

## Le scénario catastrophe à moyen terme pour la zone euro

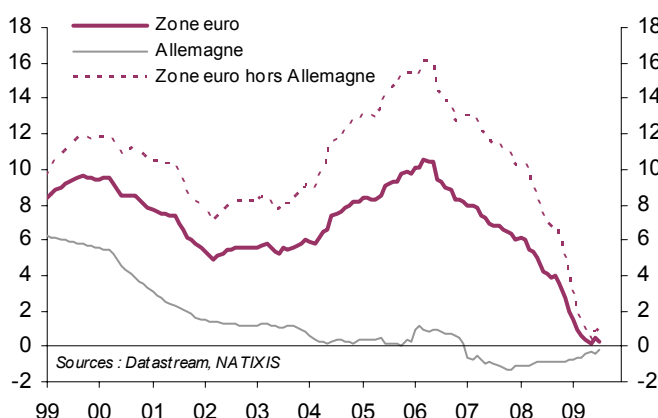
*Nous envisageons cinq évolutions qui mettraient gravement en difficulté la zone euro pour plusieurs années :*

- 1. la poursuite du désendettement du secteur privé, donc la faiblesse de la demande intérieure, qui est très probable ;*
- 2. l'absence de reprise nette des importations des pays émergents, qu'on observe aujourd'hui malgré la reprise de leurs demandes intérieures, d'où la faiblesse durable du commerce mondial ;*
- 3. la baisse des salaires nominaux, qui peut-être s'amorce moins nettement qu'aux Etats-Unis et au Japon, d'où le risque de spirale déflationniste ;*
- 4. le retour du gouvernement chinois au flottement du RMB, d'où la chute du dollar par rapport à l'euro et la remontée des taux d'intérêt à long terme, d'où des difficultés pour les finances publiques ; ceci se produira probablement dans quelques années ;*
- 5. l'hétérogénéité accrue des situations économiques entre les pays de la zone euro, d'où des tensions croissantes entre ces pays, ce qui semble inévitable.*

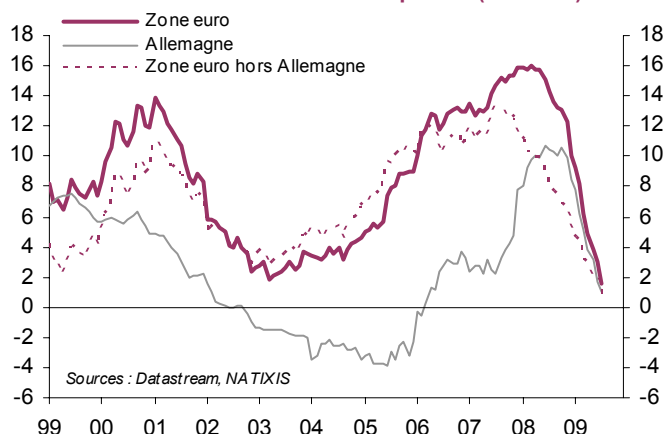
**Menace 1 :  
désendettement  
durable du secteur  
privé**

Les ménages et les entreprises se désendettent dans la zone euro (hors Allemagne, **graphiques 1 a - b**), ce qui affaiblit les demandes intérieures (**graphique 2**) et se transmet à l'Allemagne par le commerce extérieur (**graphique 3**).

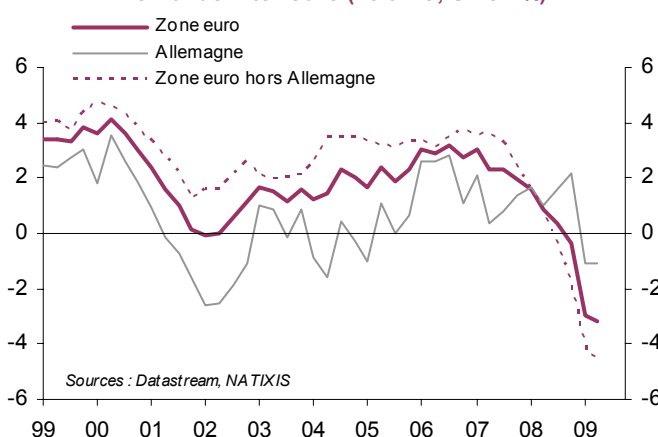
**Graphique 1 a**  
Crédit bancaire aux ménages (GA en %)



