

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 avril 2012 – N° 274

### **Les contraintes qui pèsent sur les politiques économiques des pays de la zone euro**

*Dans beaucoup de pays européens, le débat sur les politiques économiques est resté extrêmement « domestique », intégrant très peu les contraintes liées à l'environnement international.*

*Qu'il s'agisse de politique fiscale, de politique budgétaire, de politique des revenus, nous pensons que deux grands types de contraintes doivent être pris en compte :*

- la contrainte de solvabilité externe : même dans une Union Monétaire, les pays ne peuvent pas perpétuellement accumuler de la dette extérieure, et doivent à moyen terme avoir une balance courante équilibrée ;*
- les contraintes liées à la mobilité internationale des facteurs de production (capital, travail ). L'intensité de ces contraintes est difficile à estimer : dans quelle mesure une pression fiscale plus élevée conduit-elle à la délocalisation des facteurs de production et des capacités de production ?*
- les contraintes réglementaires : une réglementation (dans tous les domaines : banques, investisseurs, environnement ) très différente de celle des autres pays donne lieu à des arbitrages réglementaires.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

**Patrick ARTUS**

## Les limites aux politiques économiques nationales

Les débats sur les politiques économiques sont restés, même en Europe, très domestiques, nationaux. Les hommes politiques de chaque pays évoquent des réformes fiscales, réglementaires, portant sur le partage des revenus essentiellement dans le contexte national. **Pourtant, il existe des contraintes portant sur les politiques économiques et liées à l'intégration internationale des pays** ; il ne s'agit pas de contraintes légales, ou liées à des traités, mais de contraintes économiques :

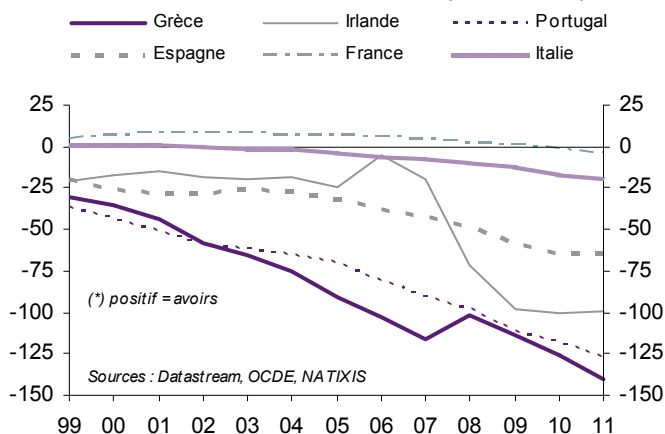
- contrainte de solvabilité extérieure ;
- contraintes liées à la mobilité internationale des facteurs de production ;
- contraintes liées aux possibilités d'arbitrage réglementaire.

## Contrainte de solvabilité extérieure

La crise de la zone euro a montré que, même dans une Union Monétaire, s'il n'y a pas fédéralisme, **les pays étaient soumis à une contrainte de solvabilité extérieure : les pays ne peuvent pas accumuler perpétuellement de la dette extérieure** sans subir une crise financière liée à l'arrêt du financement de leur déficit extérieur par les non résidents, comme on l'a vu en Grèce, en Irlande au Portugal, en Espagne, en Italie (graphique 1 et 2a/2b). **Ceci limite bien sûr les politiques économiques : elles ne peuvent pas conduire au maintien à moyen terme d'un déficit de la balance courante** (graphiques 3a/3b).

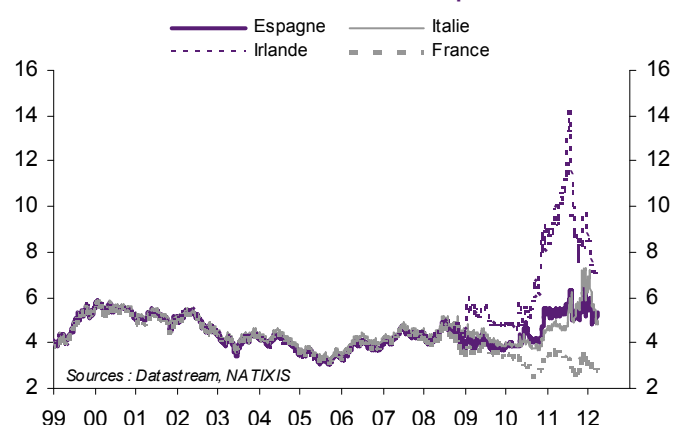
Graphique 1

Actifs ou dettes nets extérieurs\* (en % du PIB)



