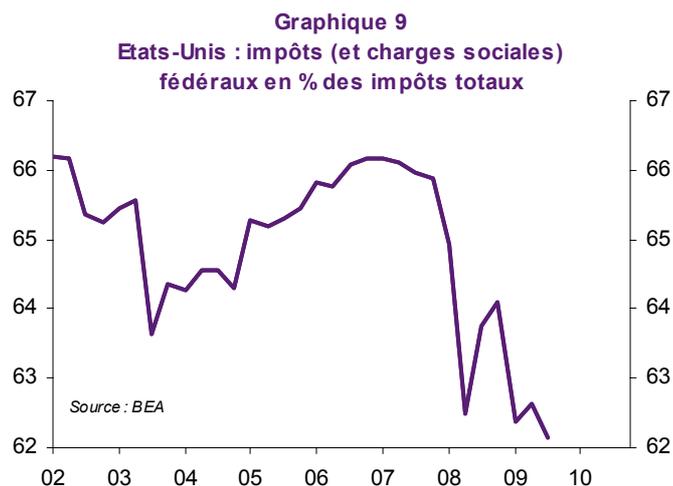
On a vu plus haut que ces deux mécanismes n'existent pas dans la zone euro, comme le montrent l'écartement des taux de chômage (graphiques 3 a – b) et, en temps de crise, l'écartement des taux d'intérêt (graphiques 8 a – b).



Si ces deux mécanismes stabilisants (qui évitent l'hétérogénéité d'une Union Monétaire) ne sont pas présents, alors on sait qu'il reste la possibilité de la **solidarité budgétaire**, qui génère des transferts publics des régions en meilleure santé économique vers les régions en difficulté.

Ces transferts peuvent être .

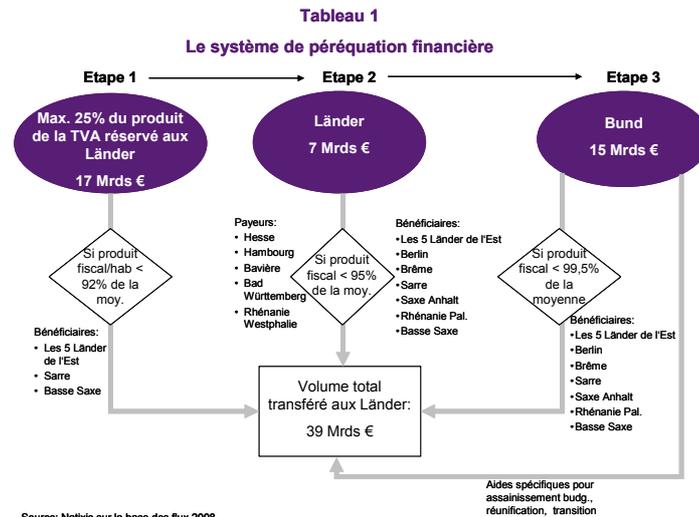
- **automatiques**, avec le **fédéralisme fiscal** (des impôts levés sur toute l'Union Monétaire, comme aux Etats-Unis, **graphique 9**) ;
- **organisés**, comme en Allemagne avec les transferts des Länder riches vers les Länder pauvres (**Encadré**)



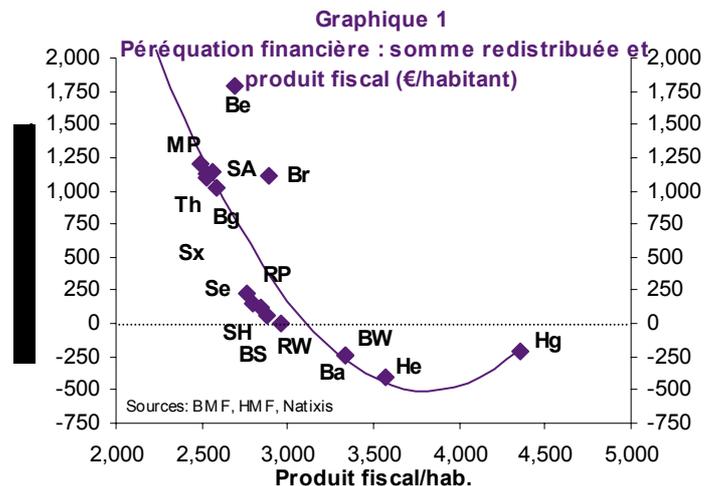
Encadré

La péréquation financière en Allemagne

Selon l'activité et le nombre d'habitants, certains Länder disposent de ressources fiscales plus abondantes que d'autres. Afin de respecter le principe d'égalité des conditions de vie posé par la constitution allemande (Art 106 §3), il faut donc corriger la dotation financière initiale des Länder. C'est l'objectif dont se charge le système de péréquation financière en 3 étapes successives (tableau 1) :



