NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

31 janvier 2012 – N°95

Attention aux pays du Sud de la zone euro : avec le recul de leur demande intérieure et leurs coûts salariaux plus faibles, ils peuvent devenir compétitifs à l'exportation

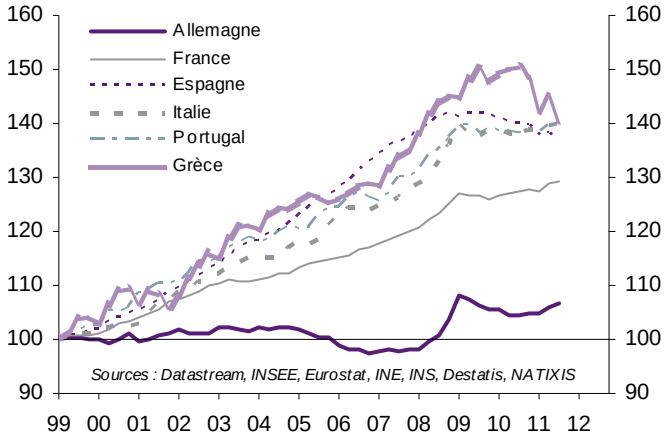
On entend souvent dire que le problème des pays du Sud de la zone euro (Espagne, Italie, Grèce, Portugal) est leur perte de compétitivité-coût par rapport à l'Allemagne depuis la création de l'euro. Mais le niveau de coût salarial de ces pays reste faible par rapport à l'Allemagne ou à la France. Avec le recul de la demande intérieure dans ces pays, la production industrielle devient disponible pour l'exportation, et le faible niveau relatif des coûts unitaires peut conduire à des gains de parts de marché au détriment des autres pays de la zone euro. Ceci s'observe déjà pour l'Espagne et le Portugal, mais pas pour l'Italie et encore moins pour la Grèce. Le pays qui risque d'être le plus grand perdant est la France.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

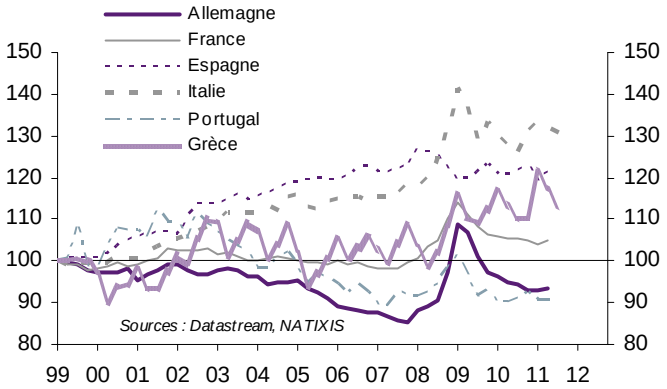
Si on ne regarde que les évolutions des coûts salariaux, on voit une perte de compétitivité des pays du Sud de la zone euro

L'analyse la plus fréquente met en avant **la perte de compétitivité-coût des pays du Sud de la zone euro** (Italie, Espagne, Grèce, Portugal) **depuis la création de l'euro (graphiques 1a/b)**, **par rapport à l'Allemagne et même à la France** (ceci ne s'applique pas au Portugal pour l'industrie).
On demande alors fréquemment à ces pays de réduire leurs coûts salariaux pour redevenir compétitifs et retrouver la croissance.

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



Graphique 1b
Coût salarial manufacturier unitaire (100 en 1999:1)



Mais le niveau des coûts salariaux est plus bas dans les pays du Sud de la zone euro

La hausse des coûts salariaux unitaires dans le Sud de la zone euro, qui est normale puisqu'il y a convergence progressive des coûts unitaires dans une union monétaire, **ne doit pas cacher que le niveau des coûts salariaux est plus faible dans le Sud de la zone euro qu'en Allemagne ou en France (Tableau 1, graphique 2).**

Le coût salarial unitaire est plus faible en Espagne, au Portugal et en Grèce qu'en Allemagne (graphique 2) ; **le coût salarial horaire** est plus faible en Grèce, en Espagne, en Italie, au Portugal qu'en Allemagne, (tableau 1).