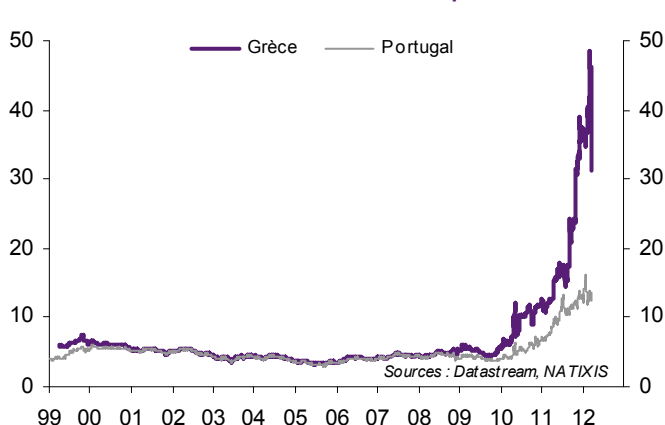
Graphique 2a

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



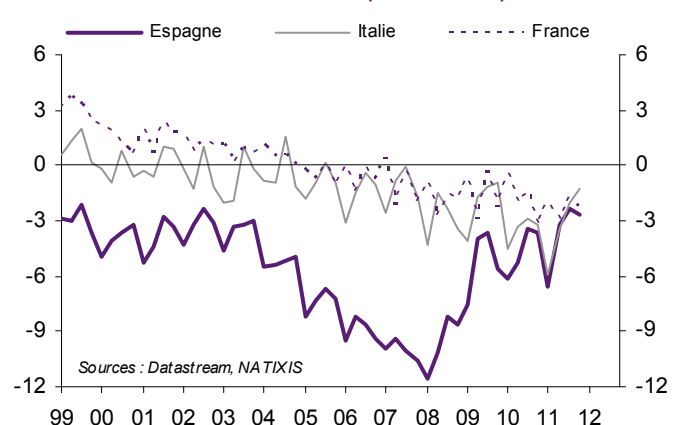
Graphique 2b

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

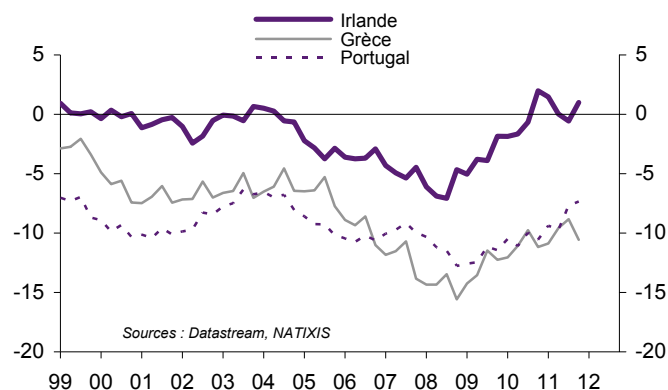


Graphique 3a

Balance courante (en % du PIB)



Graphique 3b  
Balance courante (en % du PIB)

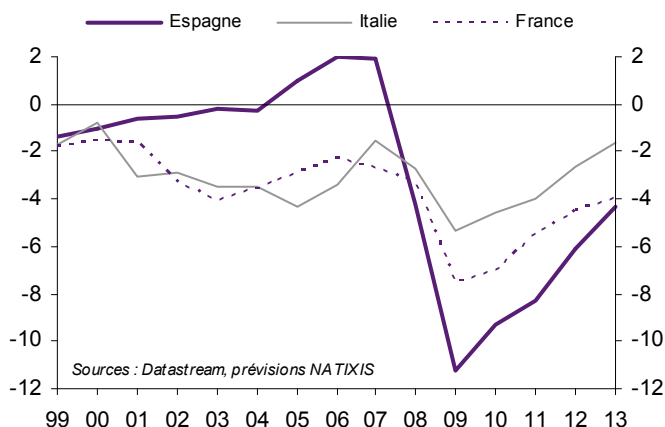


Ceci exclut par exemple :