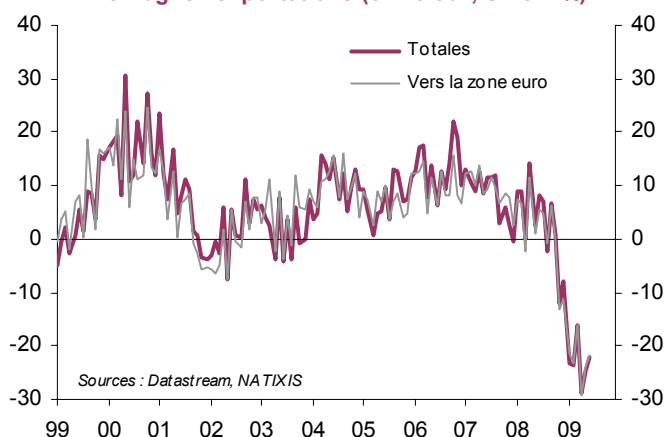
**Graphique 1 b**  
Crédit bancaire aux entreprises (GA en %)



**Graphique 2**  
Demande intérieure (volume, GA en %)

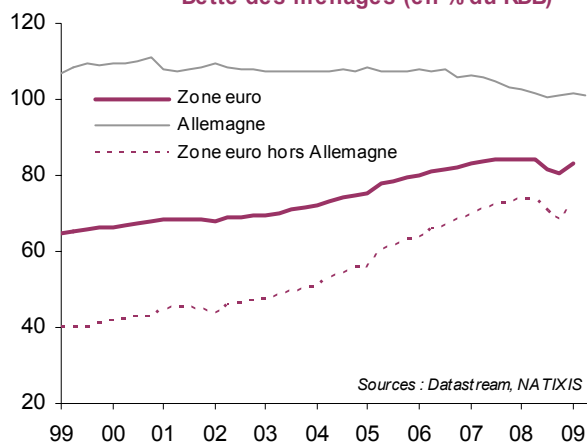


**Graphique 3**  
Allemagne : exportations (en valeur, GA en %)

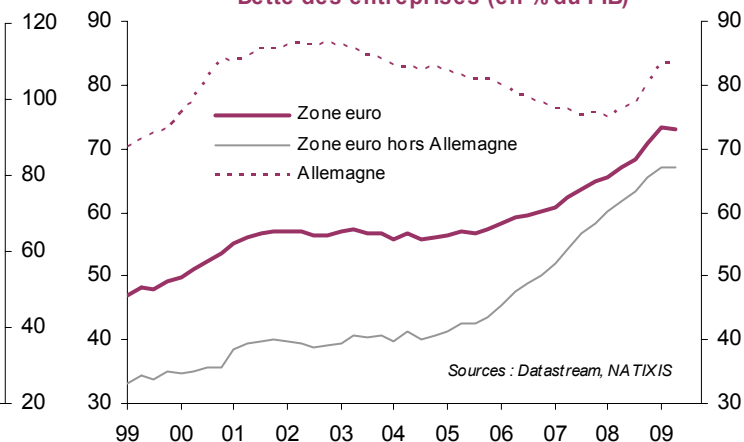


Cette dynamique peut être durable : les taux d'endettement ont beaucoup augmenté (hors Allemagne, **graphiques 4 a - b**) avant la crise, les taux de défaut continuent à augmenter (**graphique 5**), les banques sont plus prudentes, le chômage continue à augmenter (**graphique 6**). **Les pertes d'emplois vont encore être nombreuses, avec la croissance faible, et avec le déficit de productivité du travail (graphique 7) révélant l'insuffisance de l'ajustement de l'emploi.**

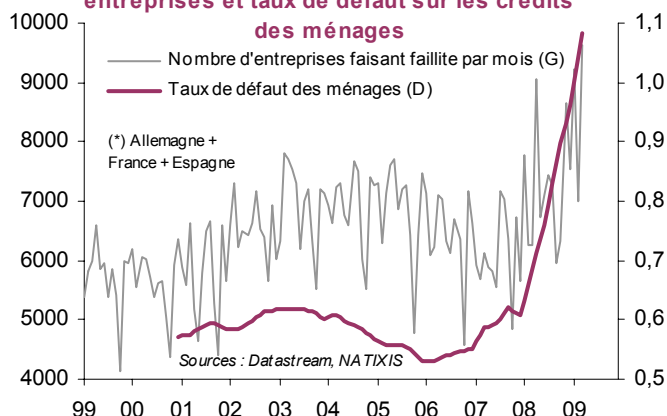
**Graphique 4 a**  
Dette des ménages (en % du RDB)



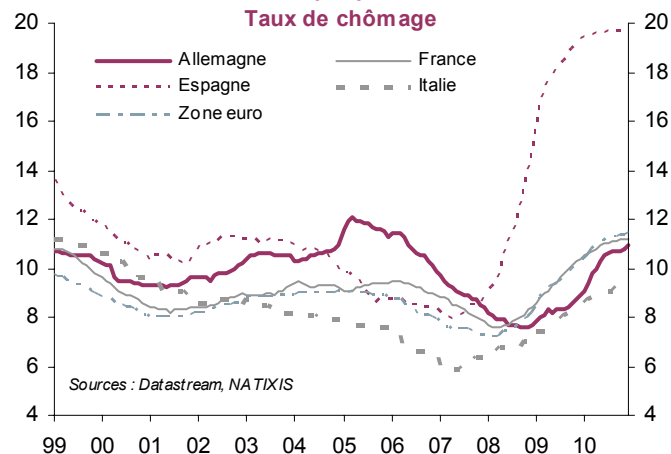
**Graphique 4 b**  
Dette des entreprises (en % du PIB)



