

Que se passerait-il si l'Espagne sortait de l'euro ?

Les marchés financiers se demandent si un des pays de la zone euro les plus touchés par la crise ne pourrait pas avoir la tentation de sortir de l'euro. Nous examinons la situation de l'Espagne, qui fait clairement partie de ce groupe de pays. Les points sur lesquels il faut s'interroger sont les effets de la sortie de l'euro sur :

- le taux de change, la compétitivité, le commerce extérieur ;*
- les termes de l'échange, l'inflation, le pouvoir d'achat, la demande intérieure,*
- les taux d'intérêt, donc la charge de la dette, les finances publiques, la demande intérieure,*
- la difficulté à financer le déficit extérieur avec l'apparition du risque de change,*
- l'attractivité pour les investissements directs,*
- la variabilité de l'économie (du taux de change, des flux de capitaux....).*

Une référence historique déjà lointaine mais utilisable est la sortie de l'Espagne du Système Monétaire Européen en 1992. Cependant, sortir des changes fixes est très différent de sortir d'une Union Monétaire, particulièrement en ce qui concerne les taux d'intérêt.

Au total,

- la sortie du Système Monétaire Européen (SME) en 1992 a été favorable,*
- mais nous pensons qu'une sortie de la zone euro aujourd'hui serait défavorable, puisque :*

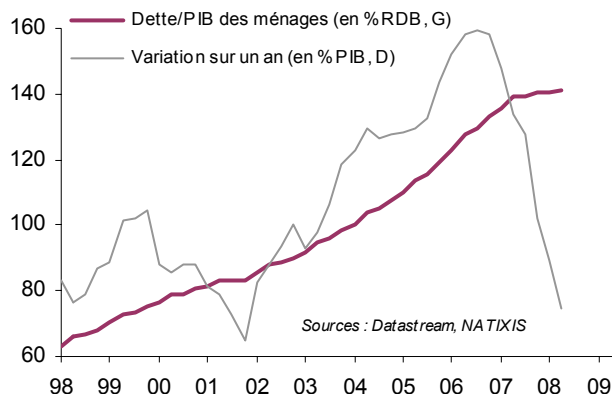
- à la différence de la sortie du SME, elle n'améliorerait plus la balance commerciale de l'Espagne avec la désindustrialisation ;*
- elle ferait monter les taux d'intérêt et non baisser, comme après la sortie du SME.*

L'Espagne, très touchée, durablement par la crise

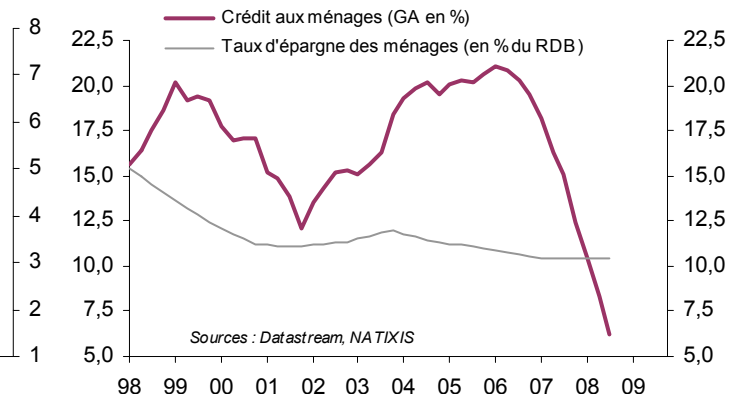
Nous allons utiliser l'Espagne comme exemple puisque **c'est un des pays de la zone euro les plus touchés** par la crise, pour plusieurs raisons :

1. effet négatif considérable sur la demande **de l'arrêt de la hausse du taux d'endettement des ménages (graphiques 1 a/b).**

Graphique 1 a
Espagne : Dette des ménages et variation sur un an du ratio dette des ménages/PIB



Graphique 1 b
Espagne : Crédits et taux d'épargne des ménages



L'endettement des ménages espagnols est excessif, ce que montre par exemple la hausse des taux de défaut (**graphique 2**).

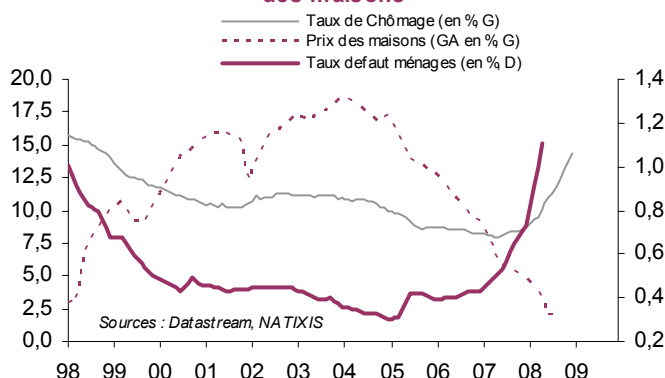
Il est donc raisonnable de penser qu'il va y avoir au mieux stabilisation du taux d'endettement des ménages, sans doute baisse progressive du taux d'endettement (**graphiques 1 a/b**). Ceci implique :

- **une baisse initiale du niveau de PIB** (par disparition de la partie de la demande financée par la hausse du taux d'endettement) **de 6 à 7 points** au moins ;
- **une réduction ultérieure de la croissance du PIB** (par disparition du soutien de la croissance par le crédit) **de 2 points par an** au moins.

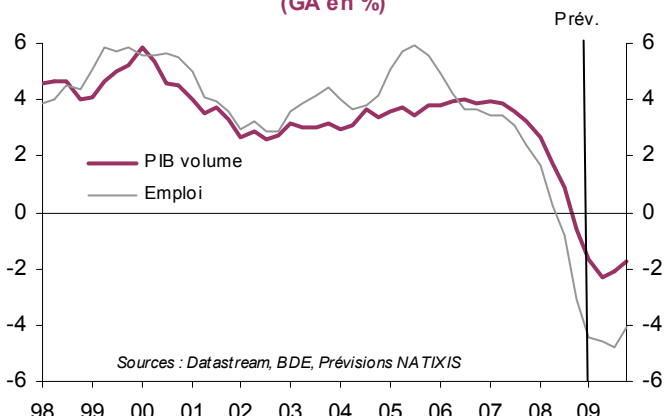
On devrait donc avoir en Espagne une chute considérable du niveau d'activité, suivie d'une croissance de moyen terme très faible, de l'ordre de 1,5 % par an au mieux contre 3,5 % dans le passé (**graphique 3**), d'où la hausse extrêmement rapide du chômage (**graphique 2**).