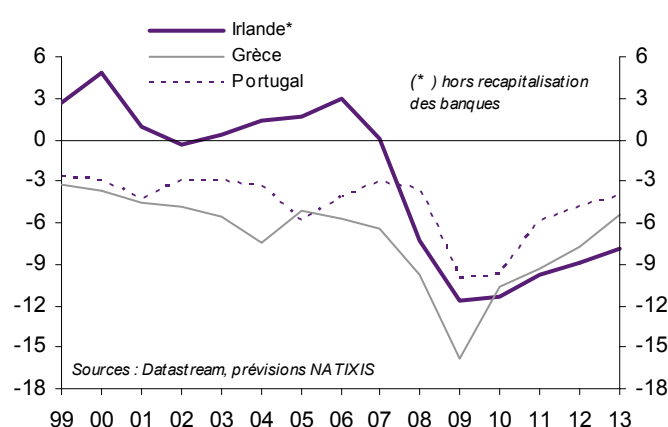
- des déficits publics excessifs (graphiques 4a/4b) qui conduiraient à une insuffisance d'épargne du pays ;
- la stimulation de la demande dans des pays où il y a insuffisance ou rigidité de l'offre. La faiblesse de l'offre de biens et services peut se voir :
  - à une progression chroniquement moins rapide de la production que de la demande, particulièrement pour les produits manufacturés (graphiques 5a à 5f). Ceci s'est observé en Espagne, massivement en France, en Grèce jusqu'en 2009 ;
  - à la faiblesse de la profitabilité des entreprises qui révèle l'excès des coûts de production ou l'insuffisance du niveau gamme, en particulier dans l'industrie (graphiques 6a à 6f).

Ceci s'est observé en Italie depuis 2008, en France, en Irlande jusqu'en 2009.

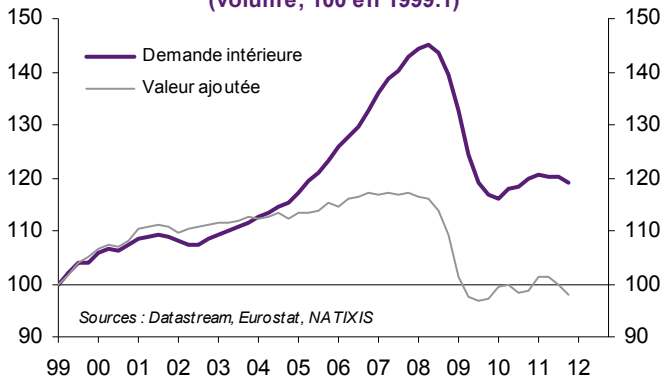
Graphique 4a  
Déficit public (en % du PIB, valeur)



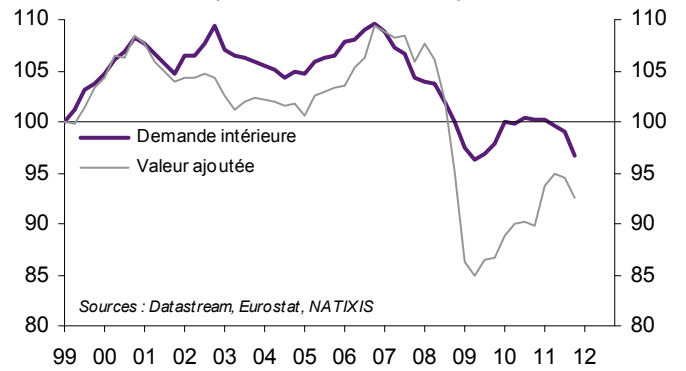
Graphique 4b  
Déficit public (en % du PIB, valeur)



