

Flash Economie


2 janvier 2019 - 1

Le choix impossible des pays en difficulté de la zone euro

Les pays en difficulté de la zone euro (Italie, peut-être même France) sont confrontés aujourd'hui au choix entre :

- sortir de l'euro et déprécier leur taux de change, ce qui entraînerait de fortes difficultés et même des défauts pour tous les agents économiques (Etats, entreprises, banques) qui ont une dette extérieure en euros ;
- rester dans l'euro et subir :
 - l'impossibilité de monétiser les déficits publics, donc une forte hausse des taux d'intérêt lorsque la politique budgétaire devient plus expansionniste ;
 - l'impossibilité de corriger un handicap de compétitivité-coût autrement que par une dévaluation interne, c'est-à-dire par la baisse des salaires ;
 - la concurrence des pays qui ont mis en place une dévaluation interne (comme l'Espagne).

Sortir de l'euro est donc catastrophique, mais rester dans l'euro peut être catastrophique aussi.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

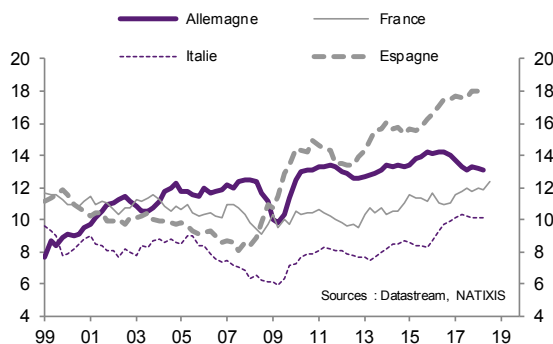
www.research.natixis.com

L'Italie et à moindre degré la France sont en difficulté

Quand on regarde les situations économiques de l'Italie et de la France, on voit :

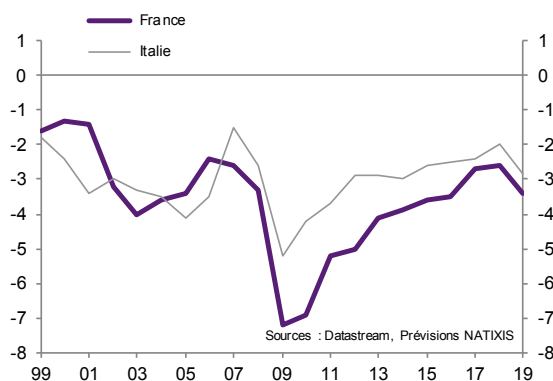
- la faiblesse de la profitabilité des entreprises (graphique 1) ;

Graphique 1
Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB valeur)



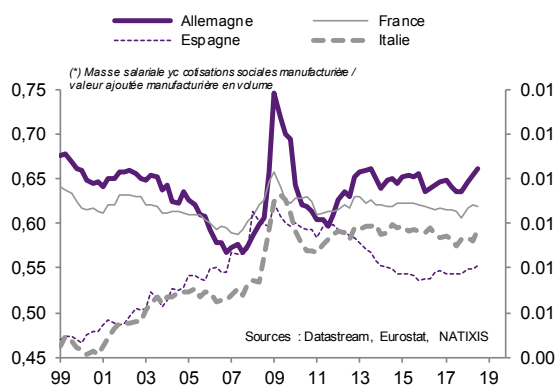
- la pression à l'augmentation des déficits publics avec la volonté de soutenir la demande, le pouvoir d'achat (graphique 2) ;

Graphique 2
Déficit public (en % du PIB valeur)

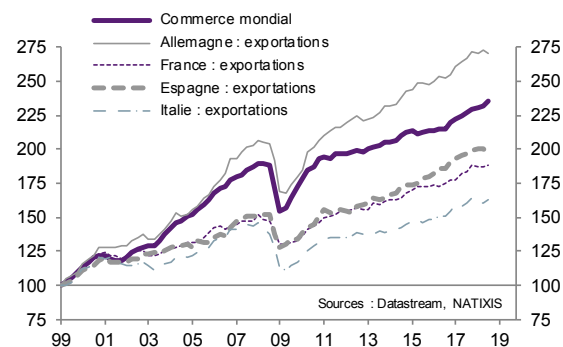


- la dégradation de la compétitivité-coût (graphique 3a) et les pertes de parts de marché (graphique 3b) ;