Graphique 2
Coût salarial unitaire* (Allemagne = 100)

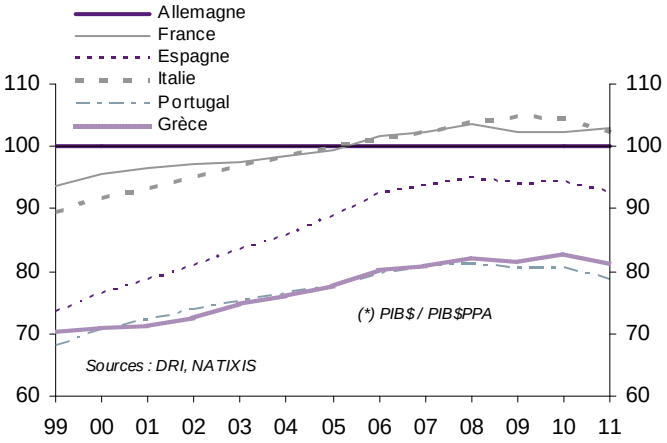


Tableau 1
Coût horaire de la main d'oeuvre dans l'industrie, charges comprises, en €

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Belgique	33,4	34,5	35,4	36,7	38,2	40,1
Allemagne	30,2	31,4	31,6	32,3	33,0	33,1
Estonie	17,5	19,7	23,0	28,0	30,3	30,1
Grèce	17,0	14,9	15,1	15,7	16,3	16,6
Espagne	17,9	18,7	19,4	20,3	21,5	21,7
France	28,7	29,6	30,3	31,3	32,9	34,2
Italie	21,7	22,3	22,8	23,6	25,2	25,3
Chypre	12,3	12,8	13,3	14,1	14,5	14,8
Luxembourg	25,7	26,5	27,4	28,2	29,6	29,5
Pays-Bas	28,2	28,6	29,4	30,3	31,1	31,3
Autriche	26,7	27,5	28,1	29,0	30,8	30,3
Portugal	9,0	9,3	9,3	9,9	10,1	10,3
Slovénie	10,5	11,3	11,7	12,3	12,6	12,9
Slovaquie	5,8	6,5	6,9	7,4	7,9	7,9
Finlande	27,7	28,3	29,0	30,1	31,8	31,4
Islande				20,1	17,4	20,6
Irlande				28,0	30,3	29,6

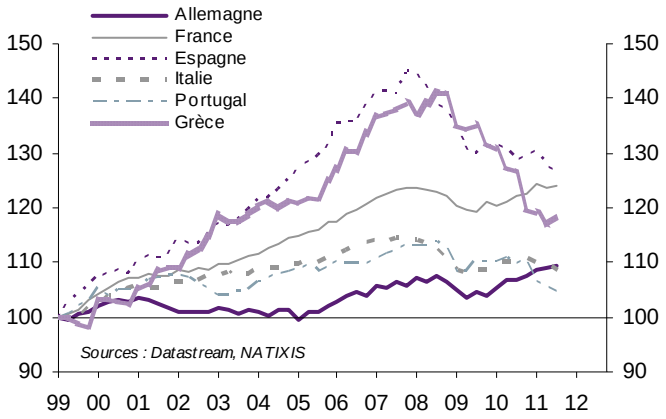
Sources: eurostat, Calcul NATIXIS

Le recul de la demande intérieure libère des productions exportables

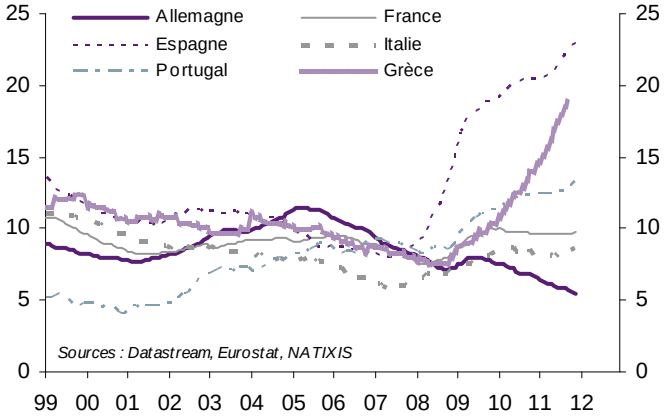
Les pays du Sud de la zone euro (particulièrement l'Espagne, le Portugal, la Grèce) **connaissent un fort recul de leur demande intérieure (graphique 3),** avec la hausse du chômage **(graphique 4a)**, la baisse des salaires réels **(graphique 4b)**, les politiques budgétaires restrictives **(graphique 4c)**, le recul des investissements des entreprises…

Le recul de la demande intérieure libère la production manufacturière pour l'exportation, puisqu'elle n'est plus absorbée par la demande intérieure (graphique 5), au Portugal, en Italie, en Espagne, en Grèce.

