

# Document de travail n°42

**Divergences et disparités  
entre pays de la zone euro**



**Coe-Rexecode**

**JUIN 2013**

## Ce document de travail a été réalisé par

**Daniela ORDONEZ**



Daniela ORDONEZ est titulaire d'un Master en Economie Internationale de l'Université Paris Dauphine et d'un Master en Commerce International de l'Université Paris 1. Au sein du département Conjoncture de Coe-Rexecode, elle est en charge des problématiques transversales de la zone euro, notamment concernant la trajectoire des finances publiques et les développements de la gouvernance européenne. Elle assure également le suivi des économies d'Europe du Sud (Italie, Espagne, Grèce, Portugal) ainsi que des pays d'Amérique latine



Michel DIDIER, président ; Jean-Michel BOUSSEMARY, délégué général ; Denis FERRAND, directeur général, directeur de la conjoncture et des perspectives ; Jacques ANAS, directeur des indicateurs économiques et des modèles statistiques

---

---

## Sommaire

Des écarts croissants des niveaux de vie.....	5
Fortes disparités des taux de chômage .....	7
La baisse du niveau de vie a permis de rééquilibrer les comptes extérieurs des pays en crise .....	9
Les ajustements sont loin d'être terminés.....	10
Amélioration nécessaire de la compétitivité à moyen terme .....	11
Comment améliorer la compétitivité des pays en crise ?.....	12
Le coût du capital est très disparate entre les pays.....	14
Des politiques structurelles pour améliorer la productivité .....	16
Quelles possibilités pour la zone euro ?.....	17



## Editorial

*L'étude Compétitivité France Allemagne, le grand écart au début 2011 avait attiré l'attention sur la divergence de compétitivité entre l'économie française et l'économie allemande.*

*Le document de travail Faiblesses et atouts de la France dans la zone euro de mars 2012 mettait plus généralement l'accent sur les défis de la reconvergence entre pays de la zone euro. Les données mises en perspective dans ce document faisaient clairement apparaître des lignes de fracture entre territoires nationaux non seulement dans le domaine de la compétitivité, mais aussi pour ce qui concernait les coûts, les déficits, la dette publique, la dés-industrialisation et le chômage.*

*L'étude présentée dans ce document de travail montre que les disparités et les divergences sont toujours fortes au sein de la zone euro. Une correction de certains déséquilibres est amorcée. Le solde extérieur courant a été ramené vers l'équilibre dans certains pays, mais ce rééquilibrage s'opère cependant surtout par une contraction de la demande interne. Si cet ajustement « par le bas » atténue à court terme le risque sur le financement des économies en crise, la soutenabilité à moyen terme de ce rééquilibrage dépendra surtout de la portée des réformes structurelles et de leur impact sur la compétitivité. Si un certain rapprochement des pays paraît amorcé pour l'évolution des coûts de la main d'œuvre, ce n'est pas le cas, ou insuffisamment, pour le coût du capital dont les écarts entre temps restent élevés. Les conditions de financement des entreprises entre les différents pays de la zone euro ainsi que la fiscalité sur les sociétés sont et restent très disparates, la fiscalité française divergeant même un peu plus de la moyenne européenne. Enfin, les niveaux de vie des pays de la zone euro tendent à diverger et des disparités semblent s'installer de façon durable. Le défi de la reconvergence reste à gagner.*

*Michel DIDIER*



## Divergences et disparités entre pays de la zone euro

La mise en place d'une monnaie unique était censée assurer une convergence des niveaux de vie à l'intérieur de l'espace européen. Le processus s'est en partie amorcé au début des années 2000, mais dans un contexte de déséquilibres fondamentaux, avec la formation de bulles financières ou immobilières, et une progression rapide et insoutenable de l'endettement. L'explosion de la crise a révélé brutalement le caractère « artificiel » de cette convergence. Depuis, les niveaux de vie divergent à nouveau au sein de l'Union monétaire, générant des disparités qui semblent s'installer de façon durable.

**A**vant la mise en place de l'euro, l'hétérogénéité en termes de niveau de vie au sein de l'union monétaire était forte. Les pays actuellement en crise présentaient en général des niveaux de vie bien inférieurs à la moyenne européenne. Ainsi, au début des années 2000, le PIB par habitant de l'Espagne, mesuré en euros de 2005, était 20 % inférieur à celui de la moyenne de la zone euro. Cet écart s'établissait à 40 % en ce qui concerne le Portugal et la Grèce. De son côté, le niveau de vie Irlandais était 40 % supérieur à la moyenne européenne. Le PIB par habitant italien était égal à la moyenne tandis que ceux de la France et de l'Allemagne se situaient respectivement 10 % et 14 % au-dessus.