- Etape 1 :** répartition de la part du produit de la TVA réservée aux Länder (y compris droits de douane). Au maximum un quart de ces recettes sont réservées pour garantir au moins 92% du produit fiscal moyen par habitant. Les trois quarts restants sont répartis, hors système de péréquation, selon le nombre d'habitants.
- Etape 2 :** redistribution des moyens entre les Länder. Les moyens financiers des Länder sont ramenés à 95% du produit fiscal moyen. Les Länder à villes portuaires (Brême, Hambourg, Mecklenbourg) tout comme les Länder-villes (Berlin, Brême, Hambourg) bénéficient d'avantages en raison de facteurs-coûts plus élevés. Les Länder qui n'atteignent pas la moyenne nationale reçoivent une somme qui augmente selon un barème dégressif de l'écart à la moyenne. Les Länder qui dépassent la moyenne nationale reversent une somme qui augmente selon un barème progressif du dépassement à la moyenne (graphique 1).
- Etape 3 :** Les moyens financiers des Länder sont ramenés à 99,5% du produit fiscal moyen grâce à des dotations, cette fois, en provenance du Bund. En plus de ces dotations générales, dont le montant est variable, l'Etat fédéral verse des aides spécifiques à certains Länder qui rencontrent des difficultés (frais importants de fonctionnement des administrations, développement des Länder de l'Est, assainissement budgétaire).



### On sait qu'il n'y a pas non plus de solidarité budgétaire dans la zone euro :

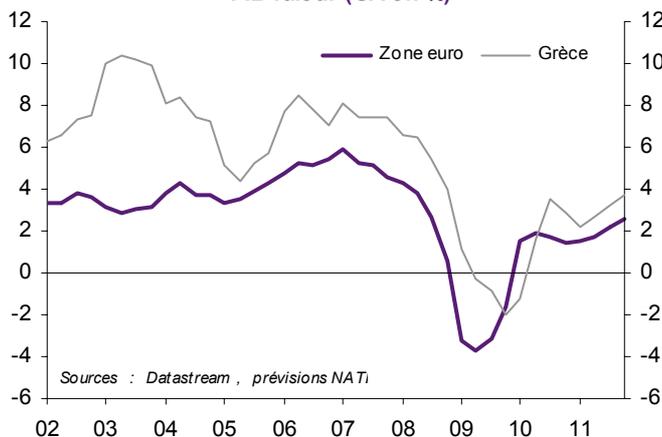
- le budget de l'U.E. est très petit (1,1 % du PIB) et n'est absolument pas contracyclique ;
- La clause de « no bail-out » du traité de Maastricht interdit en principe les aides entre pays.

**Synthèse : comment alors répondre à la crise grecque, puis probablement espagnole ?**

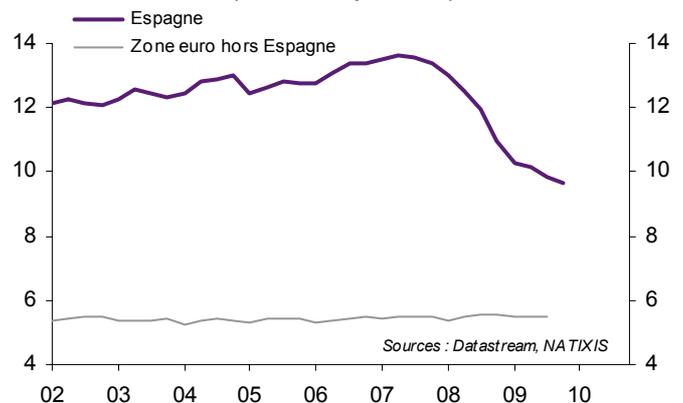
**La crise grecque peut être considérée comme un choc fiscal et financier asymétrique** (graphiques 2 et 4 plus haut) : **les marchés financiers ont considérablement pénalisé la dette publique grecque** après la révélation de la taille du déficit public. Cependant, **la situation budgétaire de la Grèce n'est pas pire que celle d'autres pays** (Royaume-Uni, Espagne) compte tenu de la **croissance en valeur de long terme de la Grèce qui est forte** (graphique 10), ce qui réduit le taux d'endettement public, et compte tenu d'une **volonté politique qui semble sérieuse de réduire le déficit**.

**L'Espagne présente un choc asymétrique portant sur l'économie réelle** : compte tenu de la **taille énorme du secteur de la construction avant la crise** (graphique 11 a) et de l'**effondrement de ce secteur** (graphique 11 b), on doit s'attendre en Espagne à un **problème structurel grave et durable de croissance** (graphique 11 c).