2. puisqu'il y a recul et plus hausse du taux d'endettement des ménages, **chute de la demande pour les biens financés par le crédit**, immobilier, automobile en particulier (**graphique 4**).

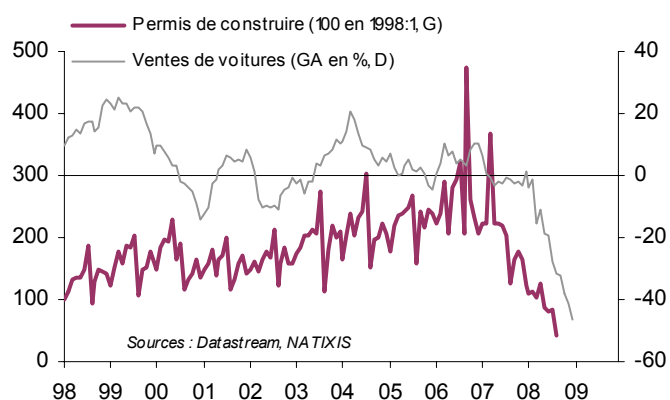
Graphique 2
Espagne : Taux de défaut de ménages sur les crédits hypothécaires, taux de chômage et prix des maisons



Graphique 3
Espagne : croissance du PIB et de l'emploi (GA en %)



Graphique 4
Espagne : Permis de construire et ventes de voitures



Or, la taille du secteur de la construction était considérable avant la crise en Espagne (graphique 5), ce qui renforce l'impact négatif sur l'activité.

- L'Espagne est un des pays dont la capacité à retrouver de la croissance, malgré la faiblesse de la demande intérieure, en exportant vers les pays émergents est la plus faible. Ceci se voit à la très faible taille des exportateurs totales ou des exportations vers les émergents et exportations de pétrole (graphiques 6 a/b), et résulte de la faiblesse de l'effort d'innovation (tableau 1), visible aussi à celle des gains de productivité (graphique 7).

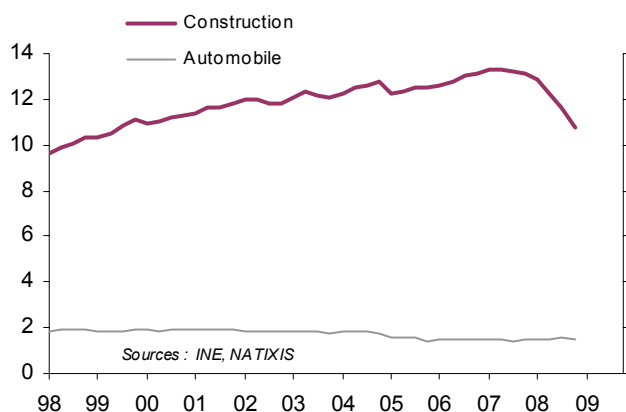
Tableau 1 a/b/c/d
Effort d'innovation

Dépenses de R&D totales (en % du PIB)		Dépenses de R&D en entreprises (en % du PIB)	
Pays	2006	Pays	2006
Etats-Unis	2,61	Etats-Unis	1,84
Royaume-Uni	1,78	Royaume-Uni	1,10
Suède	3,89	Suède	2,89
Japon	3,49	Japon	2,56
Allemagne	2,43	Allemagne	1,76
France	2,12	France	1,31
Espagne	1,18	Espagne	0,63
Italie	1,09	Italie	0,55

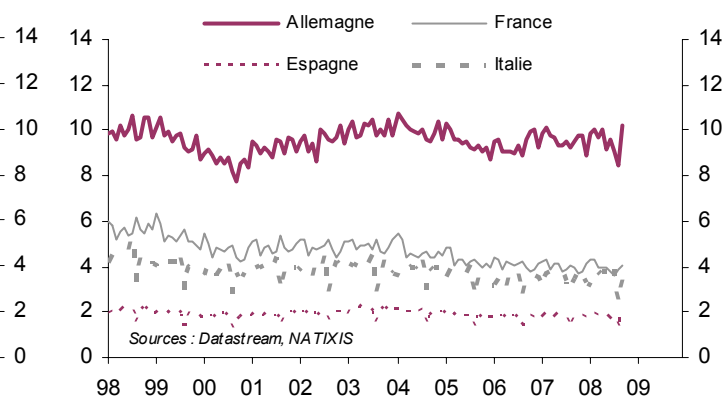
Nombre de chercheurs (pour 10000 emplois)		Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)	
Pays	2006	Pays	2006
Etats-Unis	77,94	Etats-Unis	55,35
Royaume-Uni	33,08	Royaume-Uni	26,27
Suède	86,27	Suède	72,43
Japon	75,75	Japon	119,60
Allemagne	42,99	Allemagne	76,01
France	46,00	France	39,28
Espagne	18,72	Espagne	4,71
Italie	12,52	Italie	12,32

Sources : OCDE, principaux indicateurs de la science et de la technologie

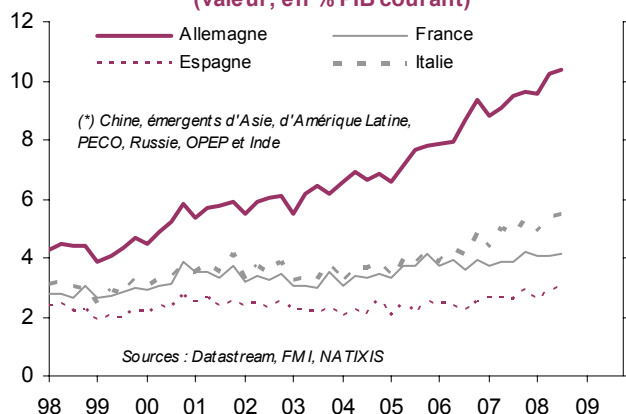
Graphique 5
Espagne : emploi (en % du total)