Graphique 3a
Niveau de coût salarial unitaire manufacturier*

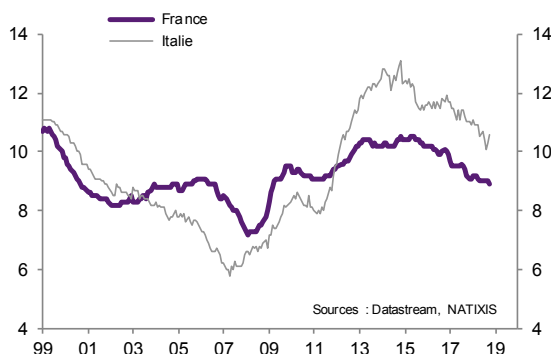


Graphique 3b
Commerce mondial et exportations
(volume, 100 en 1999:1)



- le niveau élevé du chômage structurel (graphique 4).

Graphique 4
Taux de chômage (en %)

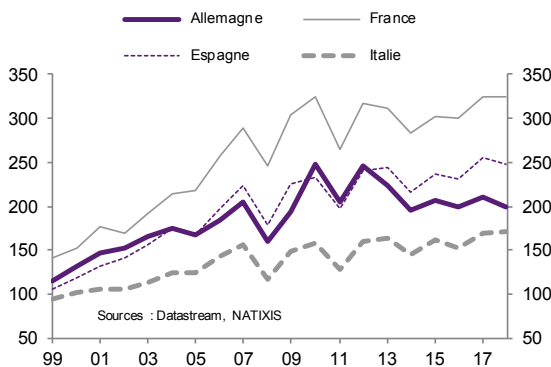


On voit donc les difficultés assez sévères auxquelles l'Italie et la France sont confrontées. Quelles peuvent alors être les stratégies de ces deux pays vis-à-vis de l'euro ?

Pour les pays en difficulté de la zone euro, sortir de l'euro serait une catastrophe mais rester dans l'euro pourrait être une catastrophe aussi

- 1- Les pays de la zone euro ont des dettes extérieures brutes, essentiellement en euros, très importantes (graphique 5).

Graphique 5
Dettes extérieures brutes (en % du PIB valeur)



Sortir de l'euro et dévaluer conduirait à une hausse insupportable du poids des dettes extérieures en euros pour les entreprises, les banques. Ces emprunteurs ne peuvent pas convertir leurs dettes en monnaie nationale (ce serait un défaut), et seraient donc menacés de faillite par la hausse de la valeur en monnaie nationale de leur dette extérieure.

2- Mais rester dans l'euro conduit aussi à une situation très dangereuse pour les pays en difficulté avec :

- **l'impossibilité de monétiser les déficits publics**, donc la hausse rapide des taux d'intérêt à long terme lorsque le déficit public augmente, comme on le voit aujourd'hui en Italie (graphique 2 plus haut, **graphique 6**) ;

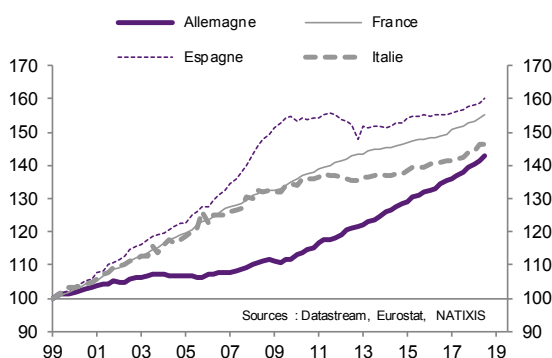
Graphique 6
Ecart des taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat entre l'Italie et l'Allemagne (en %)



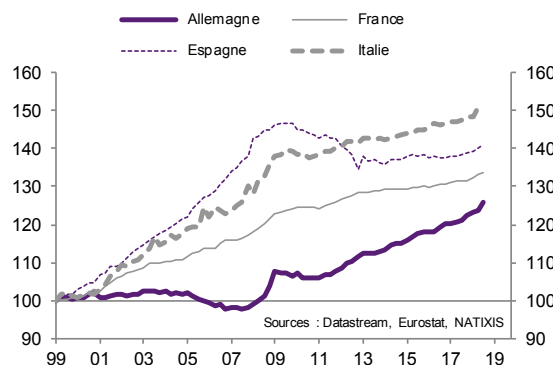
- **l'impossibilité de compenser un handicap de compétitivité-coût** (comme celui de la France et de l'Italie, graphiques 3a/b plus haut) **autrement que par une dévaluation interne, c'est-à-dire par la compression des salaires**, comme on l'a vu en Espagne (graphique 3a plus haut, **graphiques 7a/b**).