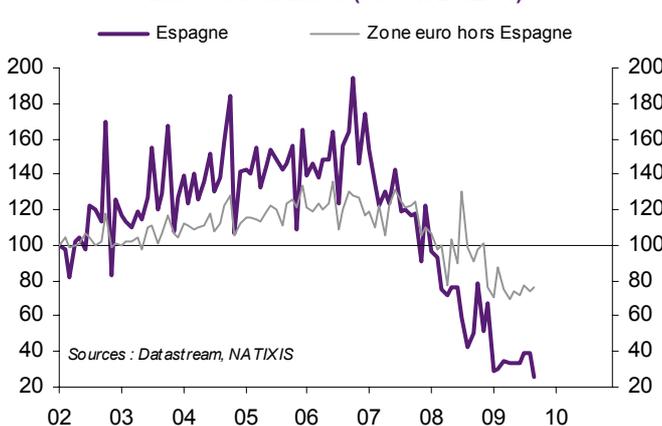
**Graphique 10**  
PIB valeur (GA en %)



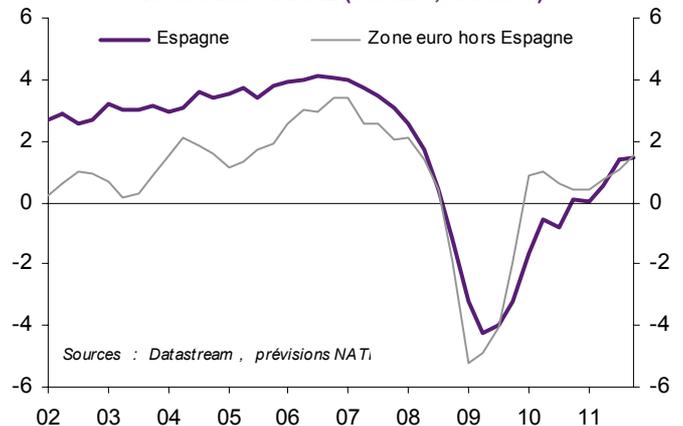
**Graphique 11 a**  
Emploi dans la construction  
(en % d'emploi total)



**Graphique 11 b**  
Mises en chantier (100 en 2002 : 1)



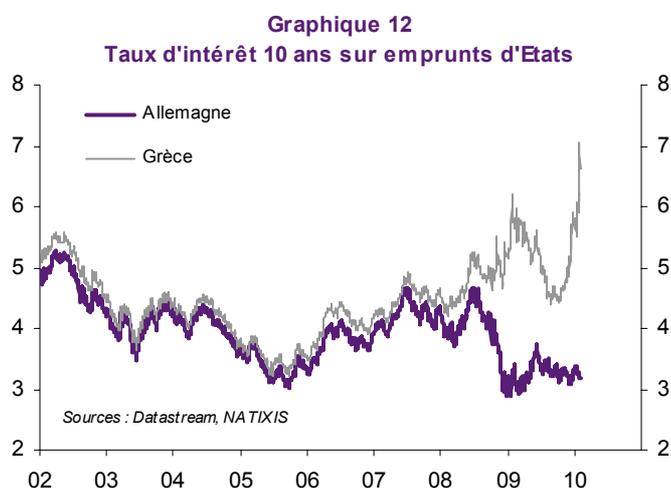
**Graphique 11 c**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Aujourd'hui, rien n'existe dans la zone euro pour aider la Grèce et l'Espagne à réduire les effets négatifs de ces chocs asymétriques, on l'a vu plus haut.

Il faudrait, si la zone euro était une véritable Union Monétaire, des mécanismes de solidarité qui :

- aident la Grèce à financer son déficit public à un taux d'intérêt plus faible (graphique 12), conditionnellement bien sûr à un plan sérieux de réduction de ce déficit. On peut penser à une garantie européenne sur une partie des émissions du Trésor grec, à une ligne de crédit des grands pays de la zone euro à la Grèce. Si les taux d'intérêt sur la dette grecque deviennent anormalement élevés, la consolidation fiscale deviendra impossible ;
- transfèrent de la croissance du reste de la zone euro vers l'Espagne (graphique 11 c plus haut). On peut penser à un accroissement des fonds européens, ce qui ressemblerait à un début de fédéralisme fiscal.



Sans aucun mécanisme de solidarité et de lutte contre l'hétérogénéité, comme aujourd'hui, il y a un risque précisément d'hétérogénéité croissante, dangereuse pour la stabilité de la zone euro.

Il ne s'agit pas d'autoriser des politiques économiques asymétriques anormales (déficits publics injustifiés) ou de nier l'intérêt de la « discipline de marché », mais d'éviter une hétérogénéité « explosive » de la zone euro.