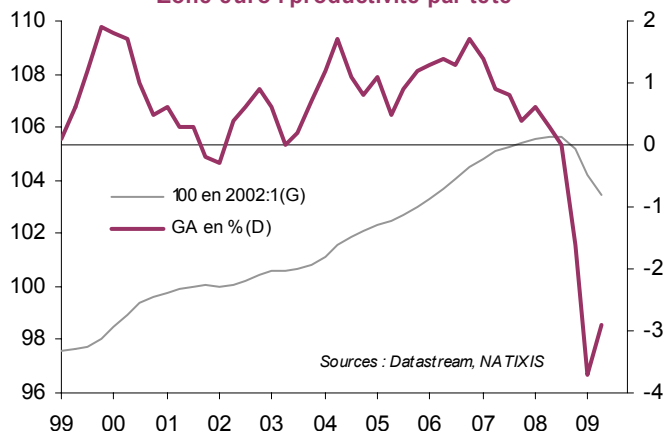
**Graphique 5**  
Zone euro\* : nombre de faillites des entreprises et taux de défaut sur les crédits des ménages



**Graphique 6**  
Taux de chômage



**Graphique 7**  
Zone euro : productivité par tête



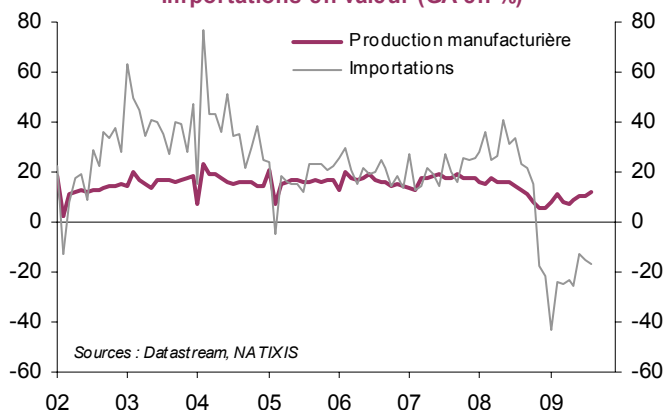
**Si les taux d'endettement des ménages et des entreprises continuent à diminuer, alors la demande intérieure de la zone euro va rester déprimée.**

**Menace 2 : absence de reprise des importations des émergents**

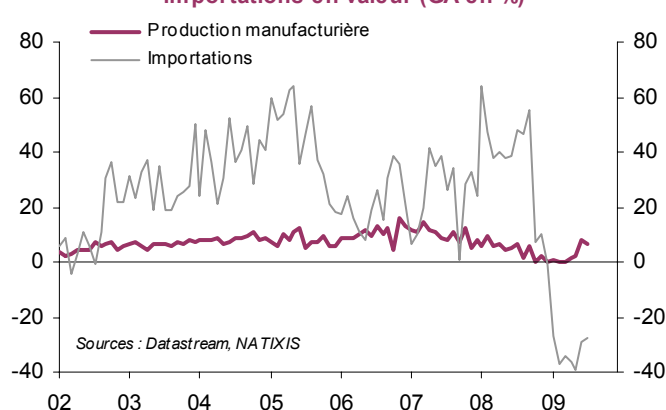
On observe aujourd'hui que **la reprise de la demande intérieure dans les pays émergents ne conduit pas à une reprise des importations mais à la reprise des productions intérieures des pays émergents**. Ceci se voit particulièrement en Asie où la reprise est très nette (graphiques 8 a – b – c).

**Le cas de la Chine (graphiques 8 a – d) est particulièrement clair.**

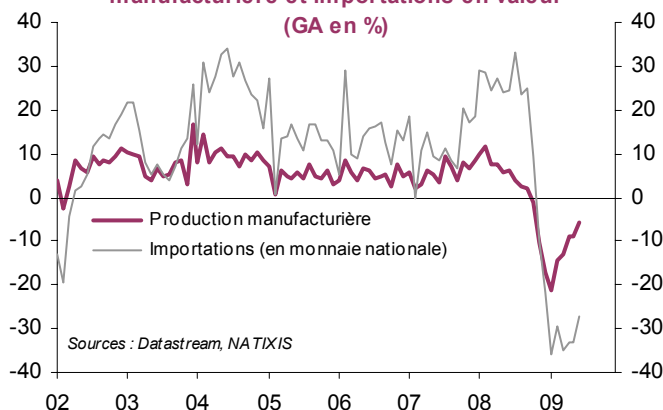
**Graphique 8 a**  
Chine : production manufacturière et importations en valeur (GA en %)



