

## Flash Economie

11 juin 2018 - 665

### Les dysfonctionnements de la zone euro et la crise italienne

On peut assez facilement expliquer l'apparition de la crise italienne par les dysfonctionnements de la zone euro.

- Lorsqu'un pays, comme l'Italie, a un problème de compétitivité-coût, il doit mettre en place une dévaluation interne (une compression de ses coûts salariaux) sans soutien des pays plus compétitifs. L'Italie ayant refusé cet ajustement, sa compétitivité s'est continuellement dégradée.
- L'absence de fédéralisme a permis qu'il y ait divergence depuis la crise des niveaux de revenu par tête entre les pays de la zone euro, ce qui a accru le sentiment anti-européen dans des pays comme l'Italie où le niveau de revenu relatif recule.
- L'absence de dette publique commune et de mutualisation du risque souverain permet qu'une crise de liquidité sur la dette publique apparaisse dans un pays de la zone euro.

Les problèmes économiques de l'Italie (sous-investissement, stagnation de la productivité, faiblesse des compétences de la population active) ont des causes domestiques.

Mais s'il y avait symétrie dans les ajustements de la compétitivité, fédéralisme et mutualisation du risque souverain, ces problèmes économiques ne déclencheraient pas une crise.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

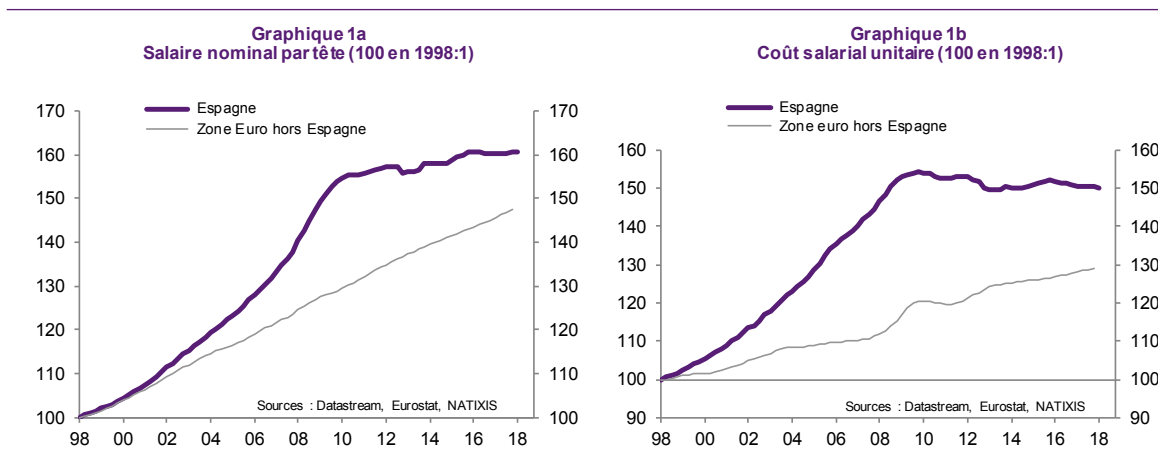
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## L'ajustement asymétrique de la compétitivité-coût