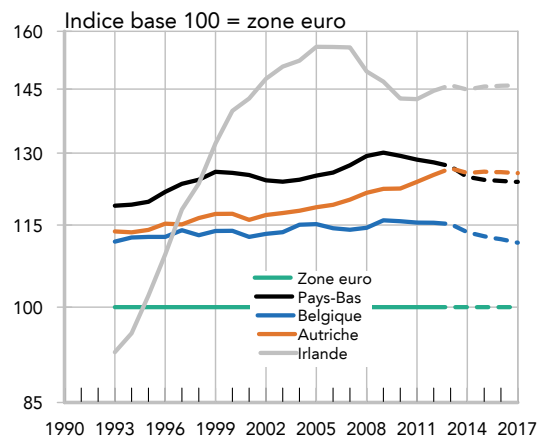
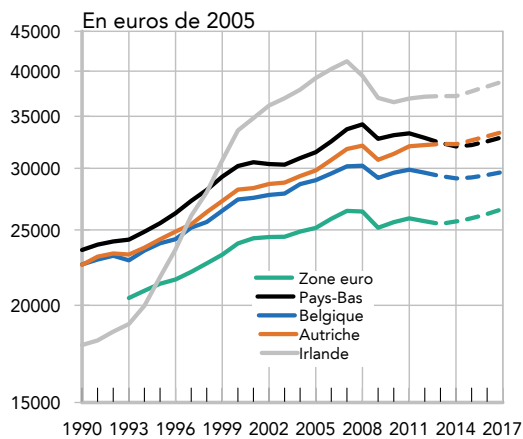
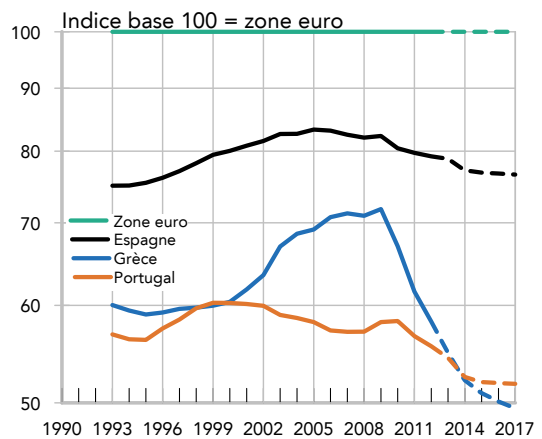
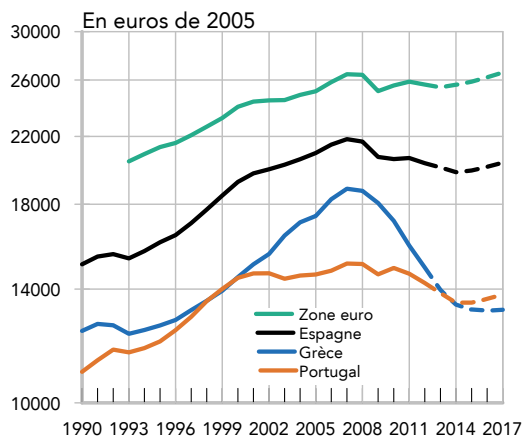
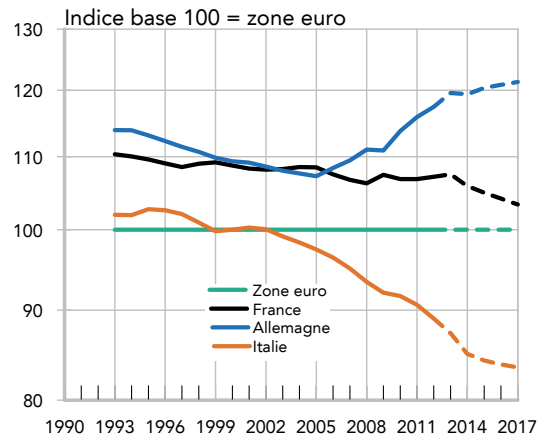
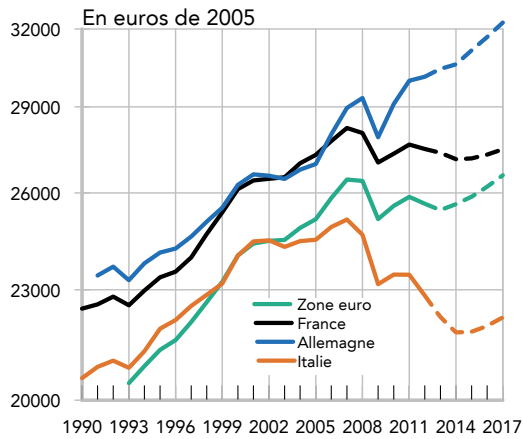
### Des écarts croissants des niveaux de vie

La création d'un espace monétaire unique était censée assurer un processus de convergence du niveau de vie des différents Etats de la zone euro. Grâce à une croissance plus rapide des pays en phase de rattrapage, les écarts existants avant l'entrée en vigueur de l'euro devaient se réduire. Une

certaine convergence au sein de la zone euro a effectivement été perceptible jusqu'au début de la crise. Entre 2000 et 2007, les PIB par habitant de la Grèce et de l'Irlande ont progressé respectivement de 3,8 % et 3 % en moyenne par an, des rythmes bien plus vifs que la moyenne européenne à 1,4 % l'an. Si l'évolution a été moins forte en Espagne, à 1,8 % par an, elle demeure au-dessus de la moyenne. Au Portugal par contre, l'accroissement du niveau de vie a été bien moins rapide que la moyenne de la zone euro, à 0,6 % par an. Celui-ci a progressé de 1,1 % en France et de 0,7 % et en l'Italie, tandis qu'il est ressorti en ligne avec la moyenne européenne en Allemagne à 1,4 %.

La hausse du PIB par habitant observée en Grèce, en Espagne et en Irlande dans la période d'avant-crise a résulté davantage d'un rythme de croissance de l'activité réelle, que de l'évolution de la population. Mais ce dynamisme de l'activité a profité en grande partie de la formation de bulles financières ou immobilières, et reposé sur une progression rapide de l'endettement (public et/ou privé). L'explosion de la crise en 2008-2009 a révélé brutalement le caractère insoutenable des rythmes de croissance affichés par ces économies.

Zone euro  
PIB par habitant



Source: Eurostat, calculs et estimations Coe-Rexecode

© Coe-Rexecode



Les ajustements qui ont suivi (deleveraging public et privé) ont plongé ces pays dans la récession, mettant fin à leur processus de rattrapage et provoquant même un retournement de la trajectoire de leurs niveaux de vie.

Depuis 2007, le PIB par habitant a reculé de plus de 21 % en Grèce, de 7 % en Espagne, de 10 % en Irlande et 6 % au Portugal. Celui-ci s'est également réduit de 9 % en Italie et de 2,6 % en France. La crise s'étant étendue aux autres pays de la zone euro, une baisse du niveau de vie est également observée dans les autres pays de l'Union monétaire. Cette baisse est cependant plus modérée que dans les pays « fragilisés ». Parmi les grands pays de la zone, seule l'Allemagne a vu son PIB par habitant progresser depuis 2007. Dès lors, les niveaux de vie entre les pays membres de la zone euro tendent à nouveau à diverger.

Au total, le PIB grec par habitant est retombé en 2012 à son niveau de 2000, et il se situe désormais 42 % en dessous de l'actuelle moyenne européenne. Cet écart s'affiche à 21 % pour l'Espagne, dont le niveau de vie a retrouvé son niveau de 2003. Ceux de l'Italie et du Portugal sont désormais à leur niveau de 1999, et se situent respectivement 11 % et 40 % en dessous de la moyenne. L'avance du niveau de vie français par rapport à la moyenne de l'Union monétaire s'est réduite à 7,2 % contre 8,5 % en 2005. Enfin, le niveau de vie allemand se situe 17 % au-dessus de la moyenne de la zone euro.