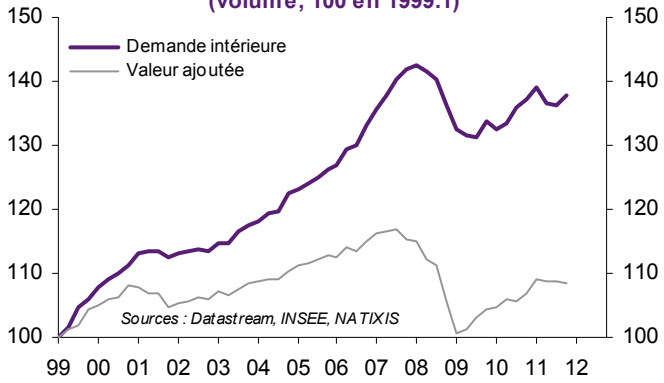
**Graphique 5a**  
**Espagne : demande intérieure et valeur ajoutée**  
**dans le secteur manufacturier**  
**(volume, 100 en 1999:1)**



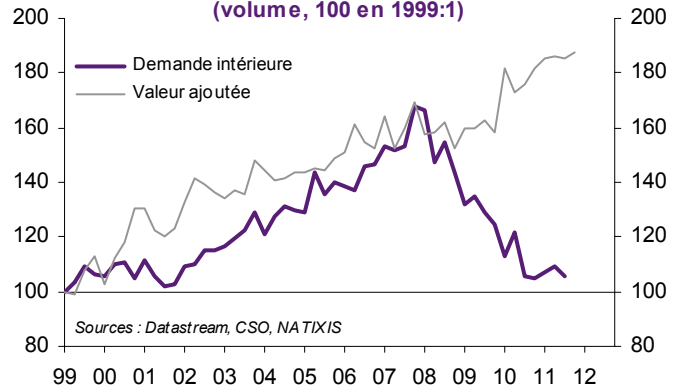
**Graphique 5b**  
**Italie : demande intérieure et valeur ajoutée**  
**dans le secteur manufacturier**  
**(volume, 100 en 1999:1)**



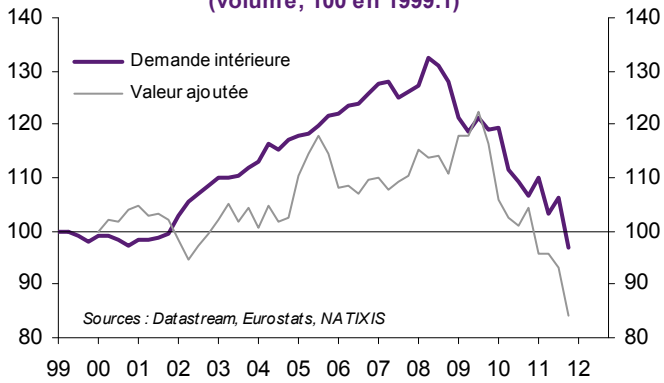
**Graphique 5c**  
**France : demande intérieure et valeur ajoutée**  
**dans le secteur manufacturier**  
**(volume, 100 en 1999:1)**



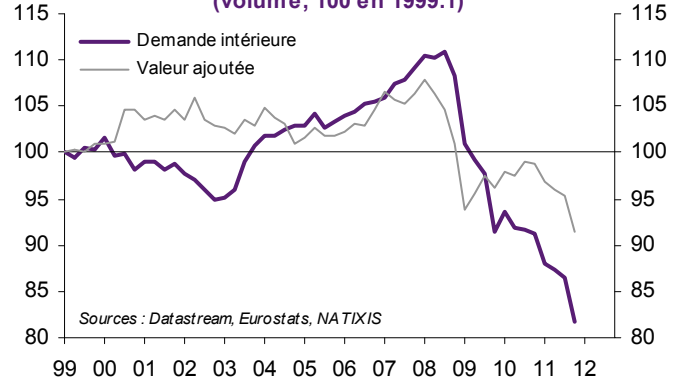
**Graphique 5d**  
**Irlande : demande intérieure et valeur ajoutée**  
**dans le secteur manufacturier**  
**(volume, 100 en 1999:1)**



**Graphique 5e**  
**Grèce : demande intérieure et valeur ajoutée**  
**dans le secteur manufacturier**  
**(volume, 100 en 1999:1)**