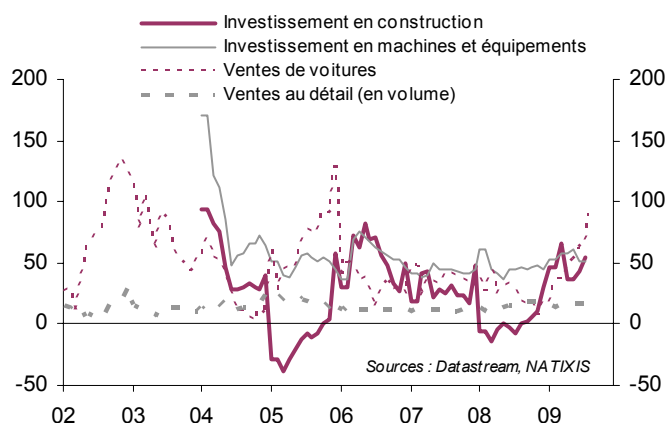
**Graphique 8 b**  
Inde : production manufacturière et importations en valeur (GA en %)



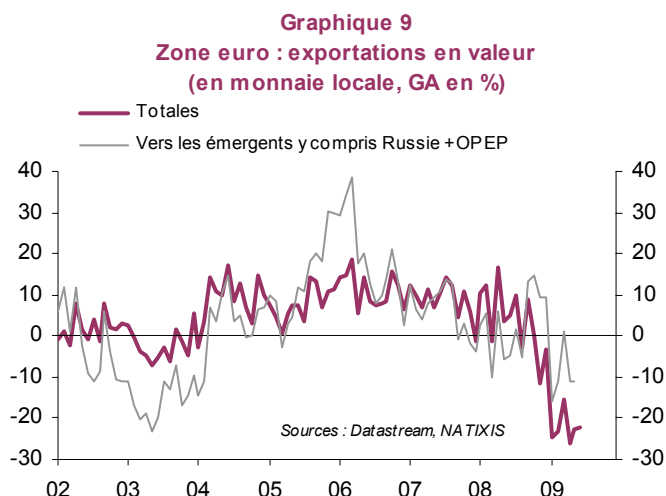
**Graphique 8 c**  
Autres émergents d'Asie : production manufacturière et importations en valeur (GA en %)



**Graphique 8 d**  
Chine : investissement et ventes (GA en %)



Cette situation où **les exportations vers les pays émergents ne redémarrent pas (graphique 9), malgré le redémarrage de leurs demandes intérieures, conduit à l'affaiblissement des exportations au moment où la demande intérieure est faible aussi.**

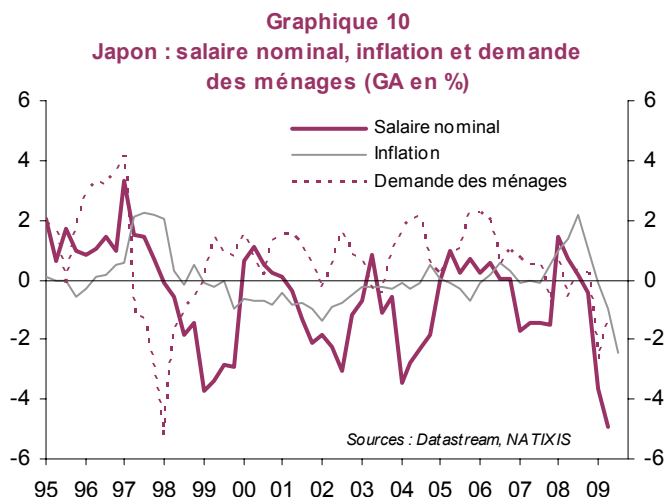


Cette situation est due à **plusieurs causes durables** :

- protectionnisme ;
- bas niveau de gamme (de sophistication) des produits vendus sur les marchés intérieurs des pays émergents, donc de ce fait **le contenu en importations est très faible**.

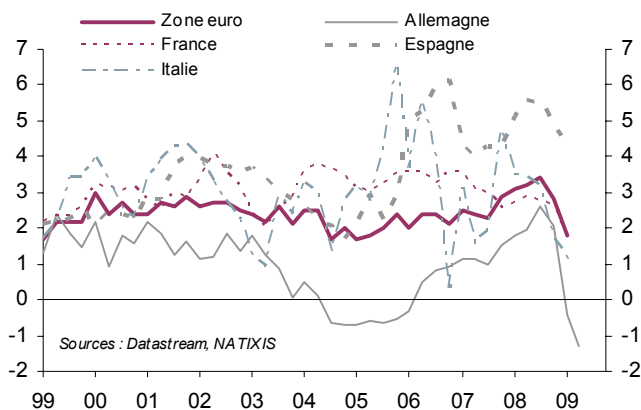
**Menace 3 : risque de baisse des salaires nominaux**

L'expérience du Japon montre que la déflation est déclenchée par la baisse des salaires nominaux, qui entraîne la chute de la demande même si l'inflation est négative (graphique 10).