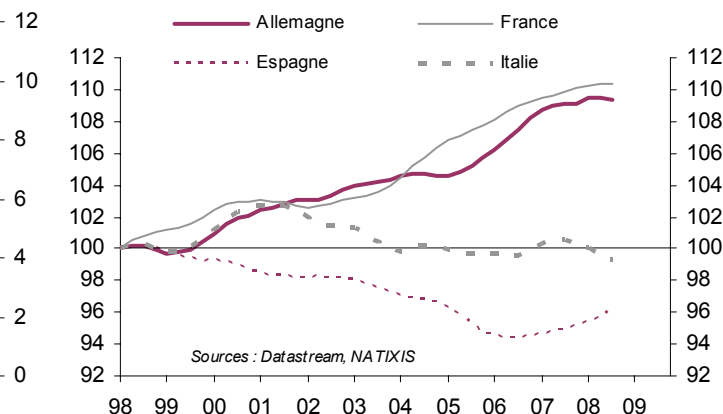
Graphique 6 a
Exportations en valeur (en % des exportations Mondiales, en Mds de \$)



Graphique 6 b
Exportations vers l'ensemble des émergents*
(valeur, en % PIB courant)



Graphique 7
Productivité par tête (100 en 1998:Q1)



L'Espagne va donc être très probablement dans une situation économique catastrophique pendant une longue période de temps, d'où notre intérêt pour la question de la sortie de l'euro dans le cas de l'Espagne.

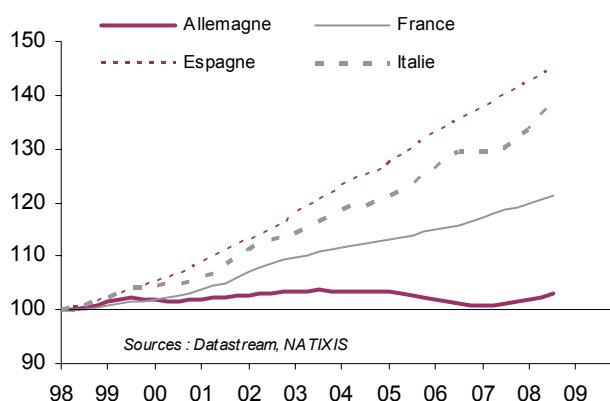
Que peut impliquer la sortie de l'euro ?

Si l'Espagne sort de l'euro, quels sont les effets possibles, positifs ou négatifs ?

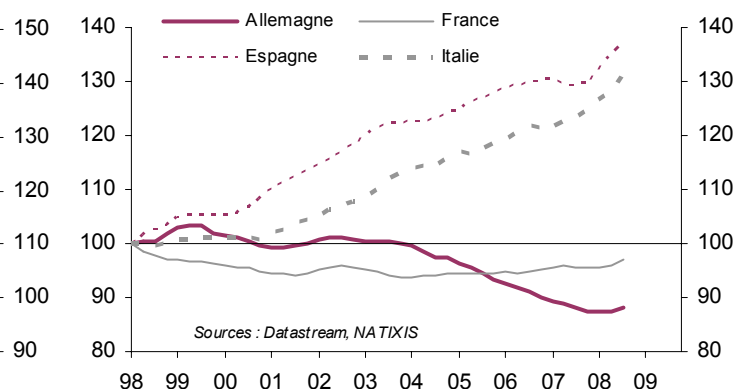
1. Compétitivité commerce extérieur

La sortie de l'euro entraînerait certainement **une forte dépréciation**, ce qui peut paraître souhaitable compte tenu **de l'évolution très défavorable des coûts de production en Espagne (graphiques 8 a/b), de l'inflation (graphique 8 c).**

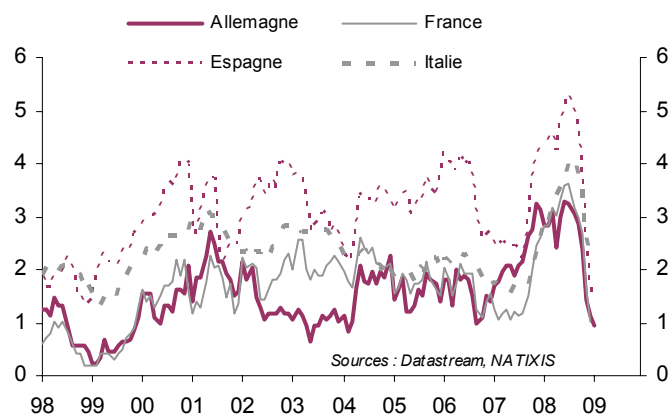
Graphique 8 a
Coût salarial unitaire total (100 en 1998:Q1)



Graphique 8 b
Coût salarial unitaire manufacturier (100 en 1998:Q1)



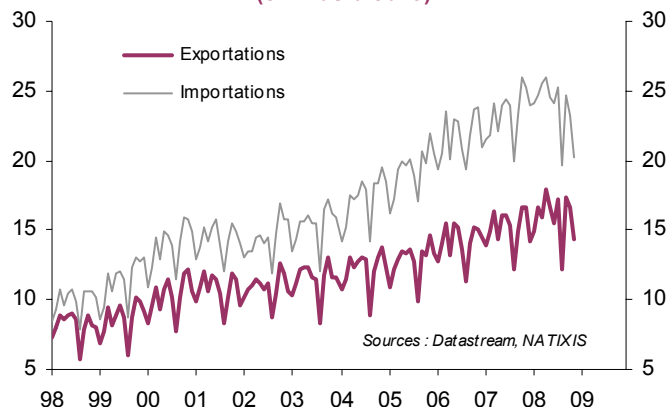
Graphique 8 c
Inflation (GA en %)



Cependant, on sait que :

- si la taille des importations est grande par rapport aux exportations, (graphique 9), la dépréciation a un effet défavorable fort lié à la hausse des prix des importations ;
- si les productions domestiques et les productions des autres pays sont peu substituables (disparition des industries correspondantes en Espagne), la dépréciation améliore peu le commerce extérieur en volume. L'analyse économétrique montre que la somme des élasticité prix des importations et des exportations en volume est de 0,8 : ceci veut dire qu'une dépréciation du change aurait un effet légèrement négatif sur la balance commerciale en valeur.