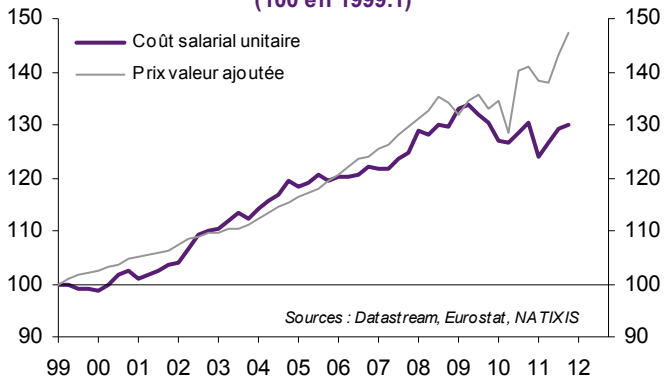


**Graphique 5f**  
**Portugal : demande intérieure et valeur ajoutée**  
**dans le secteur manufacturier**  
**(volume, 100 en 1999:1)**



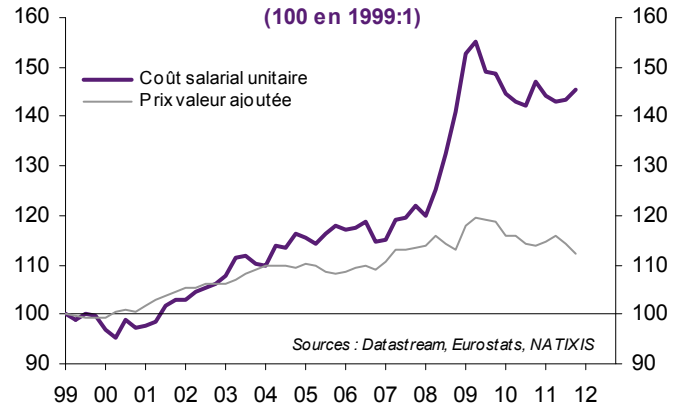
Graphique 6a

**Espagne : le prix de la valeur ajoutée et le coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier (100 en 1999:1)**



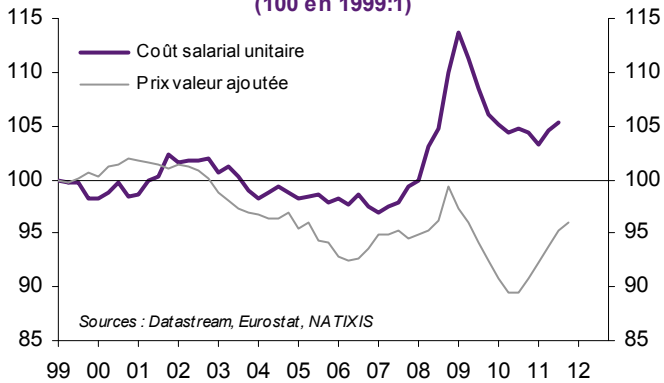
Graphique 6b

**Italie : le prix de la valeur ajoutée et le coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier (100 en 1999:1)**



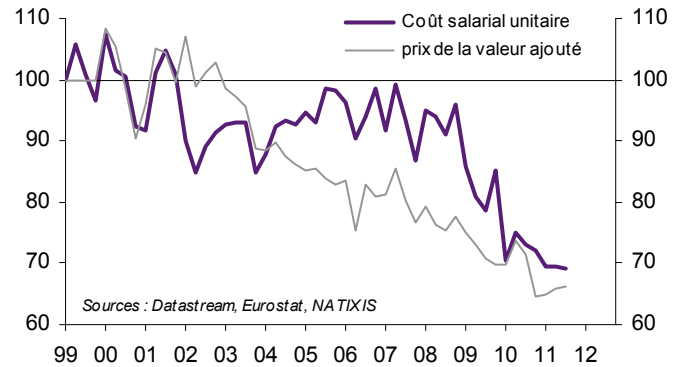
Graphique 6c

**France : le prix de la valeur ajoutée et le coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier (100 en 1999:1)**