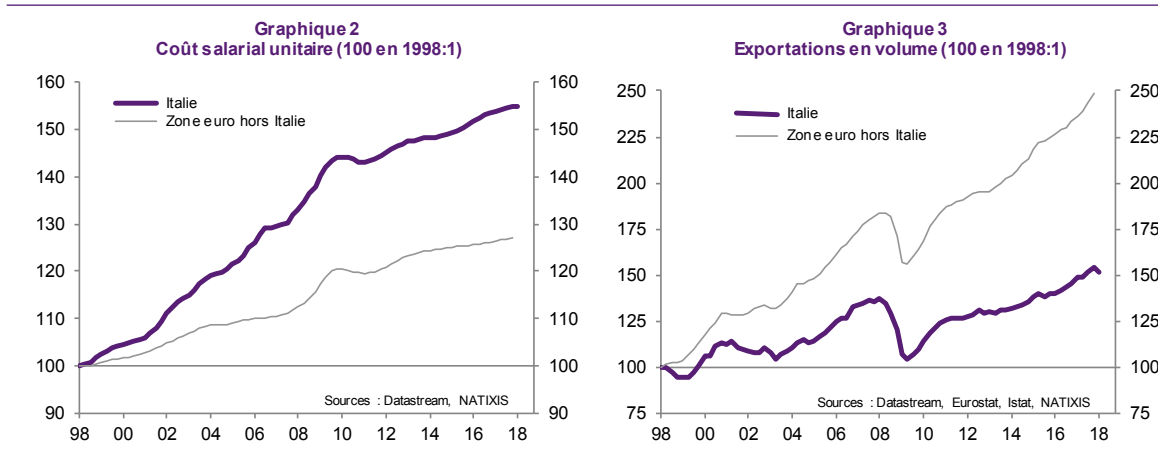
Quand un pays de la zone euro a un handicap de compétitivité, il doit mettre en place une dévaluation interne (une réduction de ses coûts salariaux) avec un faible soutien des pays plus compétitifs (qui accroissent peu leurs coûts salariaux).

**Il y a donc asymétrie de l'ajustement de la compétitivité, qui est essentiellement à la charge du pays en difficulté, dans la zone euro.**

**Ceci s'est vu par exemple quand l'Espagne a mené une dévaluation interne (graphiques 1 a/b).**



**Cette perspective d'un ajustement asymétrique de la compétitivité a poussé l'Italie à ne pas le réaliser (graphique 2) et la perte continue de compétitivité en Italie contribue à la crise, en particulier en affaiblissant la croissance par le recul des parts de marché (graphique 3).**