Graphique 9
Espagne : exportations et importations
(en Mds d'euro)

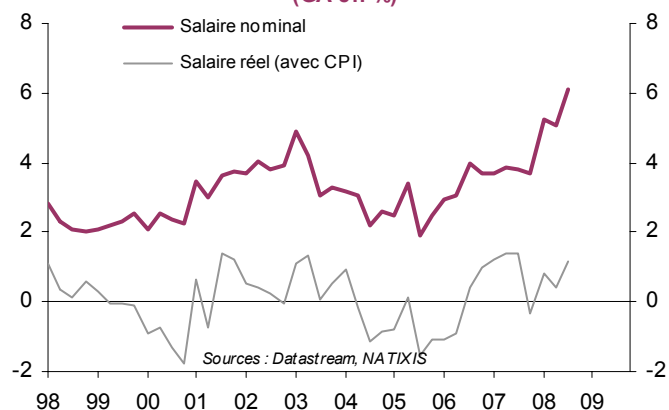


2. Inflation importée, revenus réels

La dépréciation a bien sûr comme effet **d'accroître l'inflation importée**, donc de **réduire les salaires réels s'il y a rigidité salariale nominale**.

Le **graphique 10** montre qu'il y a peut-être plutôt **rigidité salariale réelle en Espagne**. Le pouvoir d'achat serait donc préserver aux dépens de l'emploi.

Graphique 10
Espagne : Salaire nominal et réel par tête
(GA en %)



Une dépréciation du change accroît d'autant plus l'inflation importée :

- **qu'il y a peu de produits domestiques substituables** (ce qui est le cas, voir plus haut) ;
- **que l'intensité de la concurrence sur le marché des biens est faible (tableau 2)**, ce qui n'est plus clairement le cas.

Tableau 2
Indicateur de réglementation des marchés de biens

Echelle de 0 à 6, les valeurs augmentant avec le degré de rigueur de la réglementation	Fin années 80	1998	2003
Etats-Unis	2,5	1,30	1,03
Royaume-Uni	3,5	1,15	0,92
Suède	4,2	1,8	1,2
Allemagne	4,7	1,90	1,43
France	5,7	2,48	1,70
Italie	5,8	2,78	1,87
Espagne	4,6	2,33	1,61

Source : OCDE 2008, NATIXIS

L'inflation importée ne serait peut-être pas un problème majeur.

3. Effet sur les taux d'intérêt

On a observé dans la période récente une hausse importante du spread de taux d'intérêt de l'Espagne (graphique 11).

Mais, évidemment, si l'Espagne sortait de la zone euro, il y aurait une hausse beaucoup plus forte de ce spread, avec comme conséquences :

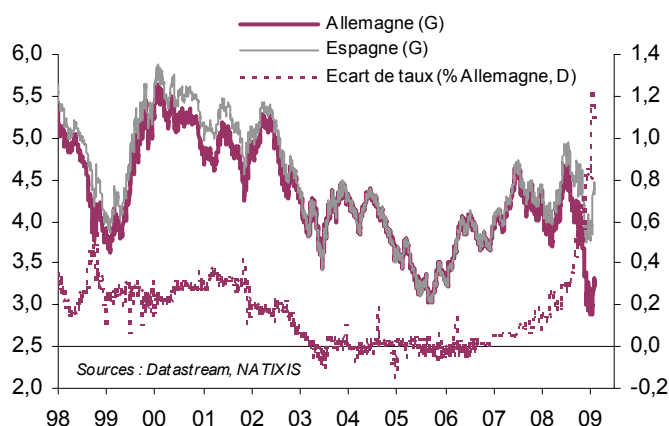
- un freinage supplémentaire de la demande intérieure (graphique 12) ;
- une hausse des intérêts payés par les ménages et les entreprises, (graphique 13), encore qu'il faille prendre en compte le fait que l'essentiel de la dette privée est liée en Espagne aux taux d'intérêt à court terme (tableau 3) ;
- une hausse des paiements d'intérêts sur la dette publique donc une dégradation des finances publiques (graphique 14).

Tableau 3
Part des taux variables dans les prêts immobiliers (% , 2006)

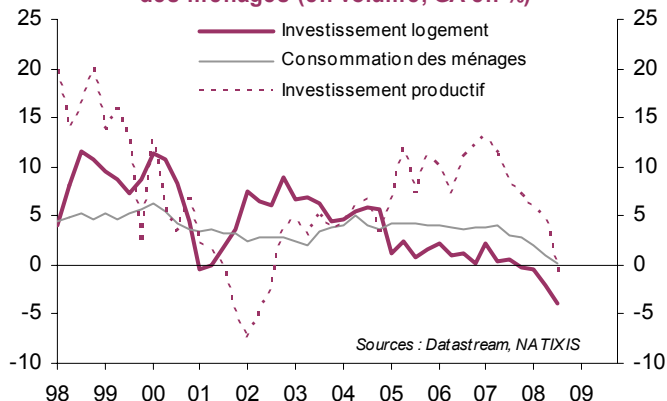
Allemagne	15
France	35
Italie	85
Espagne	95

Source : Banques Centrales nationales

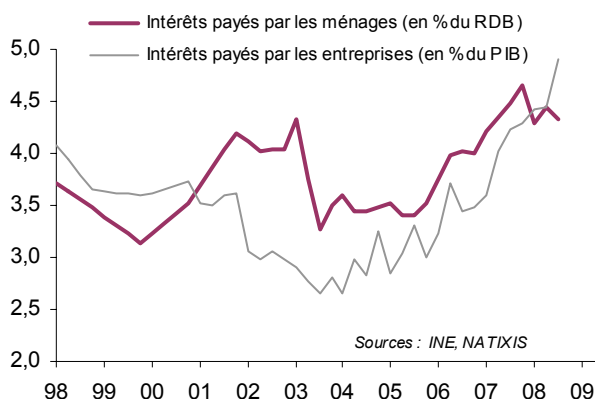
Graphique 11
Taux d'intérêt 10 ans et écart de taux 10 ans



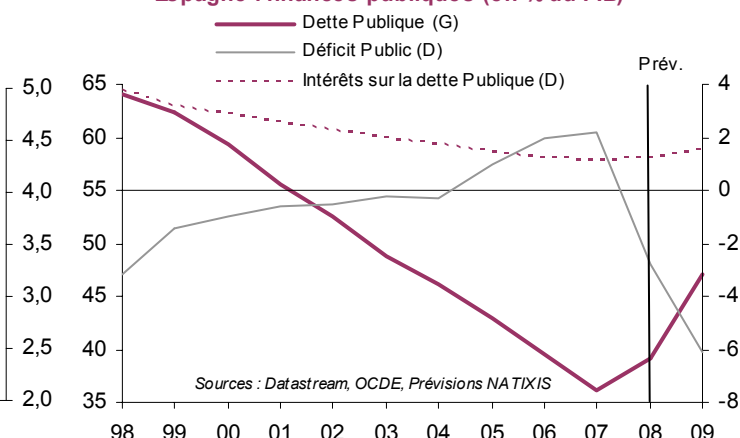
Graphique 12
Espagne : Investissements et consommation des ménages (en volume, GA en %)