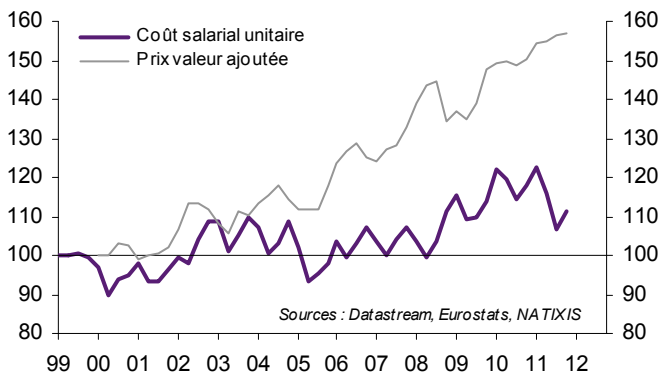
Graphique 6d

**Irlande : le prix de la valeur ajoutée et le coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier (100 en 1999:1)**



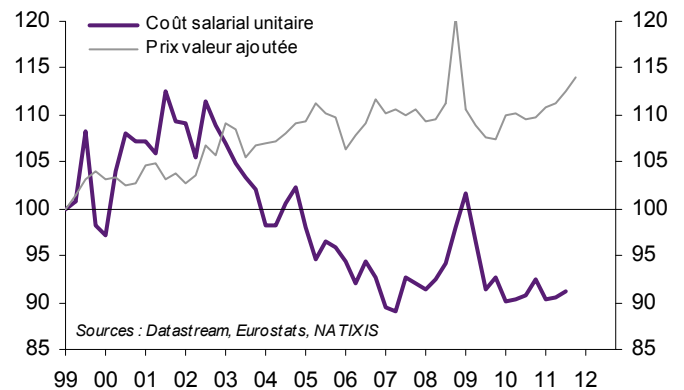
Graphique 6e

**Grèce : le prix de la valeur ajoutée et le coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier (100 en 1999:1)**



Graphique 6f

**Portugal : coût salarial manufacturier unitaire et le prix de la valeur ajoutée (100 en 1999:1)**



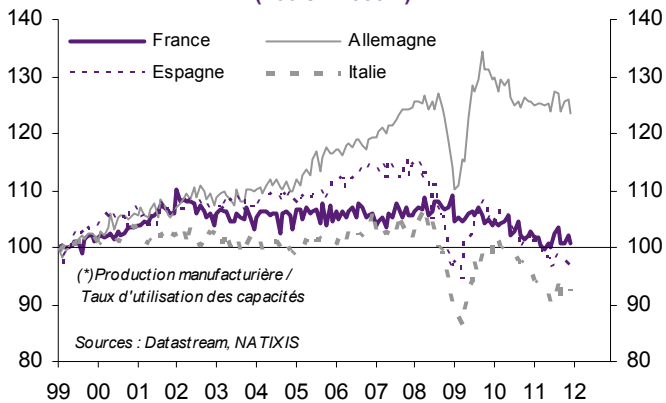
### Contraintes liées à la mobilité internationale des facteurs de production

Les pays sont gravement pénalisés s'ils mettent en place des politiques économiques qui conduisent à la délocalisation des facteurs de production ; capital ou travail. La question se pose essentiellement en ce qui concerne la politique fiscale : voit-on que les pays avec une pression fiscale plus élevée, où avec un poids élevé de certains impôts, perdent des capacités de production au profit d'autres pays ?

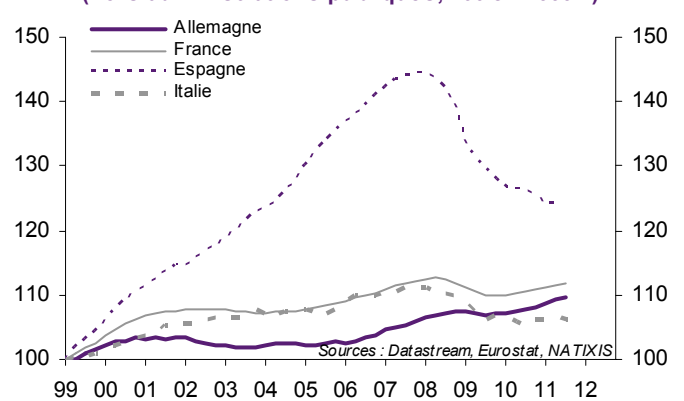
### Quand on compare, pour l'Allemagne, la France, l'Espagne et l'Italie :

- l'évolution de la **capacité de production dans l'industrie (graphique 7a)** a été particulièrement faible jusqu'à la crise en France et en Italie ;
- l'évolution de l'**emploi total privé (graphique 7b)** a été faible en Allemagne, en France, en Italie ;
- la **pression fiscale totale (graphique 7c)** est forte en France, faible en Espagne ;
- le **poids des charges sociales (graphique 7d)** est élevé en France, faible en Espagne.