Nos projections d'évolution du PIB et de la population à l'horizon 2017 indiquent que la divergence des niveaux de vie entre pays se tempérerait un peu au cours des prochaines années. Mais, aucune reconvergence n'interviendrait. Les disparités entre les différents Etats membres de la zone euro semblent désormais installées de façon durable. Nous estimons qu'en 2017, le PIB par habitant en Grèce et au Portugal serait 50 % inférieur à celui de la moyenne de la zone euro. Cet écart ressortirait à 23 % pour l'Espagne et à 17 % pour l'Italie. De son côté, la France afficherait encore un niveau

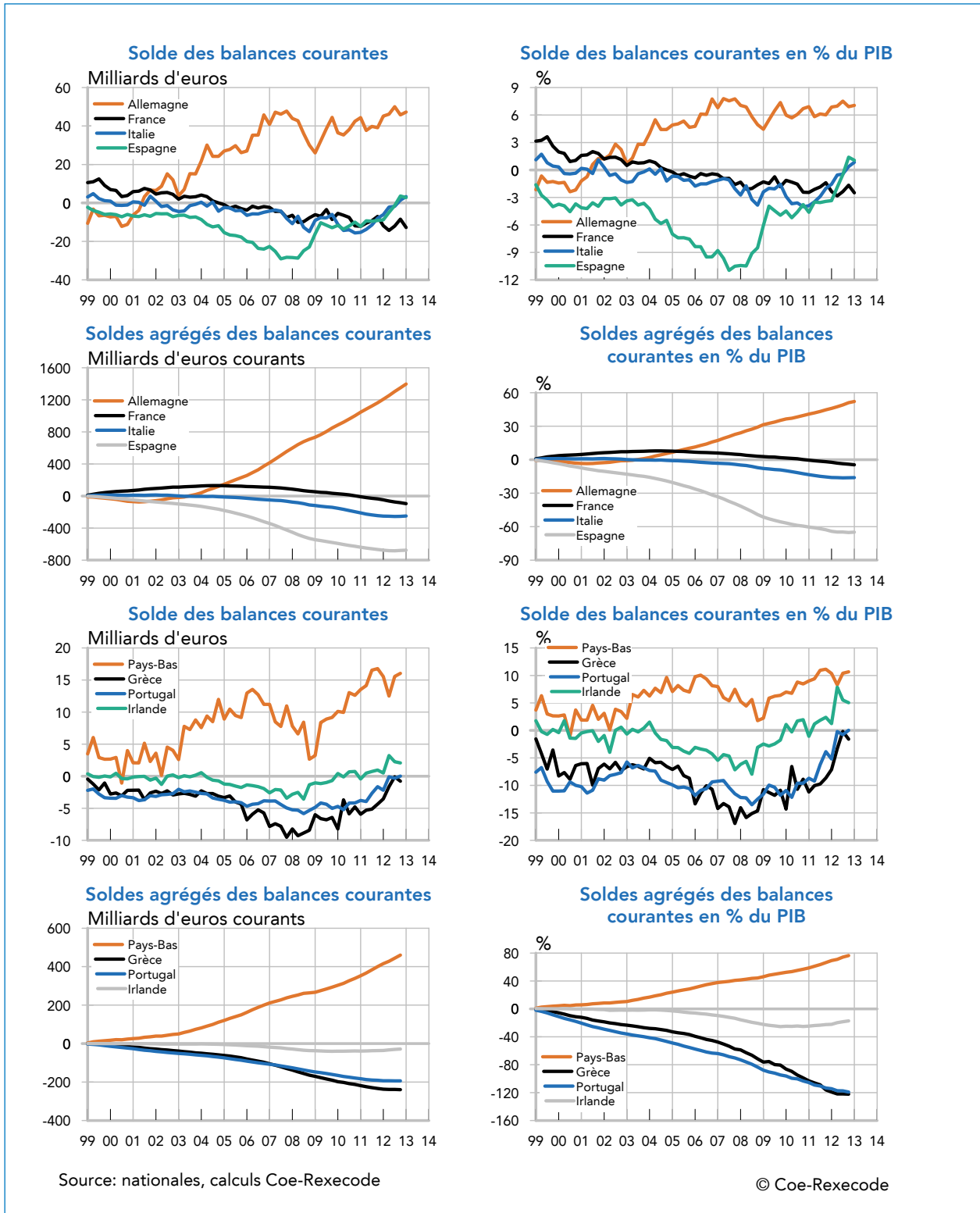
de vie supérieur de 3,5 % à la moyenne européenne, tandis que le PIB par habitant de l'Allemagne dépasserait la moyenne de 21 %.

### Fortes disparités des taux de chômage

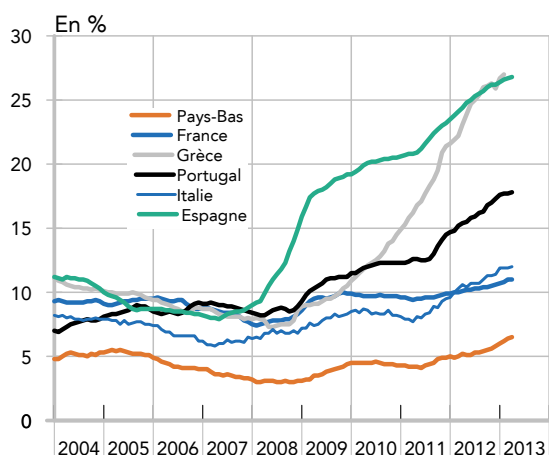
Les disparités de taux de chômage entre les pays membres de la zone euro sont l'illustration la plus frappante des divergences en cours, non seulement en niveaux mais aussi en évolution. Parmi les grands pays de la zone, l'Espagne se caractérise par une explosion du taux de chômage qui, d'après les dernières données harmonisées publiées par Eurostat, s'inscrivait à près de 27 % de la population active disponible en avril 2013, contre moins de 8,5 % en 2007. Le taux de chômage atteint aussi 27 % en Grèce. Celui-ci s'inscrivait en avril à 17,8 % au Portugal et à 13,5 % en Irlande. Ces cinq pays comptent désormais plus de 8 millions de chômeurs, soit environ 45 % des chômeurs de la zone euro.

En constante hausse depuis deux ans, le taux de chômage est aussi devenu préoccupant en France et en Italie, où il ressort désormais à 11 % et 12 % respectivement. A l'inverse, dans le reste des grands pays de l'Union monétaire, le taux de chômage est inférieur à 10 %. Il affiche le niveau le plus faible en Allemagne à 5,4 % (données harmonisées), où une tendance baissière prévalait même jusqu'à l'été 2012.