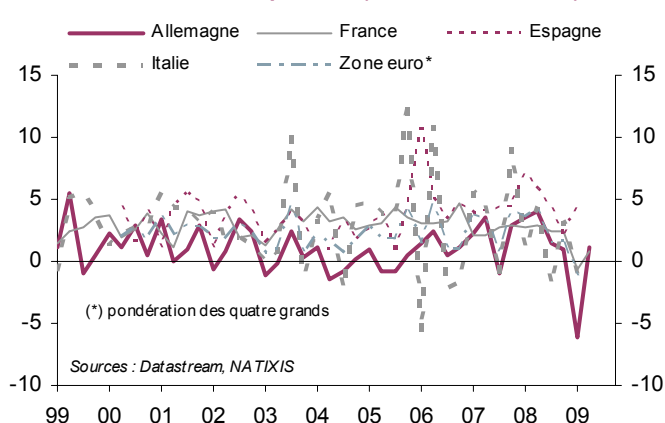


Si les salaires nominaux restent rigides, la baisse des prix au contraire soutient la demande en accroissant les revenus réels, et évite la déflation. On observe aujourd'hui (graphiques 11 a – b) un freinage net des salaires nominaux, sauf en Espagne, qui doit inquiéter, et qu'on n'avait pas observé dans la récession de 2001 – 2003.

**Graphique 11 a**  
Salaire nominal par tête (GA en %)



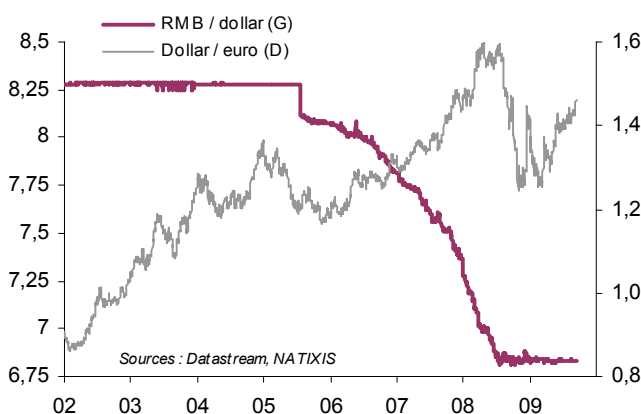
**Graphique 11 b**  
Salaire nominal par tête (T/T en % annualisé)



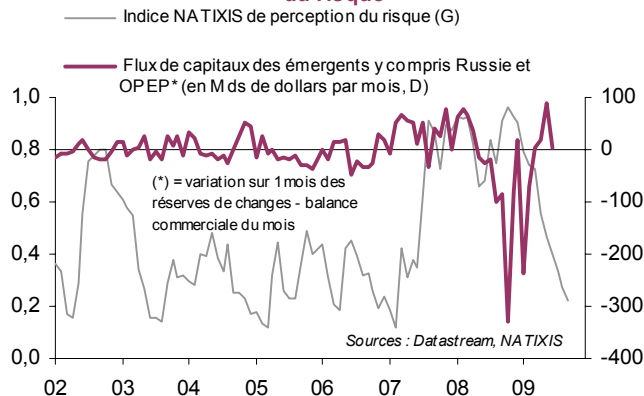
**Menace 4 : retour au flotement du RMB par rapport au dollar**

Le retour à la fixité du RMB par rapport au dollar en juin 2008 (graphique 12) a conduit, dès que les rapatriements de capitaux depuis les émergents dus à la forte aversion pour le risque pendant la crise ont cessé (graphique 13), à la nécessité (depuis le début du 2<sup>ème</sup> trimestre 2009) pour la Chine de soutenir à nouveau le dollar.