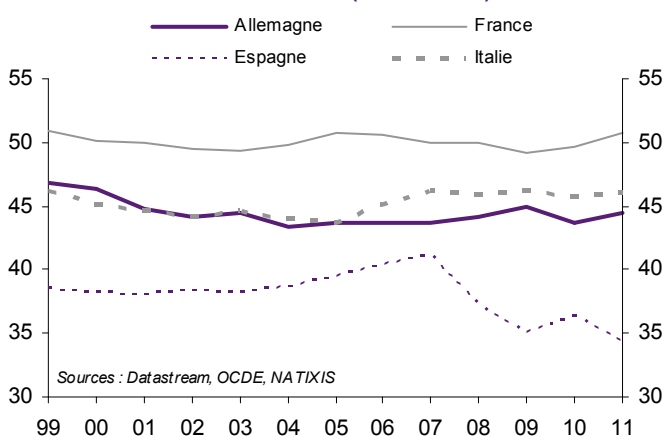
**Graphique 7a**  
Capacité de production\* manufacturière  
(100 en 1999:1)



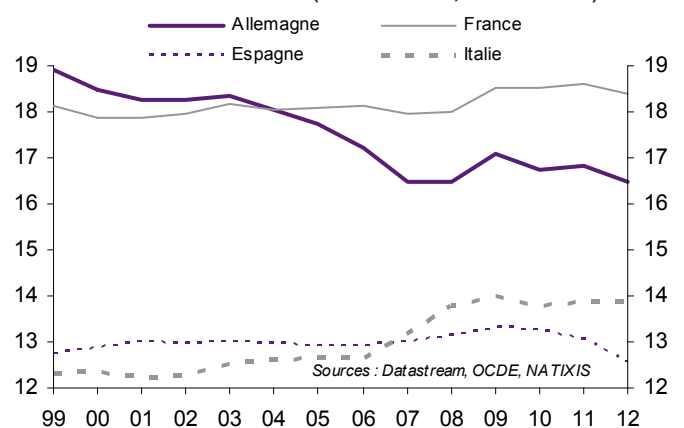
**Graphique 7b**  
Emploi total  
(hors administrations publiques, 100 en 1999:1)