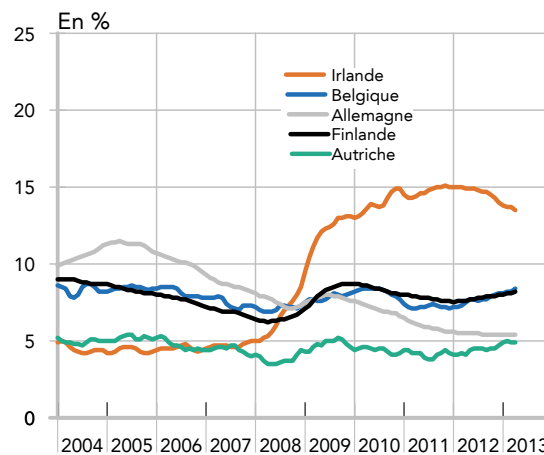
Selon nos projections à horizon 2017, le taux de chômage de l'ensemble de la zone continuerait de progresser jusqu'en 2014, puis amorcerait une décline très progressive. Des créations nettes d'emplois n'interviendraient pas avant le printemps de l'année prochaine. Les disparités entre les différents Etats membres en termes de chômage peindraient à diminuer. Bien que se réduisant à partir de 2015, le taux de chômage resterait au-dessus de 20 % en Espagne sur tout l'horizon de la prévision. Il serait encore en 2017 proche de 12 % en



### Taux de chômage harmonisé



Source: Eurostat



© Coe-Rexecode

Italie, et de 11 % en France. Il s'établirait à 6,3 % en Allemagne.

Ainsi, l'hétérogénéité en termes de niveau de vie et de taux de chômage resterait forte au sein de la zone euro à horizon 2017. La question qui se pose est de savoir si la zone euro peut socialement supporter de telles disparités. L'exemple d'Etats fédéraux qui regroupent des régions à niveau de vie très disparates le suggère. Le PIB par habitant de l'Etat des Etats-Unis le plus riche était en 2012 cinq fois supérieur à celui de l'Etat le plus pauvre. De même, la fourchette de taux de chômage entre les différents Etats américains allait de 3,3 % à 9,6 % en 2012. On notera que l'organisation politique des Etats-Unis permet d'assurer une solidarité interterritoriale.

Sans la mise en place de mécanismes de transferts de revenus des Etats les plus riches vers les plus pauvres au sein de l'Union monétaire, et dans un contexte d'intégration financière réduite, une condition nécessaire (mais peut-être pas suffisante) à la soutenabilité de la zone euro réside dans la capacité des pays qui la composent à

conserver des équilibres extérieurs. Les capacités de financement générées par les agents locaux seraient ainsi suffisantes pour financer l'activité économique de chacun des Etats membres, réduisant leur dépendance vis-à-vis de l'extérieur.

### La baisse du niveau de vie a permis de rééquilibrer les comptes extérieurs des pays en crise

Les pays de la zone euro qui ont été confrontés à des crises aiguës sur les marchés financiers présentaient, en général, des déficits courants massifs avant la crise. Leur financement dépendait donc largement des entrées de capitaux étrangers, générant une vulnérabilité extérieure accrue de ces économies en cas de retournement des flux de capitaux. La crise financière s'est traduite par un assèchement des flux de capitaux en provenance de l'étranger, ainsi que par un durcissement des conditions de financement de ces pays (tensions sur les taux d'intérêt notamment). Le financement des déficits courants étant mis à mal, ces derniers ont dû entamer une résorption rapide.

Quatre ans après le début de la crise, le rééquilibrage des comptes extérieurs est désormais réalisé dans la plupart des pays « fragiles ». La balance courante espagnole était déjà déficitaire lors de l'entrée du pays dans l'Union monétaire en 1999. Ce déficit s'est progressivement accru, pour atteindre le record à 11 % du PIB fin 2007, soit près de 105 milliards d'euros. Pour sa part, la balance courante italienne s'était maintenue relativement à l'équilibre jusqu'en 2004. Elle s'est par la suite dégradée, jusqu'à présenter un déficit de 4 % du PIB (environ 64 milliards d'euros au taux annuel) début 2011. Depuis, l'ajustement des balances courantes espagnole et italienne a été remarquable. Celles-ci ont retrouvé l'équilibre à l'automne 2012, laissant même place à un excédent courant qui se consolide depuis le début de l'année 2013. Celui-ci ressortait au premier trimestre 2013 à 0,8 % du PIB en Italie et à 1 % du PIB en Espagne.

La balance courante irlandaise est celle qui présente le redressement le plus rapide. Après avoir atteint un point bas à 8 % du PIB fin 2008, celle-ci s'est rééquilibrée dès 2010. Elle affiche depuis 2011 un excédent qui s'amplifie, représentant 5 % du PIB au quatrième trimestre 2012. De leur côté, les soldes courants de la Grèce et du Portugal sont revenus à l'équilibre à la fin de l'année dernière, après avoir respectivement atteint des déficits records à 16 % et 12 % du PIB en 2008.

Le rééquilibrage des soldes courants marque la première étape vers une stabilisation de la situation de ces économies. En théorie, ces pays n'ont plus besoin de l'épargne étrangère pour satisfaire leurs besoins de financement. Les capacités de financement générées par des agents locaux étant maintenant suffisantes, leur vulnérabilité vis-à-vis de l'extérieur se voit considérablement réduite, ou plutôt résumée à leur capacité à assurer le roulement de leur dette antérieure.

La situation de la France mérite une attention particulière. Il s'agit du seul pays déficitaire à ne

pas avoir encore amorcé le processus d'ajustement de ses comptes extérieurs. A son entrée dans la zone euro, la France présentait pourtant une balance courante confortablement excédentaire d'environ 43 milliards d'euros, soit plus de 3 % de son PIB en 1999. L'excédent s'est progressivement réduit, laissant place à partir de 2005 à un déficit qui se creuse. En effet, non seulement le déficit courant français ne se résorbe pas, mais il continue d'augmenter. Celui-ci représentait 51 milliards d'euros au taux annuel au premier trimestre 2013, soit 2,5 % du PIB.

Si des efforts d'ajustement des déséquilibres extérieurs ont été accomplis par la plupart des pays déficitaires, ce n'est pas le cas pour les pays excédentaires. La balance courante allemande présente un excédent permanent depuis 2001. Celui-ci n'a cessé d'augmenter depuis, si l'on exclut la période de crise de 2008-2009. Au premier trimestre 2013 il a atteint un record à près de 190 milliards d'euros au taux annuel, soit 7 % du PIB. L'Allemagne est loin d'être un cas isolé. Abstraction faite des petits pays de la zone, les Pays-Bas, l'Autriche et la Finlande dégagent également des comptes courants chroniquement excédentaires.