**Graphique 12**  
Taux de change

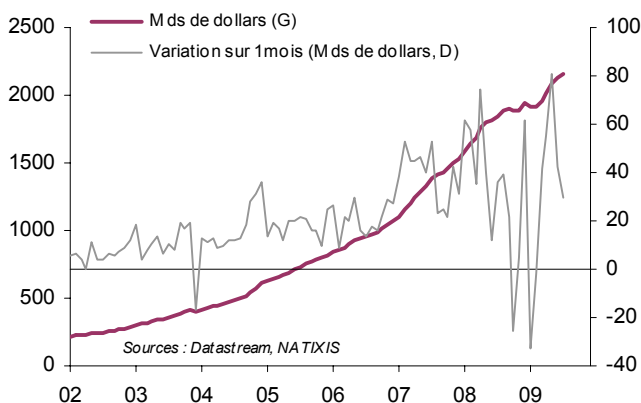


**Graphique 13**  
Flux de capitaux et indice de perception du risque

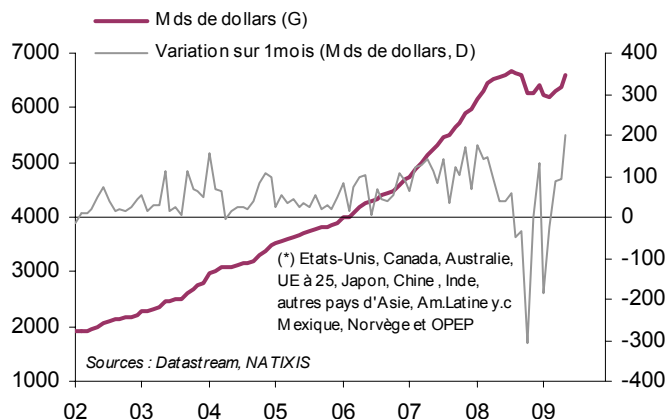


Ceci prend la forme d'une forte accumulation de réserves de change en Chine, à partir d'avril 2009 (lorsque le capital commence à revenir vers les pays émergents) qui contribue largement à l'accumulation de réserves de change mondiales (graphiques 14 a – b).

**Graphique 14 a**  
Chine : réserves de change



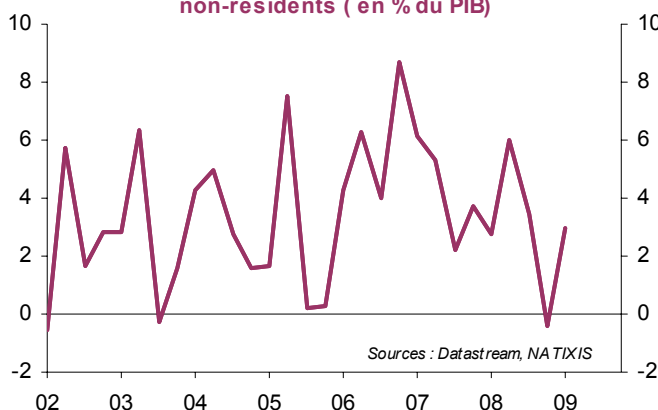
**Graphique 14 b**  
Monde\* : réserves mondiales de change



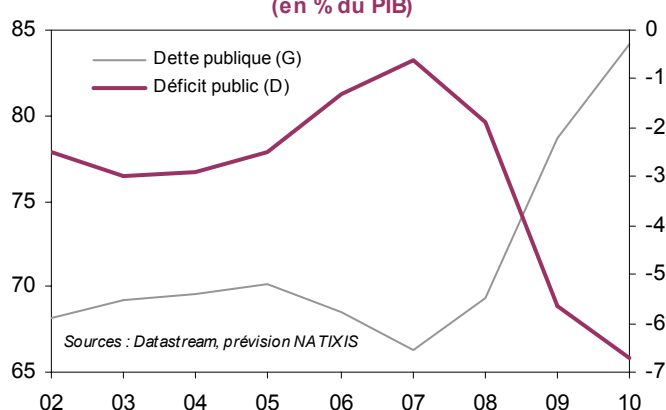
**L'accumulation de réserves de change en Chine** (en Asie, dans les pays exportateurs de pétrole) **a deux effets très favorables pour la zone euro** :

- la stabilisation du dollar par rapport au RMB **évite la dépréciation du dollar par rapport à l'euro** (graphique 12 plus haut) qui viendrait normalement des sorties de capitaux depuis les Etats-Unis, du déficit commercial des Etats-Unis, des politiques économiques très expansionnistes menées aux Etats-Unis ;
- **l'accumulation de réserves de change implique une forte hausse de la demande d'obligations publiques**, qui constituent une partie importante des réserves de change. Ces achats d'obligations publiques par les non-résidents (graphique 15 a) permettent que malgré **les perspectives pour les finances publiques de la zone euro** (graphique 15 b), **les taux d'intérêt à long terme restent faibles** (graphique 15 c).

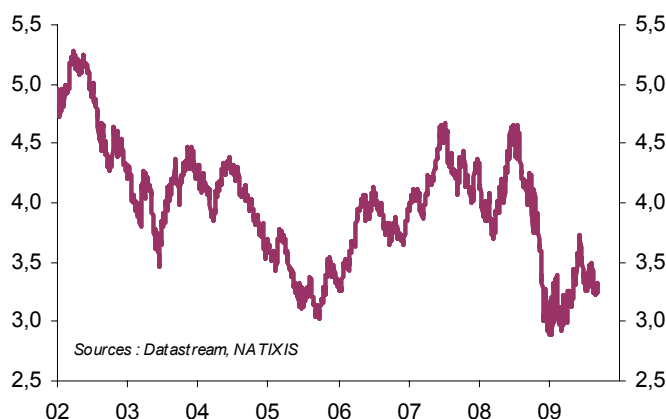
**Graphique 15 a**  
Zone euro : achats nets d'obligations par les non-résidents ( en % du PIB)