Graphique 13
Espagne: intérêts payés par les ménages et les entreprises



Graphique 14
Espagne : finances publiques (en % du PIB)

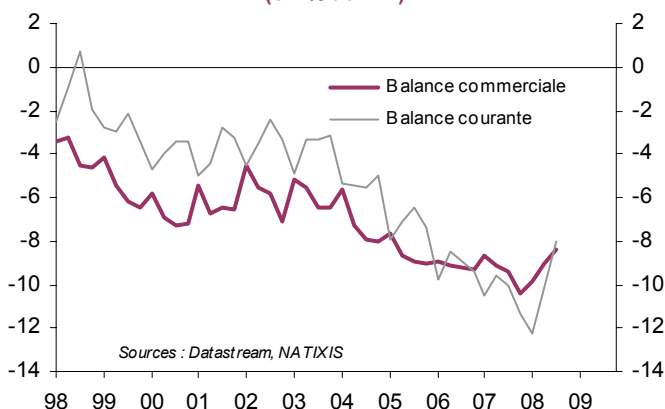


4. Effets sur les flux de capitaux

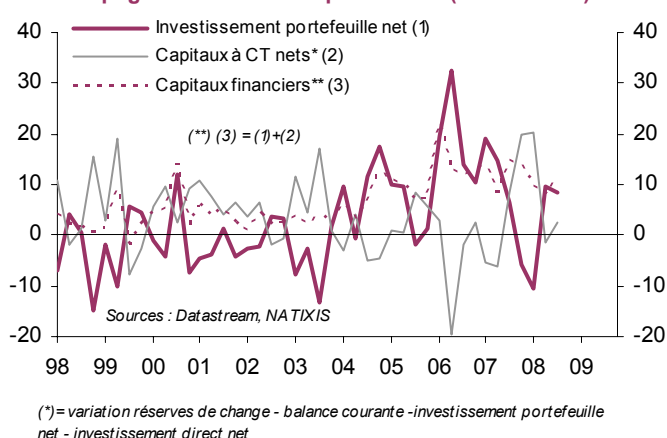
L'Espagne a un déficit extérieur considérable ; les recettes de services (tourisme) ne suffisent plus à réduire le déficit courant par rapport au déficit commercial (**graphique 15**).

La sortie de la zone euro implique **le retour du risque de change, ce qui peut freiner les flux de capitaux vers l'Espagne, accroître les primes de risque incorporées aux taux d'intérêt, ce qui inclut aussi bien les capitaux financiers très importants que les investissements directs** (**graphiques 16 a/b**).

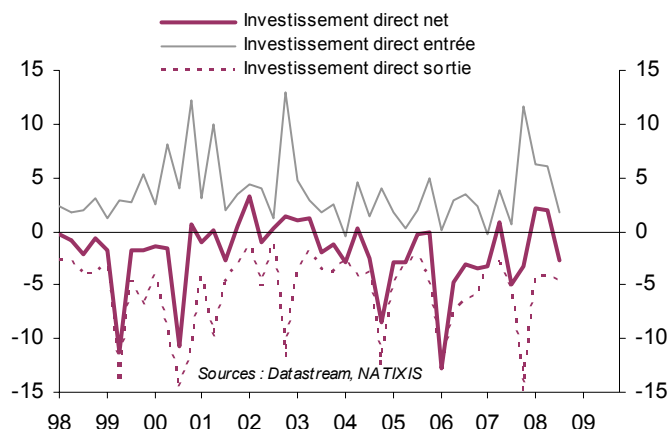
Graphique 15
Espagne : balance commerciale et courante (en % du PIB)



Graphique 16 a
Espagne : Balance des paiements (en % du PIB)



Graphique 16 b
Espagne : Investissement direct (en % du PIB)



L'Espagne, avec son déficit extérieur, a besoin de ces entrées de capitaux.

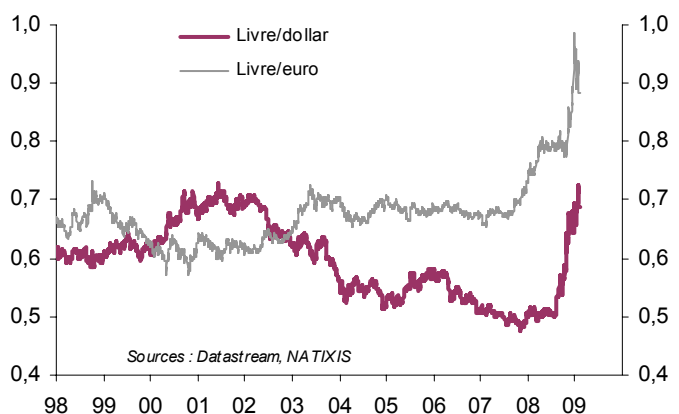
Le retour du risque de change peut donc :

- rendre difficile le financement du déficit extérieur, d'où des hausses très fortes des taux d'intérêt,
- freiner les investissements directs en Espagne, donc l'accumulation de capital,
- forcer une réduction de la demande intérieure pour réduire le déficit extérieur.

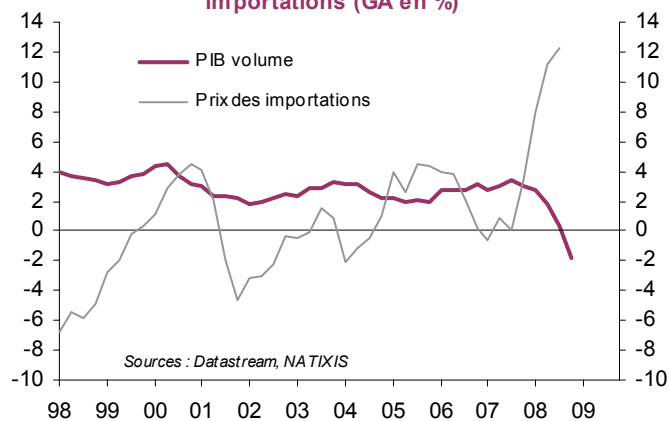
5. Variabilité du taux de change et de l'économie

Ce point a été clairement illustré par la crise récente : **en cas de choc, les pays qui ne sont pas dans la zone euro connaissent de fortes variations de leurs taux de change**, donc des termes de l'échange, de la demande (les graphiques 17 a/b montrent le cas du Royaume-Uni).