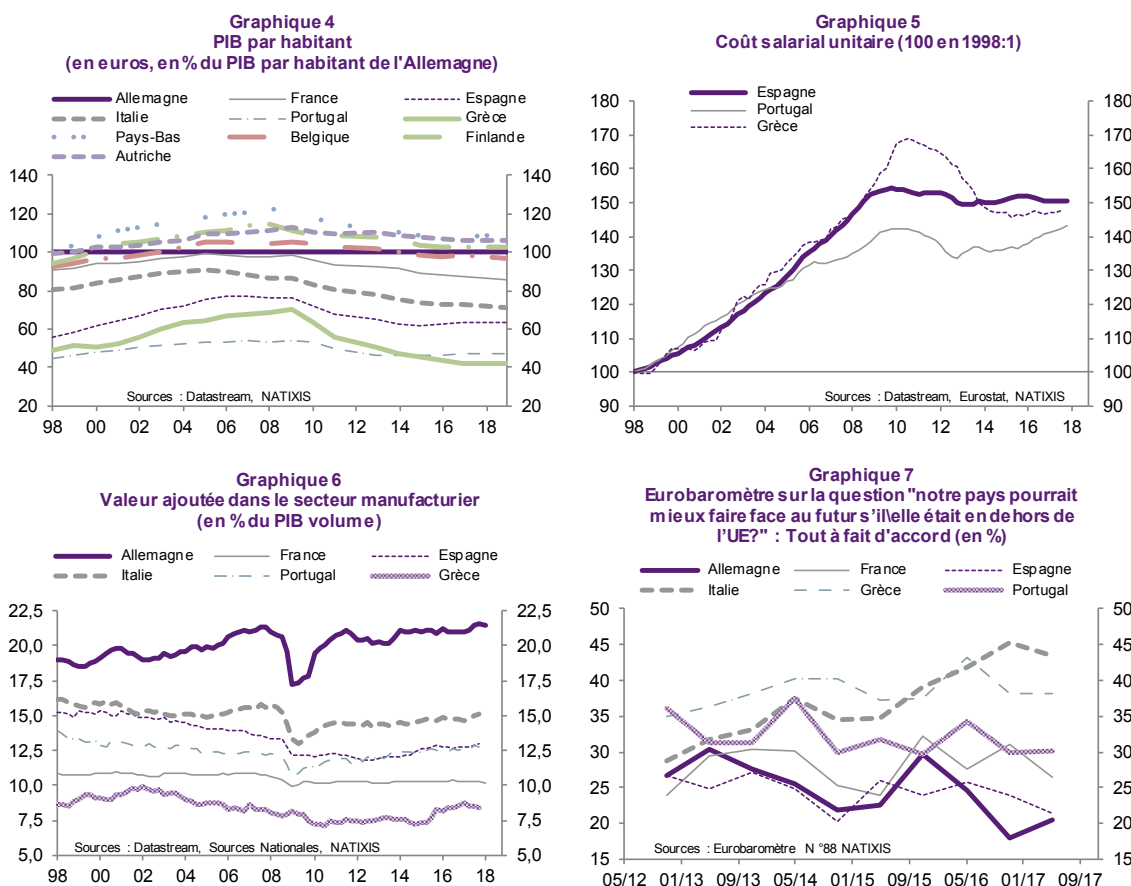


## L'absence de fédéralisme

Depuis la crise de 2008, les niveaux de revenu par habitant ont divergé entre les pays de la zone euro (graphique 4), avec la mise en place de dévaluations internes dans certains pays (Espagne, Portugal, Grèce, graphique 5), avec la divergence des spécialisations productives (graphique 6).

L'absence de fédéralisme (de transferts de revenu des pays plus riches vers les pays plus pauvres) n'a pas corrigé cette hétérogénéité croissante des niveaux de revenu.

En conséquence, dans les pays dont le niveau relatif de revenu a reculé, comme l'Italie, le sentiment anti-européen a empiré (graphique 7).



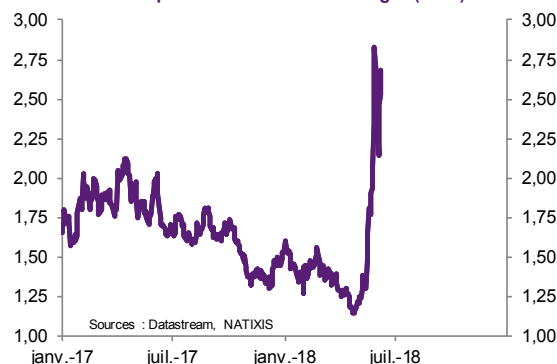
## L'absence de mutualisation du risque souverain

Il n'y a pas de mutualisation du risque souverain dans la zone euro, il n'y a pas d'Eurobonds, pas de budget de la zone euro, pas de solidarité entre les pays si l'un d'entre eux est en difficulté avec sa dette publique.

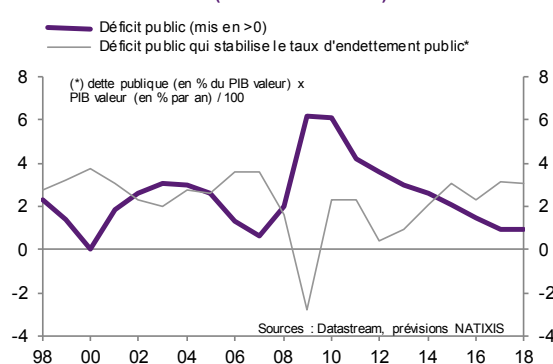
Ceci implique qu'il peut y avoir une crise de liquidité (une crise spéculative) sur la dette d'un pays de la zone euro, comme on le voit aujourd'hui pour l'Italie (graphique 8).

Une attaque spéculative sur une dette unique de la zone euro (avec la forte solvabilité budgétaire de la zone euro prise globalement, graphique 9), ou s'il y avait solidarité budgétaire entre les pays serait très improbable.