**Graphique 15 b**  
Zone euro : déficit public et dette publique (en % du PIB)



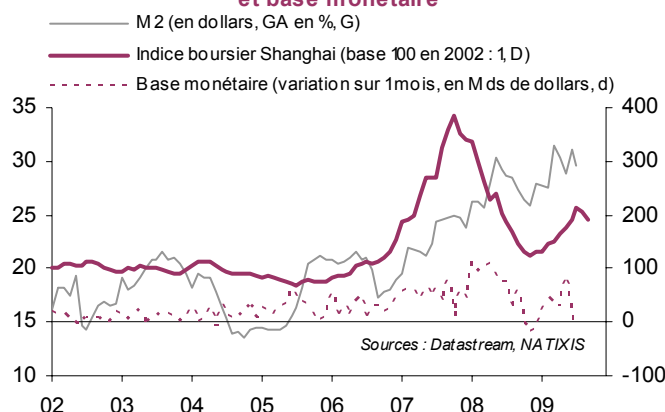
**Graphique 15 c**  
Allemagne : taux d'intérêt à 10 ans (Bund)



Si la Chine décide dans le futur, de faire flotter à nouveau le RMB par rapport au dollar, la dynamique inverse se déclencherait : dépréciation forte du dollar par rapport à l'euro, remontée des taux d'intérêt à long terme dans un environnement de dettes publiques très élevées.

Cette évolution se produira probablement dans quelques années, la stabilité du taux de change RMB / dollar et l'accumulation de réserves qu'elle entraîne **déstabilisant la politique monétaire domestique de la Chine**, la liquidité, les prix des actifs (graphique 16).

**Graphique 16**  
Chine : indice boursier Shanghai, M2  
et base monétaire

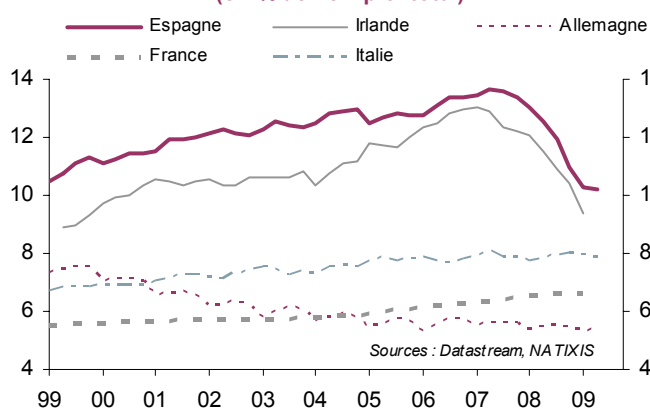


**Menace 5 :  
hétérogénéité accrue  
des situations  
économiques**

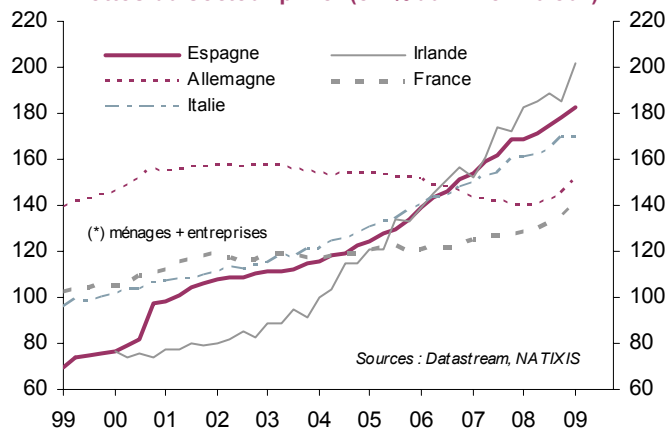
Nous pensons que la crise va faire apparaître **une hétérogénéité accrue des situations économiques des pays de la zone euro** pour diverses raisons :

- dans certains pays (Espagne, Irlande) avant la crise, **le rôle de la construction et du crédit était beaucoup plus important que dans les autres pays** (graphique 17 a – b) donc la crise entraîne **une perte beaucoup plus forte d'activité** ;
- certains pays (Allemagne) profiteront beaucoup plus que les autres de la **reprise de l'activité dans les pays émergents**, si elle entraîne, ce point a été discuté plus haut, une reprise du commerce mondial (graphique 18) ;
- avec l'arrêt de la hausse de l'endettement, la croissance va être déterminée par la croissance potentielle, et celle-ci va être très différente d'un pays à l'autre en raison des écarts des gains tendanciels de productivité du travail (qu'il faut regarder avant la crise (graphique 19).