Graphique 17 a
Taux de change : Royaume-Uni



Graphique 17 b
Royaume-Uni : Croissance du PIB et prix des importations (GA en %)



Au total, la sortie de l'euro, pour l'Espagne

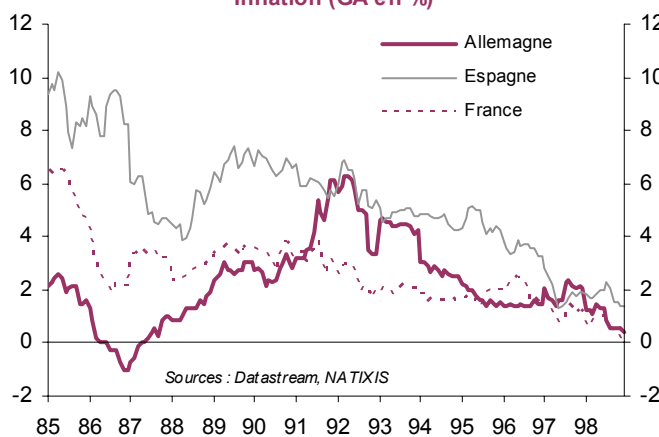
- n'améliorerait pas la balance commerciale en valeur,
- accroîtrait fortement les taux d'intérêt,
- accroîtrait probablement la variabilité de l'économie.

Nous pouvons compléter cette analyse par celle des effets de la sortie de l'Espagne du Système Monétaire Européen (SME) en 1992

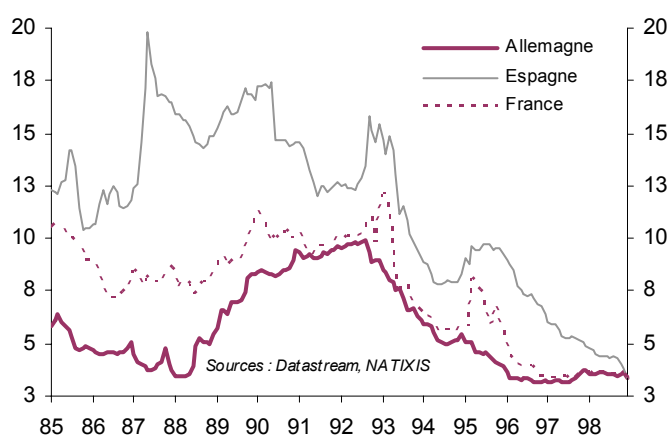
La sortie du SME

Pendant la période du SME (1987-1992), la fixité des taux de change entre l'Espagne et l'Allemagne, alors que l'Espagne avait une inflation plus forte (graphique 18) avait imposé à l'Espagne des taux d'intérêt élevés (graphique 19) et, avec la perte de compétitivité (graphique 20), une dégradation du commerce extérieur (graphique 21).

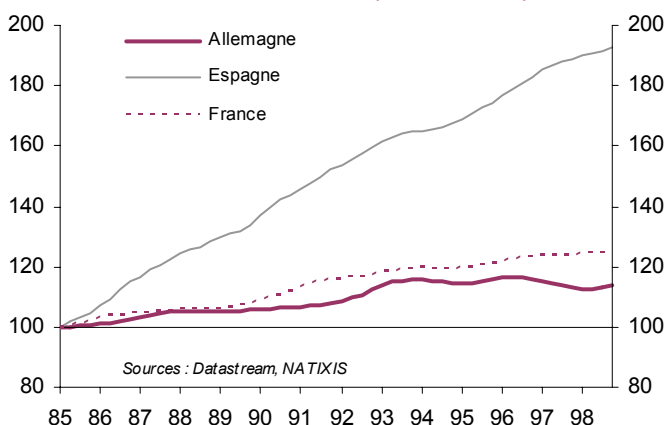
Graphique 18
Inflation (GA en %)



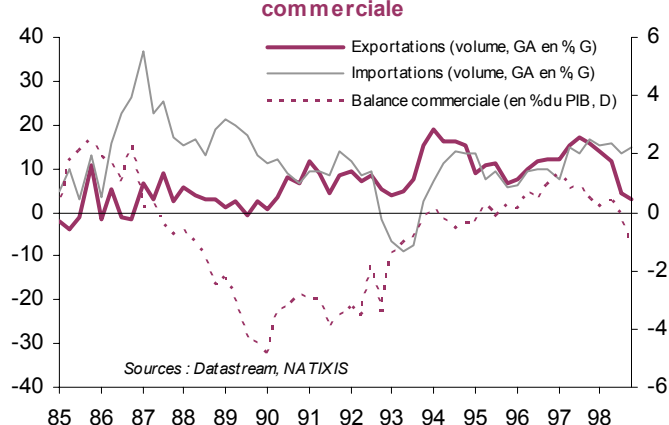
Graphique 19
Taux d'intérêt 3 mois



Graphique 20
Coût salarial unitaire (100 en 1985:1)

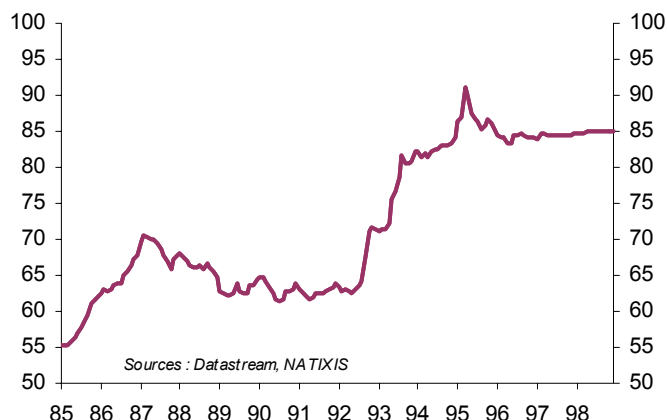


Graphique 21
Espagne : Importations, Exportations et balance commerciale



La sortie du SME en 1992 permet donc qu'il y ait baisse de taux d'intérêt en Espagne (graphique 19) en même temps que la dépréciation du change (graphique 22), ce qui est très différent de ce qu'on attendrait aujourd'hui en cas de sortie de l'euro.