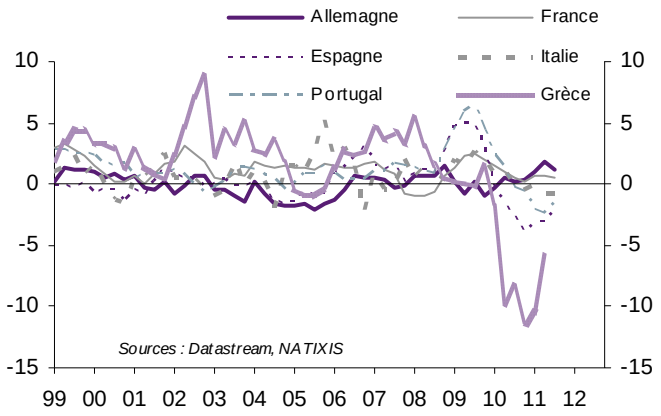
Graphique 3
Demande intérieure volume (100 en 1999:1)



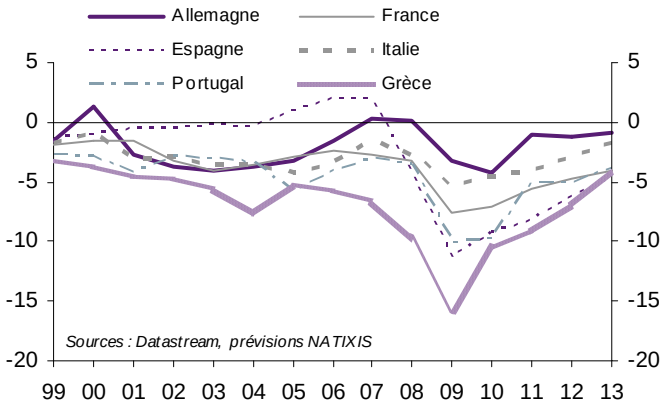
Graphique 4a
Taux de chômage



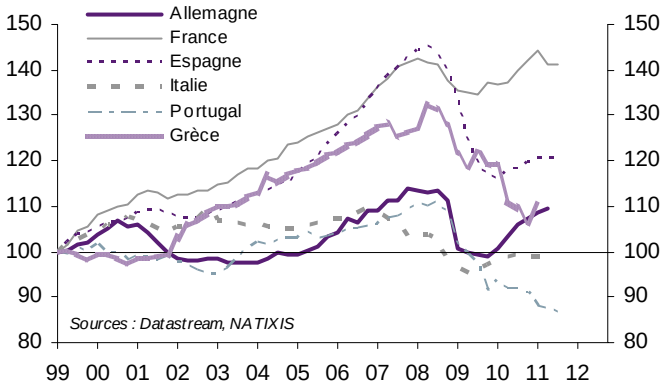
Graphique 4b
Salaire réel par tête (avec prix conso, GA en %)



Graphique 4c
Déficit public (en % du PIB, valeur)



Graphique 5
Demande intérieure en produits manufacturiers (volume, 100 en 1999:1)

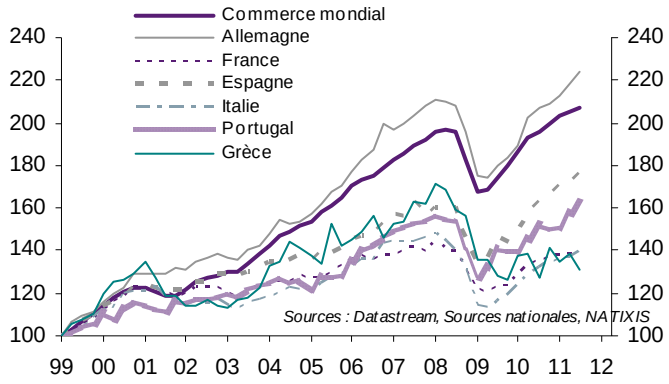


Si les coûts salariaux sont plus faibles et si la capacité de production devient exportable dans les pays du Sud de la zone euro, ils devraient gagner des parts de marché à l'exportation

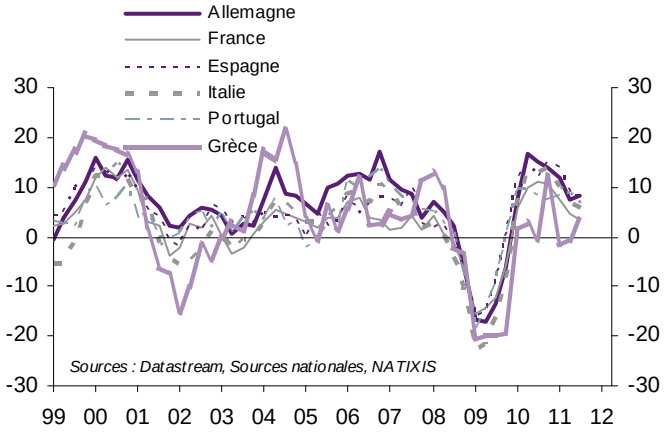
Tant que la demande intérieure des pays du Sud de la zone euro est forte, la production domestique est absorbée par la demande intérieure et le fait que les coûts salariaux soient plus faibles dans les pays du Sud de la zone euro ne leur permet pas d'avoir une bonne performance à l'exportation. Mais aujourd'hui, **il y a normalement à la fois dans les pays du Sud de la zone euro coûts salariaux plus faibles qu'en Allemagne ou en France et capacités disponibles pour l'exportation. Ceci doit entraîner en principe l'apparition de gains de parts de marché**. Qu'observe-t-on ?