### Les ajustements sont loin d'être terminés

Le rééquilibrage des soldes extérieurs marque seulement la première étape du processus d'ajustement des économies fragilisées. Les excès accumulés dans la période d'avant-crise sont en effet loin d'être résorbés. Le cumul du solde des paiements courants enregistré par ces pays depuis 1999 montre que le stock de leurs engagements vis-à-vis de l'étranger reste massif. Au premier trimestre 2013, celui-ci atteignait en Espagne près de 680 milliards d'euros, ce qui représente près de 65 % du PIB espagnol, et près de 125 milliards d'euros en Italie, soit un peu moins de 20 % du PIB. Il ressortait à respectivement 200 et 230 milliards d'euros en Grèce et au Portugal, soit autour de 120 % de leurs PIB respectifs. La posi-

tion débitrice de l'Irlande vis-à-vis de l'extérieur a cessé de s'alourdir en 2010. Elle s'est légèrement résorbée depuis, s'affichant à 28 milliards d'euros fin 2012. Elle représente tout de même encore près de 20 % du PIB irlandais.

Du côté de la France, le solde des comptes courants cumulés depuis 1999 a atteint un déficit de 32 milliards d'euros au taux annuel début 2013, soit autour de 4 % du PIB. Certes, la position de la France vis-à-vis du reste du monde est bien moins débitrice que celles des économies précédemment citées, mais celle-ci ne cesse de se dégrader. Elle avait été excédentaire jusqu'en 2010. Elle a laissé place depuis à un déficit qui ne cesse de s'amplifier. Si pour le moment il n'y a pas péril sur la position extérieure française, la trajectoire des comptes extérieurs serait à rectifier si l'on veut éviter à terme la dérive présentée antérieurement par les « pays périphériques » de la zone.

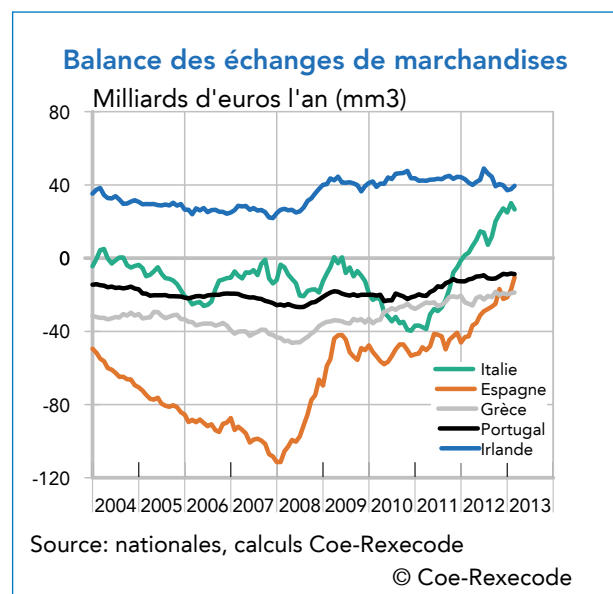
Du côté des pays excédentaires, le stock des avoirs qu'ils détiennent vis-à-vis du reste du monde est également élevé, et continue de progresser. Au premier trimestre 2013, le cumul des excédents observés en Allemagne depuis 1999 approchait les 1 400 milliards d'euros, ce qui représente plus de 50 % du PIB. Pour les Pays-Bas, celui-ci représente plus de 80 % de son PIB au premier trimestre 2013, mieux que l'Allemagne, et reste orienté sur une trajectoire ascendante. Le ratio équivalent pour la Finlande baisse depuis deux ans, mais s'inscrit tout de même autour de 50 %. Celui de l'Autriche est de 23 %, il grimpe encore.

### Amélioration nécessaire de la compétitivité à moyen terme

Face à l'impossibilité d'une dévaluation nominale du taux de change pour rééquilibrer les comptes extérieurs par une amélioration de la compétitivité-prix des exportations, l'ajustement des comptes extérieurs s'est essentiellement réalisé par l'intermédiaire de variables internes réelles. Le rééquilibrage des balances courantes de ces

économies tient essentiellement à la baisse des importations, conséquence de la contraction de la demande interne. Certes, un redressement des exportations est aussi perceptible dans certains pays (Espagne notamment), en lien avec la modération, sinon la baisse, des coûts salariaux unitaires. Mais l'effet de celui-ci dans la réduction des déficits extérieurs reste encore de faible ampleur.

L'ajustement « par le bas » réalisé par les pays en crise résout à court terme le financement de ces économies. Sur le moyen terme cependant, la soutenabilité de ce nouvel équilibre extérieur dépendra surtout d'aspects structurels. En effet, l'ajustement intervenu ne s'est pas effectué par une augmentation de la capacité de financement nationale (l'épargne générée par les agents locaux), mais par la contraction des besoins de financement en raison de la baisse de la demande domestique. A terme donc, pour permettre une reprise de la demande interne, et le retour d'une croissance dynamique ne dégénérant pas à nouveau dans l'accumulation chronique de déficits extérieurs, des réformes structurelles visant à améliorer la compétitivité du tissu productif s'im-



Contribution à l'amélioration du solde des échanges de marchandises							
Date	Point bas du solde des marchandises en mrd's d'euros l'an, mm3			Dernier point connu: mars 2013 en mrd's d'euros l'an, mm3			
	Exportations	Importations	Solde	Exportations	Importations	Solde	
Italie	janv-11	366,8	406,6	-39,8	390,2	360,6	29,5
Espagne	mars-08	190,8	302,8	-112,0	225,9	243,7	-17,8
Grèce	juin-08	18,3	66,0	-47,8	27,8	47,5	-19,7
Portugal	août-08	39,7	66,4	-26,8	46,0	54,4	-8,4
Irlande	janv-08	86,3	64,4	21,9	84,2	46,5	37,7
Evolution							
	en mrd's d'euros l'an			Contribution à l'amélioration du solde, en %			
	Exportations	Importations	Solde	Exportations	Importations		
Italie	23,3	-45,9	69,3	33,7	66,3		
Espagne	35,1	-59,1	94,2	37,3	62,7		
Grèce	9,5	-18,5	28,0	33,9	66,1		
Portugal	6,3	-12,1	18,4	34,3	65,7		
Irlande	-2,1	-17,9	15,8	-10,5	89,5		

posent. Ceci permettrait non seulement de regagner en compétitivité à l'exportation, mais aussi de permettre à l'offre interne de répondre au redémarrage de la demande domestique, en évitant une hausse démesurée des importations.