Graphique 22
Taux de change : Peseta contre DM



Sortir des changes fixes (avec baisse des taux d'intérêt) est donc très différent de sortir d'une Union Monétaire (avec hausse des taux d'intérêt).

Regardons cependant **les différents effets évoqués plus haut.**

1 Commerce extérieur

Le **graphique 21** plus haut montre que **la balance commerciale s'est fortement améliorée avec la dépréciation du change.**

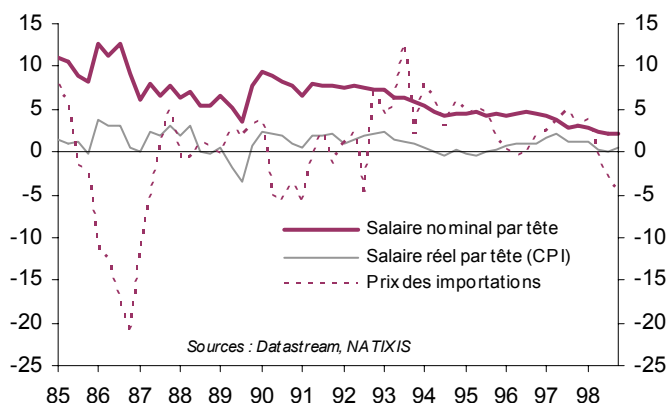
2 Revenus réels

Le **graphique 23** et le **graphique 18** montre que **la hausse des prix des importations a eu très peu d'effets inflationnistes.** Le salaire réel ralentit mais à cause du freinage des salaires nominaux.

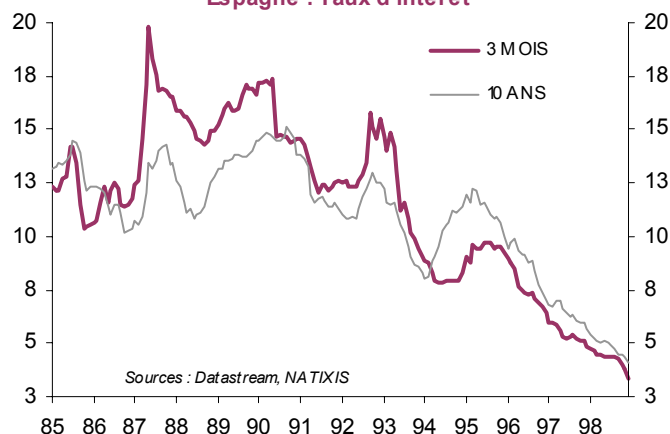
3 Taux d'intérêt, service de la dette, demande

La **sortie du SME** permet une forte baisse des taux d'intérêt (**graphique 24**), d'où une baisse des paiements d'intérêt du secteur privé (**graphique 25**), pas du secteur public avec la hausse de la dette publique (**graphique 26**). La baisse des taux d'intérêt permet une reprise de l'investissement productif et en logements (**graphique 27**) et du crédit à partir de 1996 (**graphique 28 a/b**).

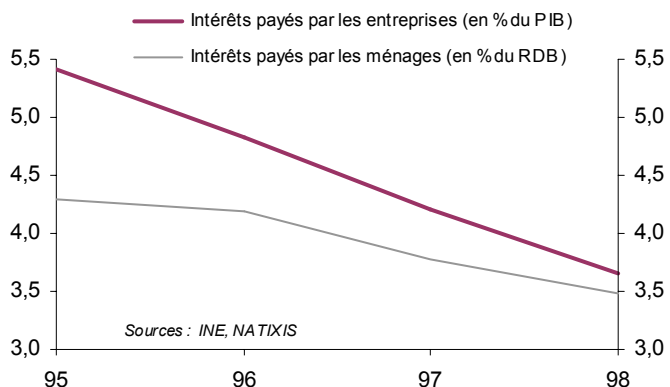
Graphique 23
Espagne : Salaires et prix des importations
(GA en %)



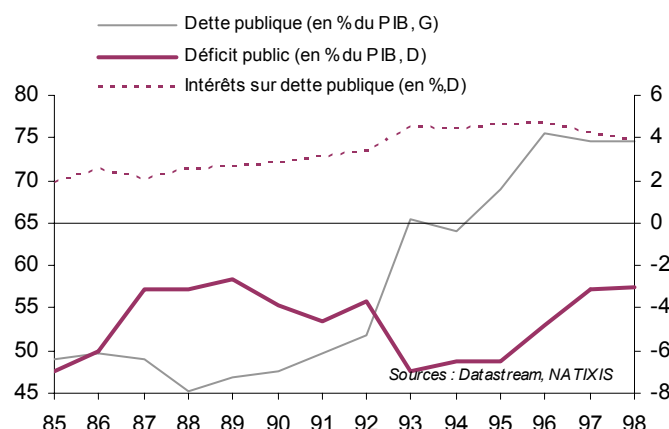
Graphique 24
Espagne : Taux d'intérêt



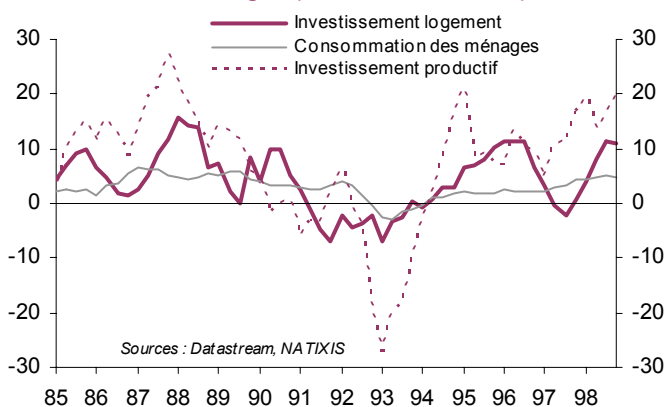
Graphique 25
Espagne: intérêts payés par les ménages et les entreprises