On voit bien, depuis la fin de 2009, **une progression rapide des exportations de l'Espagne et du Portugal, mais pas de la Grèce ou de l'Italie (graphiques 6a/b).** Le déficit commercial se réduit visiblement en Grèce, en Espagne et au Portugal **(graphique 6c, graphique 6g), mais la production manufacturière ne se redresse pas (graphique 6d),** avec la baisse de la demande intérieure. **Les parts de marché à l'exportation se redressent en 2011, en Espagne, en Grèce, au Portugal (graphiques 6e/f)**. On voit donc une amélioration de la performance à l'exportation **en Espagne et au Portugal**.

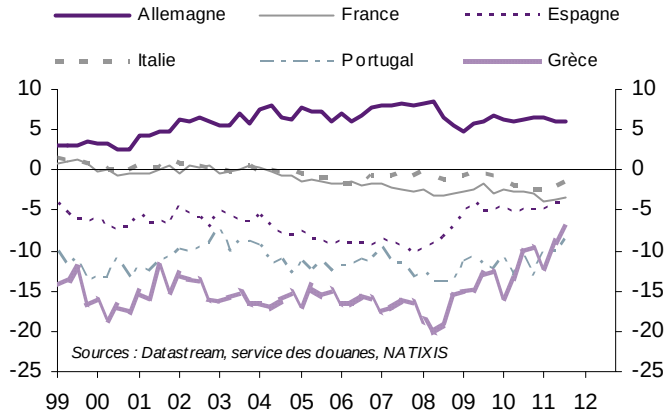
Graphique 6a
Commerce mondial et exportations (volume, 100 en 1999:1)



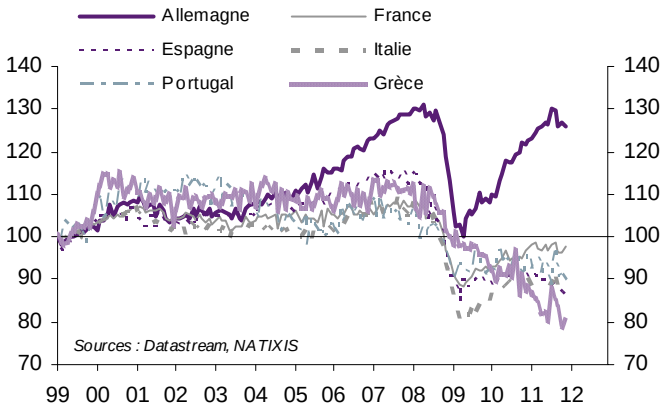
Graphique 6b
Exportations (volume, GA en %)



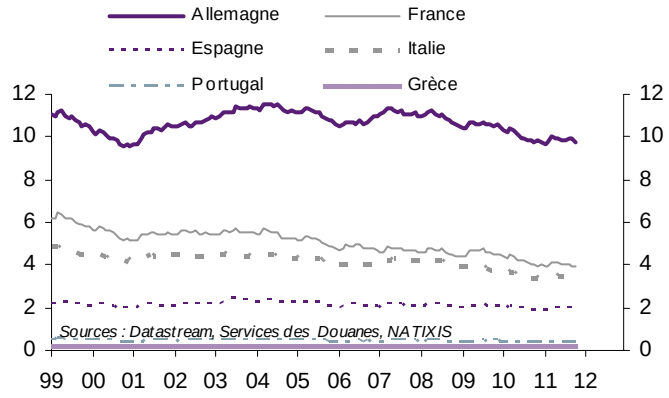
Graphique 6c
Balance commerciale (en % du PIB)