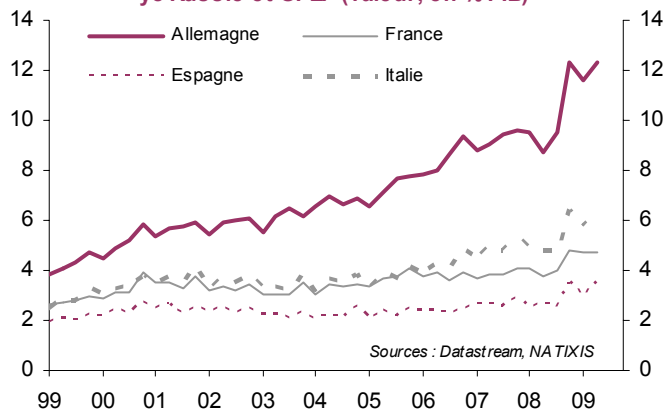
**Graphique 17 a**  
Part de l'emploi dans la construction  
(en % de l'emploi total)



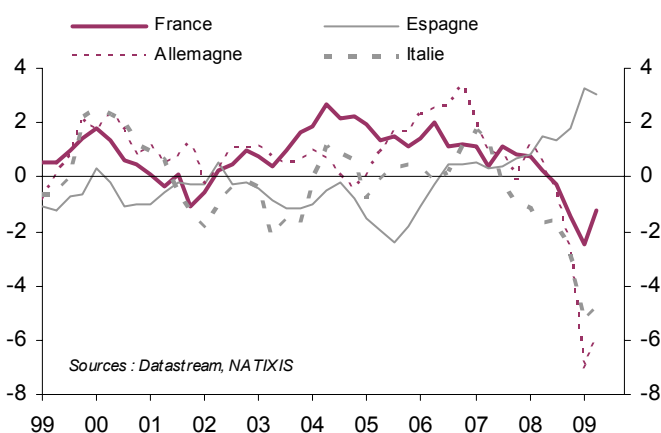
**Graphique 17 b**  
Dettes du secteur privé\* (en % du PIB en valeur)



**Graphique 18**  
Exportations vers l'ensemble des émergents  
yc Russie et OPEP (valeur, en % PIB)

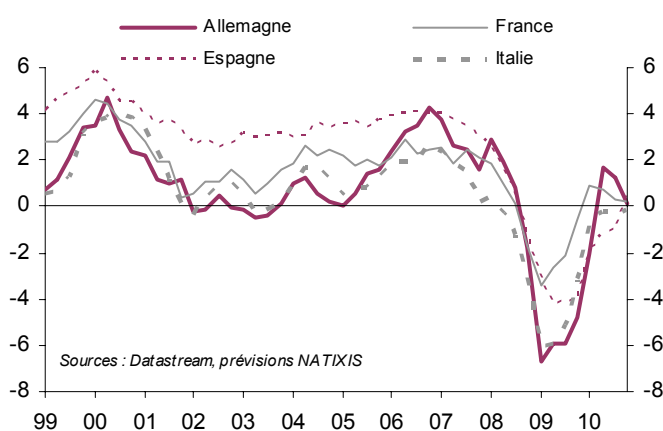


**Graphique 19**  
Productivité par tête (GA en %)

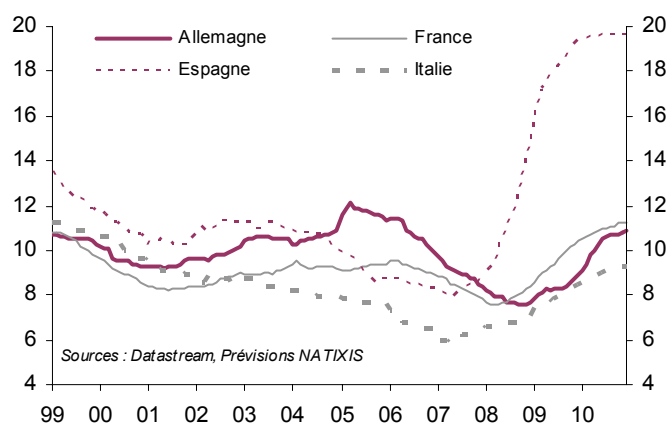


On doit donc s'attendre à une divergence des taux de croissance et des taux de chômage dans le futur (graphiques 20 a – b), non compensable en l'absence, on le sait, de mobilité du travail, de fédéralisme fiscal, d'où une forte tension entre les pays.

**Graphique 20 a**  
Croissance du PIB (volume, GA en %)



**Graphique 20 b**  
Taux de chômage



**Synthèse : avalanche de problèmes à moyen terme de la zone euro ?**

Nous envisageons donc pour la zone euro :

- la faiblesse durable de la demande intérieure avec la poursuite du désendettement ;
- la faiblesse des exportations si la « déglobalisation » se poursuit ;
- la dynamique déflationniste, si les salaires nominaux baissent ;
- l'appréciation de l'euro et la remontée des taux d'intérêt à long terme quand la Chine laissera à nouveau flotter le RMB vis-à-vis du dollar ;
- des tensions entre les pays dues à l'hétérogénéité croissante des situations économiques.