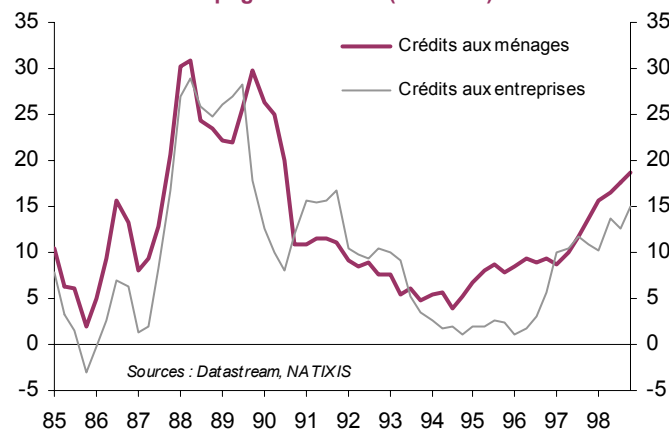
Graphique 26
Espagne : Dettes et intérêts sur dette publique



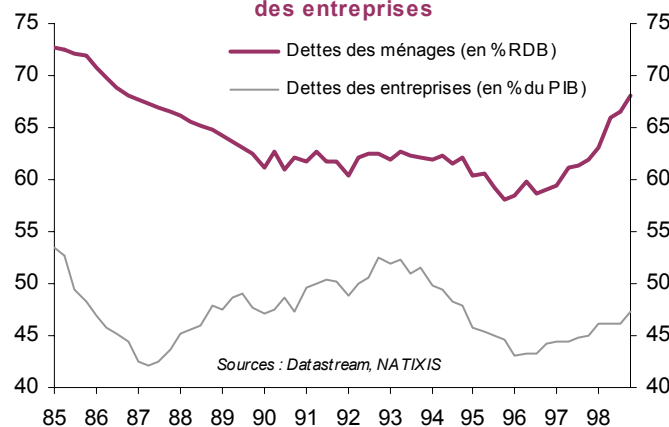
Graphique 27
Espagne : Investissements et consommation des ménages (en volume, GA en %)



Graphique 28 a
Espagne : Crédits (GA en %)



Graphique 28 b
Espagne : Dettes des ménages et des entreprises

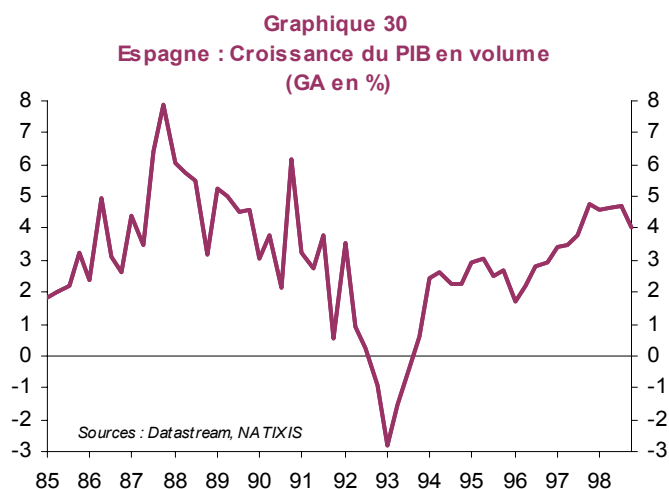
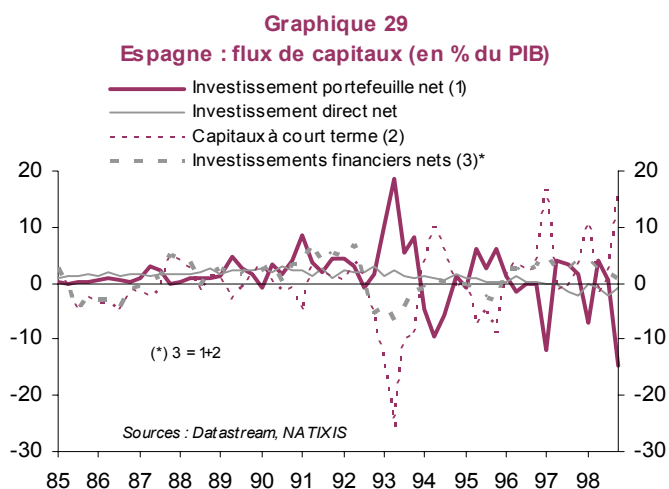


4 Flux de capitaux internationaux

De 1992 à 1995, la sortie du SME a effectivement conduit à des sorties de capitaux financiers ; elle déclenche aussi un déclin des investissements directs en Espagne (graphique 29).

5 Variabilité du taux de change et de l'économie

Le **graphique 22**, le **graphique 19** et le **graphique 30** ne montrent pas de variabilité forte de l'économie espagnole à partir de 1994, après la récession.



Mais il faut tenir compte de ce que, à partir de la moitié des années 1990, l'Espagne a bénéficié de la perspective d'entrée dans l'euro, ce qui a été stabilisant.

Synthèse : quitter la zone euro pour l'Espagne serait une mauvaise idée

L'Espagne va être durablement dans une situation économique très difficile. Mais doit-elle quitter la zone euro ?

Dans la situation **présente les inconvénients seraient nombreux** :

- retour du risque de change, donc difficulté pour attirer des capitaux,
- risque de **variabilité forte du taux de change et de l'économie** comme au Royaume-Uni,
- **hausse forte des taux d'intérêt**, avec la difficulté de financement du déficit extérieur.

De plus, avec le **poids très important des importations et la faible substituabilité entre produits domestiques et étrangers**, une **dépréciation du change pourrait détériorer le commerce extérieur en valeur**.

Quand on regarde **l'expérience de sortie de l'Espagne du SME en 1992**, il faut **faire très attention à ce qu'elle a permis une baisse des taux d'intérêt** alors qu'une sortie de la zone euro aujourd'hui entrainerait une hausse des taux d'intérêt. Sortir d'un régime de change fixe, où il était difficile de maintenir la stabilité de la devise, est très différent de sortir d'une Union Monétaire.

Par ailleurs, **la sortie du SME avait amélioré la balance commerciale de l'Espagne**, alors que nous ne pensons pas que ce serait le cas aujourd'hui (avec les délocalisations, la désindustrialisation...).

Si l'Espagne, en quittant l'euro :

- n'améliore pas sa balance commerciale,
- subit une forte hausse de ses taux d'intérêt,
- et un risque d'attaques spéculatives sur sa devise, **le bilan serait très défavorable; alors que le bilan de la sortie du SME est favorable, avec des effets, nous l'avons vu, très différents sur le commerce extérieur et les taux d'intérêt.**