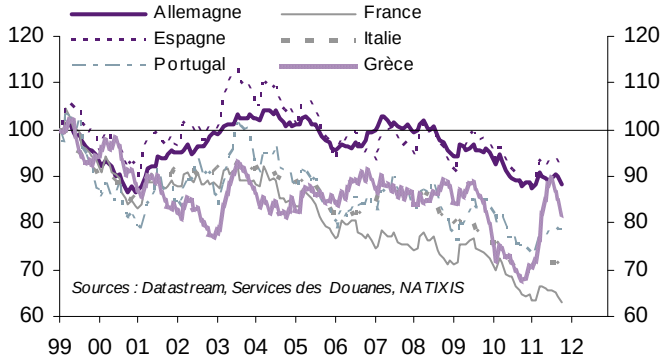
Graphique 6d
Production manufacturière (100 en 1999:1)



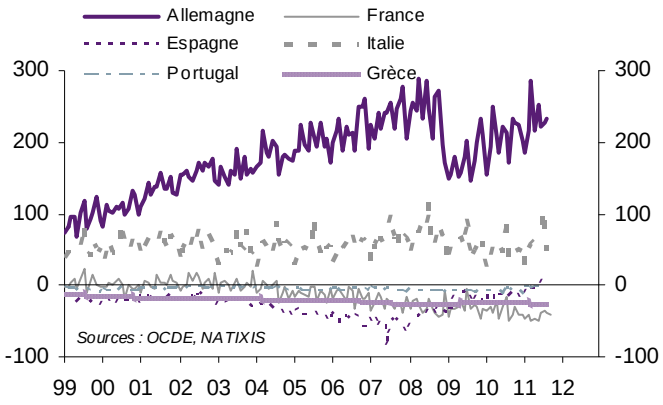
Graphique 6e
Exportations totales (valeur, en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP)



Graphique 6f
Exportations totales (en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP, valeur, 100 en 1999:1)

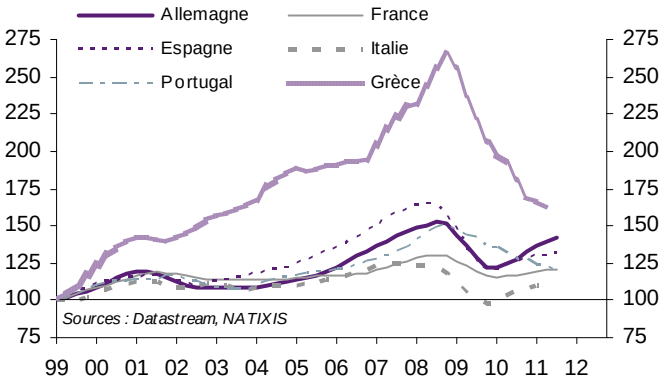


Graphique 6g
Balance commerciale en biens manufacturés
(en Mds d'euros, annualisée)



La Grèce ne peut pas profiter de cette configuration favorable (recul de la demande intérieure, coûts salariaux faibles) **en raison de l'effondrement de l'offre** (graphique 6d plus haut**, graphique 7)**, de la désorganisation de l'économie.

Graphique 7
Investissement productif
(volume, 100 en 1999:1)



L'Italie ne profite pas non plus de cette situation, probablement, les coûts salariaux en Italie (tableau 1), même plus faibles que ceux de la France et de l'Allemagne sont trop élevés par rapport à ceux de l'Espagne ou du Portugal.

Synthèse : une configuration inquiétante pour la France

Nous avons vu que les pays du Sud de la zone euro :

- **disposent maintenant de capacités de production exportables** avec le recul de la demande intérieure ;
- **ont des coûts salariaux plus faibles** que l'Allemagne ou la France (il faut regarder **le niveau des salaires** et non leur évolution depuis 1999).

Ceci leur permet normalement de gagner des parts de marchés à l'exportation, ce qui est le cas pour l'Espagne et le Portugal, pas pour la Grèce (avec les disparitions d'entreprises, la perte d'offre) **et pas pour l'Italie** (compétitivité insuffisante ?)

Qui est menacé le plus par cette compétitivité retrouvée de certains pays du Sud de la zone euro ? Les pays de la zone euro à coûts salariaux élevés et à niveau de gamme trop faible (ce qui ne leur permet pas de se différencier). **Un exemple évident est la France dont la part de marché à l'exportation** (graphique 6f) **recule fortement.**
La France est le pays de la zone euro avec l'élasticité-prix de ses exportations la plus élevée (0,83, contre 0,60 en Espagne ; 0,40 en Allemagne et en Italie), **ce qui révèle le faible niveau de gamme de production.**

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable 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.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant 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.

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 conseils, ni toute autre personne accepte 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 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 sont 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 évènements 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 conseils 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 agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) 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'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP 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 ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la ***Rule* 15(a) (6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank –Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6).** This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA

GROUPE BPCE

Natixis - 47, quai d'Austerlitz 75013 Paris - France - Tel.: +33 1 58 32 30 00 - **www.natixis.com**