En l'absence de ces réformes structurelles (ou de politiques publiques adaptées), un redémarrage équilibré de la demande domestique ne pourrait en effet avoir lieu. Une fois les ajustements nominaux achevés, l'accélération de l'activité se heurterait à des limites structurelles des économies actuellement en crise. Leur croissance s'inscrirait sur des rythmes durablement faibles. Ceci accentuerait le phénomène de divergences géographiques au sein de la zone euro, favorisant la concentration de l'activité dans les régions dynamiques (Allemagne, Pays-Bas, Autriche, etc.), qui se caractériseraient par un tissu industriel performant, une spécialisation productive à forte valeur ajoutée et un faible taux de chômage. Au contraire, les pays peu compétitifs (Grèce, Portugal, Espagne, etc.) seraient confrontés à une désindustrialisation progressive et un chômage persistant. Ce processus pourrait être accéléré par

la libre circulation des facteurs de production prévalant dans l'union monétaire. Les investissements productifs afflueraient vers les pays dynamiques, tandis que les flux migratoires des pays avec un taux de chômage élevé vers ceux avec un faible taux de chômage s'accroîtraient. Certes, ceci pourrait contribuer à résoudre les défis démographiques auxquels sont confrontés les pays les plus industrialisés de la zone euro (baisse de la population, baisse de la force de travail, baisse de la main d'œuvre disponible), comme l'Allemagne. Mais cela occasionnerait également une accentuation de la désertification industrielle des pays fragilisés.

### Comment améliorer la compétitivité des pays en crise ?

Hormis une dévaluation externe (dépréciation du taux de change), l'amélioration de la compétitivité de l'appareil productif peut passer par deux canaux : soit par le canal nominal à travers une baisse des coûts des facteurs de production (facteurs travail et capital) permettant une hausse

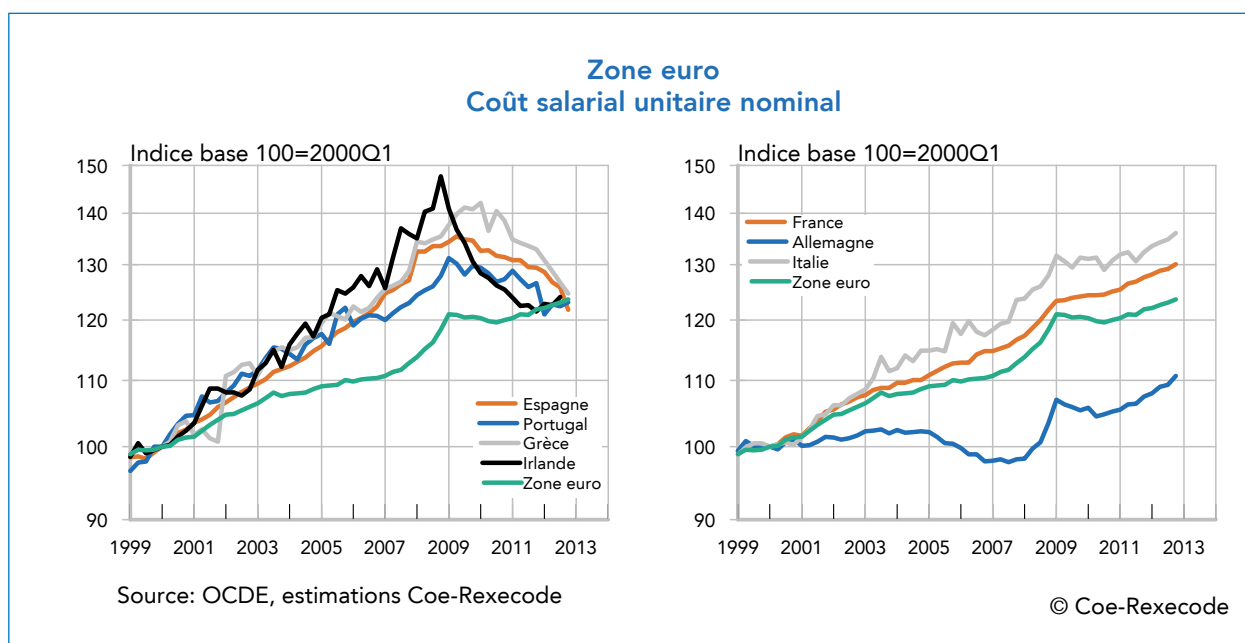
des marges des entreprises, soit par le canal réel à travers une hausse de la productivité générale des facteurs.

Du côté des facteurs nominaux, une certaine reconvergence dans l'évolution du coût du travail entre les différents pays de la zone euro est perceptible, même si celle-ci reste limitée.

L'évolution du coût de la main d'œuvre dans les différentes économies de la zone euro avait été très disparate au cours des années 2000. Dans certains pays, le coût unitaire de la main d'œuvre avait crû de manière particulièrement rapide, notamment en Espagne, en Italie, en Irlande, en Grèce ou au Portugal, mais aussi en France. Ceci s'explique en partie pour certains pays par un effet de rattrapage du niveau de vie de ces pays vers celui de la moyenne européenne (Espagne, Grèce, Portugal), ce qui impliquait une hausse plus rapide des salaires que dans les pays plus riches. Mais, c'est aussi, et surtout, la conséquence du développement de bulles immobilières et bancaires. Dans d'autres pays, au contraire, la

progression des coûts par unité produite a été bien plus modérée. L'Allemagne s'est même distinguée par une baisse des coûts salariaux en termes nominaux entre 2005 et 2008.

Les développements depuis le début de la crise de la dette souveraine au printemps 2008 ont provoqué un retournement dans l'évolution du coût de la main d'œuvre dans certains pays de la zone euro. Le coût unitaire mesuré en termes nominaux dans l'ensemble de l'économie recule en Irlande, en Grèce, en Espagne et au Portugal depuis plus de deux ans. A l'inverse, après une stabilisation en 2009-2010, celui a amorcé une tendance ascendante en Allemagne. En France et en Italie cependant, aucun changement net de trajectoire n'est observé : les coûts unitaires restent orientés à la hausse. En France, la mesure du crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi est une orientation favorable mais insuffisante. Sa comptabilisation pas Eurostat comme une baisse immédiate du coût du travail ne doit pas faire illusion.