**Graphique 7c**  
Pression fiscale (en % du PIB)



**Graphique 7d**  
Cotisations sociales (contribution, en % du PIB)



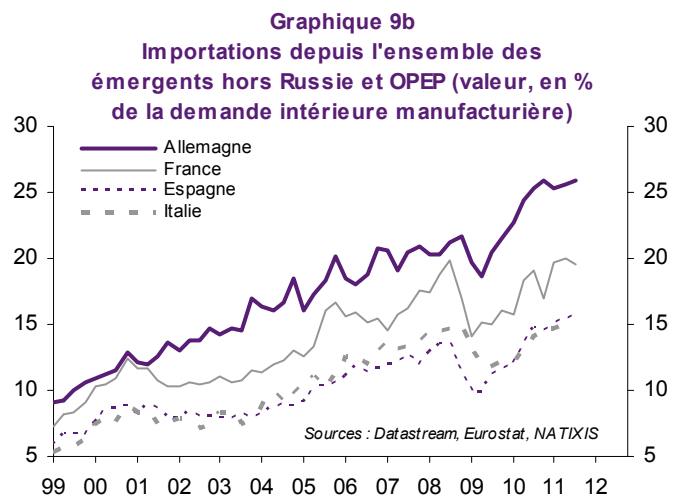
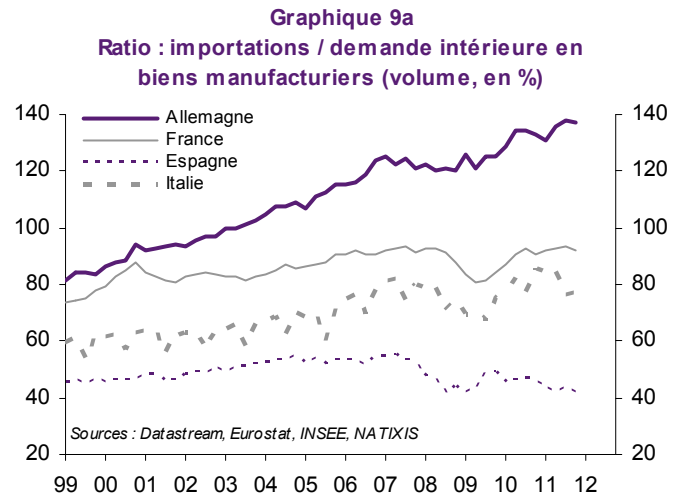
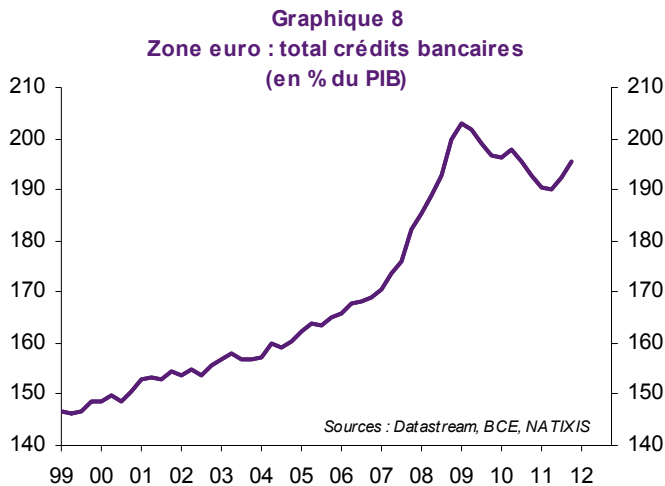
On voit que peut être la pression fiscale élevée de la France a joué un rôle négatif sur l'accumulation de capital et l'emploi, la situation étant opposée en Espagne.

### Contraintes réglementaires

Il s'agit ici **des risques d'arbitrage réglementaire qui apparaissent si les réglementations deviennent très différentes entre les pays**, ce qui peut concerner :

- la réglementation des banques ou des investisseurs,
- les règles environnementales.

On sait **par exemple** qu'il commence à apparaître une inquiétude (y compris à la Commission Européenne) au sujet **du risque de développement du shadow banking si le secteur bancaire réglementé est confronté à des règles (fonds propres, ratios de bilan ) trop sévères**. On commence ainsi à voir apparaître des fonds (plateformes) spécialisés dans le crédit et qui se substituent au crédit bancaire (**graphique 8**). Les activités de banque d'investissement sont facilement délocalisables, les activités industrielles aussi, comme on l'a clairement vu (**graphiques 9a/9b**), ce qui rend très difficile la mise en place nationale de réglementations différentes de celles des autres pays.



**Synthèse : des risques difficiles parfois à évaluer**

**Nous pensons qu'un pays** (de la zone euro en particulier) **subit des contraintes fortes sur les politiques économiques qu'il peut mettre en place**, en raison :

- de la nécessité d'assurer **la solvabilité extérieure** ;
- des risques **de délocalisation des facteurs de production** ;
- des risques **d'arbitrage réglementaire**.

Mais il est parfois difficile **d'évaluer l'intensité du risque** :

- connaît-on les véritables effets de la fiscalité sur la localisation du capital et de l'emploi ?
- connaît-on l'ampleur des arbitrages réglementaires en réaction à des réglementations spécifiques des banques, de la finance, de l'environnement

Les évidences sont parfois anecdotiques : on sait par exemple que **la proportion de jeunes diplômés de grandes écoles** (d'ingénieurs ou de commerce) **françaises ayant leur 1<sup>er</sup> emploi à l'étranger** est passée de 10 % en 2002 à 13-14 % en 2010-2011. Est-ce une évolution significative ?



## 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 conseillers, ni toute autre personne acceptée 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 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 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.