**Graphique 8**  
Italie : écart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat avec l'Allemagne (en %)



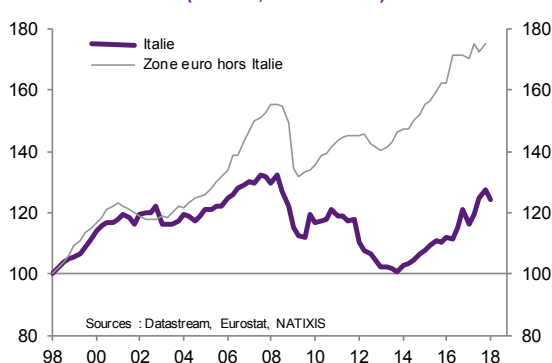
**Graphique 9**  
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



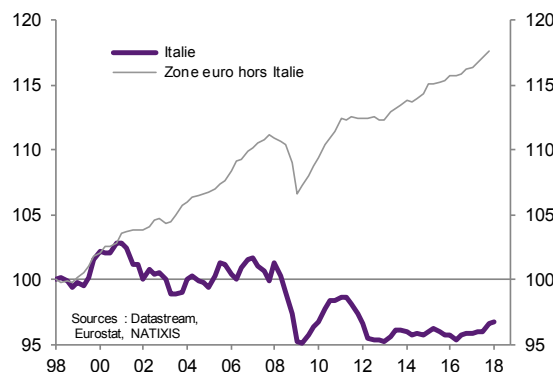
## Synthèse : les déficiences institutionnelles de la zone euro aggravent fortement la crise de l'Italie

La crise italienne a des origines domestiques : insuffisance de l'investissement (**graphique 10a**), stagnation de la productivité (**graphique 10b**), faiblesse des compétences de la population active (**tableau 1**).

**Graphique 10a**  
Investissement productif (volume, 100 en 1998:1)



**Graphique 10b**  
Productivité par tête (100 en 1998:1)



**Tableau 1 : Enquête PIAAC de l'OCDE, score global par score décroissant (2016)**

Rang	Pays	Score	Rang	Pays	Score
1	Japon	292,8	15	Canada	273,7
2	Finlande	286,4	16	Corée	273,0
3	Pays-Bas	283,6	17	Royaume-Uni	271,6
4	Suède	282,0	18	Pologne	267,2
5	Norvège	281,1	19	Irlande	266,3
6	Australie	278,9	20	États Unis	265,4
7	Flandre (Belgique)	278,9	21	France	258,2
8	République Tchèque	277,6	22	Slovénie	257,0
9	Danemark	277,4	23	Israël	253,1
10	Slovaquie	276,9	24	Grèce	252,9
11	Autriche	276,2	25	Italie	248,8
12	Nouvelle Zélande	275,9	26	Espagne	248,8
13	Estonie	275,5	27	Turquie	223,0
14	Allemagne	274,7	28	Chili	213,1

Sources : OCDE, NATIXIS

Mais **la crise a été considérablement aggravée et même autorisée** :

- par **le caractère asymétrique de l'ajustement de la compétitivité-coût**, qui a découragé l'Italie de redresser sa compétitivité ;
- par **l'absence de fédéralisme**, qui permet la baisse du niveau relatif de revenu en Italie et y renforce le sentiment anti-européen ;
- par **l'absence de mutualisation du risque souverain** qui facilite l'apparition de crises spéculatives de la dette publique dans un seul pays 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 conseillers, 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 conseillers 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'exercent 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.

Canada : Natixis n'est pas référencé au titre de courtier en vertu de la législation sur les valeurs mobilières au Canada et ne peut traiter qu'avec des investisseurs désignés comme clients admissibles au sens de l'article 8.18 du Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription, les dispenses et les obligations permanentes des personnes inscrites.

Australie : Natixis opère à travers une filiale détenue entièrement, Natixis Australia Pty Ltd (" NAPL "). NAPL est enregistrée auprès de l'« Australian Securities & Investments Commission » et détient une licence de services financiers australienne (No 317114) qui permet à NAPL d'exercer ses activités en Australie avec des clients "wholesale". Les détails de cette licence sont disponibles sur demande.

Hong Kong : ce document est destiné à être distribué uniquement aux investisseurs professionnels (au sens de l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Cap.571) de Hong Kong et de toute règle établie en vertu de cette ordonnance).

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), SOUSSIGNE(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 REFLETENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENT 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>