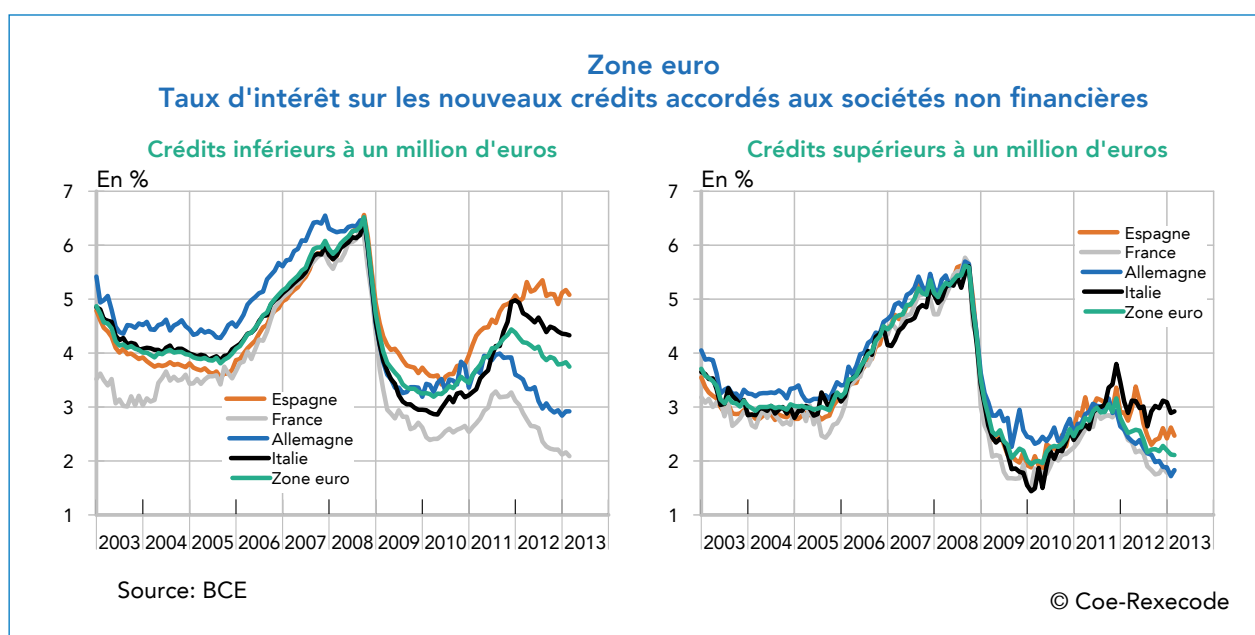
La compétitivité à l'exportation de l'Espagne, de la Grèce et du Portugal semble déjà profiter de la baisse du coût de la main d'œuvre observée dans ces économies. Celles-ci regagnent désormais des parts de marché. Le poids de leurs exportations de marchandises dans les exportations totales de la zone euro est en effet en hausse. Du côté irlandais, ce sont surtout les exportations de services qui ont rebondi. Celles-ci comptent pour moitié dans les exportations de biens et services de l'île, contre 20 % en moyenne pour la zone euro. La France et l'Italie continuent à l'inverse de perdre des parts de marché à l'exportation. Leur poids dans les exportations totales de l'union monétaire ne cessent de reculer, tant en ce qui concerne les échanges de marchandises que les échanges des services. L'Allemagne continue pour sa part de gagner des parts de marché malgré l'accélération récente des coûts unitaires de main d'œuvre.

### Le coût du capital est très disparate entre les pays

Le début de reconvergence observé dans le coût du travail, n'est pas franchement perceptible en ce

qui concerne le coût du capital. Les taux d'intérêt appliqués sur les nouveaux crédits accordés aux entreprises non financières continuent de diverger en termes nominaux, malgré une baisse généralisée des taux depuis la mise en place par la BCE de son programme d'achat de titres (Outright Monetary Program) en septembre dernier. Certes, des disparités existaient déjà avant l'amorce de la crise financière, mais celles-ci étaient de moindre ampleur.

La disparité des taux d'intérêt bancaires est particulièrement perceptible sur les crédits de faible montant, pénalisant particulièrement les petites et moyennes entreprises. Celles-ci se voient d'autant plus pénalisées que leur accès à d'autres moyens de financement (financement direct auprès des marchés financiers à travers l'émission d'obligations par exemple) est plus limité. En mars 2013, les taux bancaires appliqués sur les crédits inférieurs à un million d'euros accordés aux entreprises non financières allaient d'un maximum de 7 % à Chypre à un plus bas de 2 % en Belgique. Les conditions de financement se révèlent sans surprise particulièrement difficiles en Grèce (6,6 %), au Portugal (6,6 %), en Espagne (5 %) et





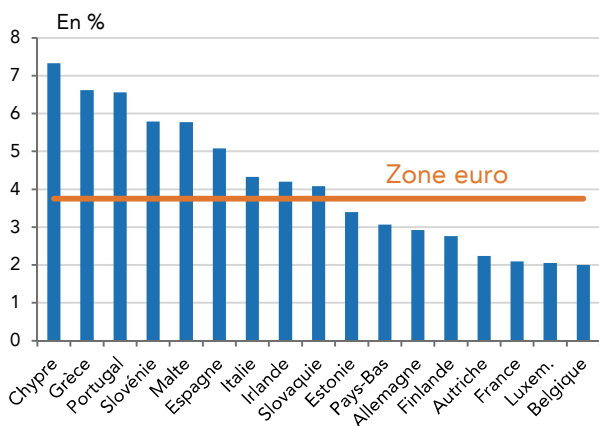
en Italie (4,3 %). La France et l'Allemagne font au contraire partie des pays où les taux aux entreprises sont les plus bas, à 2,1 % et 2,9 % respectivement. En ce qui concerne les crédits d'un montant supérieur à un million d'euros, la fourchette va de 6,7 % à Chypre à 1,5 % au Luxembourg.

Un autre facteur qui impacte directement le coût du capital est la fiscalité des entreprises dans chacun des pays membres. Le débat autour de la fiscalité des entreprises a pris de l'ampleur au cours des dernières années alors que les flux de capitaux ont bondi au niveau mondial. Comme la plupart des taxes, la fiscalité sur le capital peut générer des distorsions sur le marché, en particulier dans des régions très intégrées, comme c'est le cas de la zone euro, où la libre circulation des facteurs fait jouer pleinement la concurrence fiscale. Des niveaux d'imposition excessifs peuvent dissuader les investisseurs, et notamment les investissements directs, pénalisant à terme le tissu productif du pays.