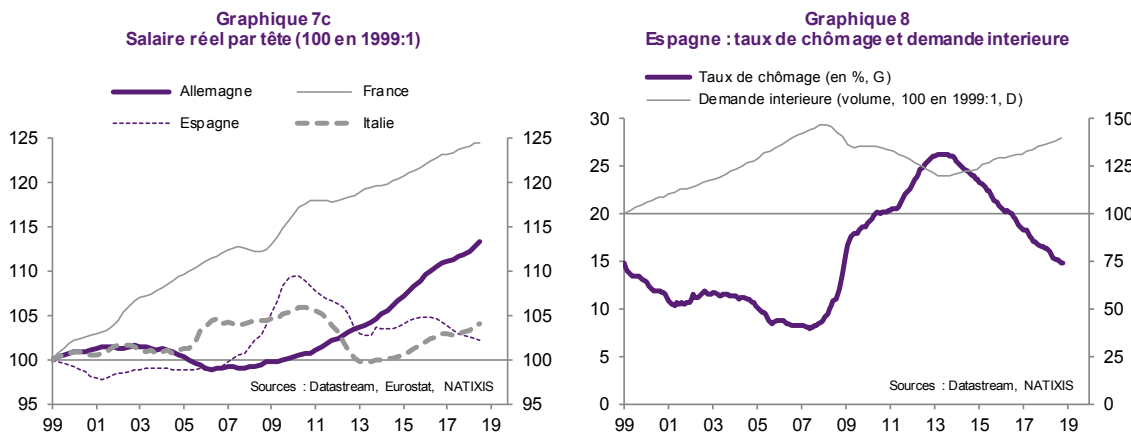
La compression des salaires, le recul du pouvoir d'achat des salaires (**graphique 7c**) a un coût économique très important (perte de consommation, d'emploi) comme on l'a vu en Espagne (**graphique 8**) ;

Graphique 7a
Salaire nominal part tête (100 en 1999:1)



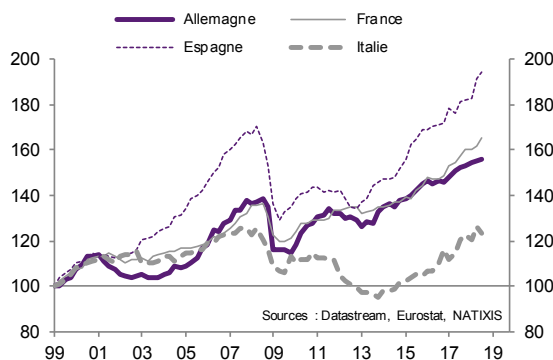
Graphique 7b
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)





- **la concurrence des pays qui ont mis en place des dévaluations internes** : la dévaluation interne de l'Espagne y fait progresser les exportations (graphique 3b plus haut) et l'investissement (**graphique 9**) au détriment de la France et de l'Italie.

Graphique 9
Investissement productif (volume, 100 en 1999:1)



Synthèse : tous les choix sont mauvais

Si un pays de la zone euro est en difficulté :

- **s'il sort de l'euro**, il met en grande difficulté tous les agents économiques avec une dette extérieure (banques, entreprises...);
- **s'il reste dans l'euro**, il ne peut pas monétiser ses déficits publics, il ne peut améliorer sa compétitivité que par une dévaluation interne, c'est-à-dire par la compression des salaires.

Les deux choix (sortir de l'euro, rester dans l'euro) sont donc mauvais pour un pays en difficulté 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 conseils, 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 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 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'exerce 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 de manière 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 propre 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), SOUS-SIGNÉ(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) 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>