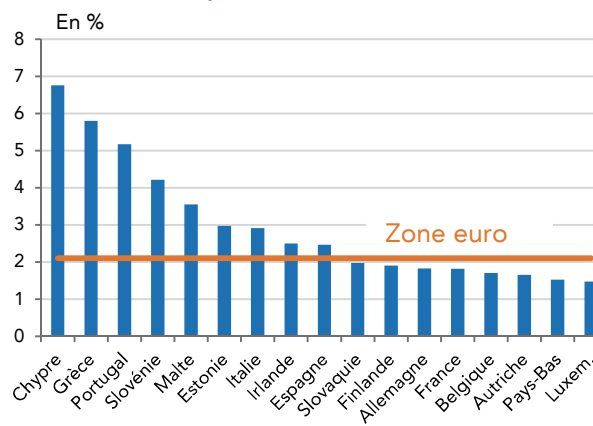
Le rapport d'Eurostat sur les trajectoires fiscales dans l'Union européenne révèle que la fiscalité des entreprises est très disparate au sein de la zone euro. En 2011, les impôts sur le capital des sociétés, mesuré en pourcentage du PIB, allait de 3,2 % au Portugal à 1,2 % en Estonie. L'Italie et l'Allemagne présentaient un ratio supérieur à celui de la moyenne européenne (hors Luxembourg, Chypre et Malte, où les recettes fiscales en provenance de la taxation sur le capital des entreprises sont particulièrement élevées du fait de leur spécialisation sur les services financiers). La France se situait juste en dessous de la moyenne, tandis que l'Espagne figure, avec la Slovaquie et l'Estonie, parmi les trois pays où le ratio est le plus faible. Surtout, ce rapport met en évidence un accroissement de la disparité dans l'imposition du capital au sein de la zone euro. La dispersion de celle-ci tend à s'accroître, ce qui ne peut qu'attiser les mouvements internationaux de capitaux sous l'exercice d'une concurrence fiscale accrue.

Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits accordés aux sociétés non financières, mars 2013

Crédits inférieurs à un million d'euros

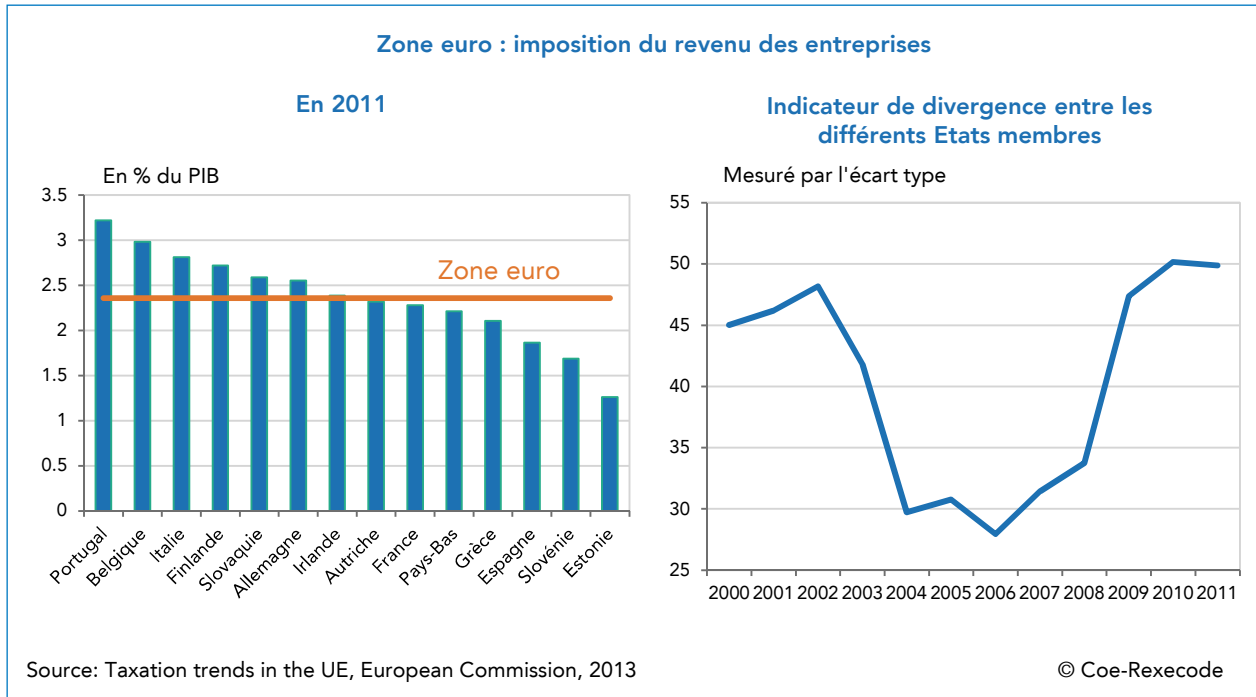


Crédits supérieurs à un million d'euros



Source: BCE

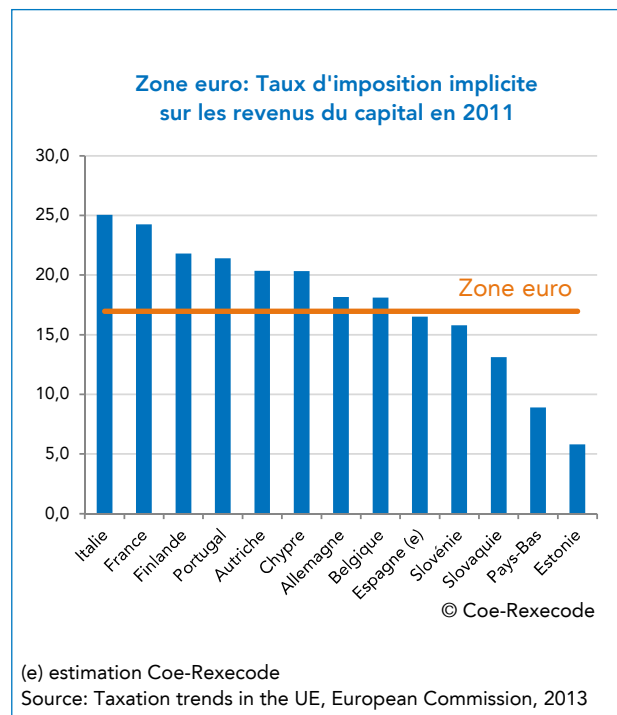
© Coe-Rexecode



Parmi les pays dont les données sont disponibles, la France est, avec l'Italie, le pays où le capital est le plus lourdement taxé, avec un taux implicite de taxation sur les revenus du capital qui atteignait 24 % en 2011. L'Estonie est le pays avec la fiscalité la plus avantageuse pour les sociétés, avec une taxation implicite sur le capital de 5,8 % en 2011. Elle est suivie par les Pays-Bas, avec un taux à 9 %.

### Des politiques structurelles pour améliorer la productivité

Des ajustements nominaux sont en cours dans les pays en crise, ce qui leur permet de regagner peu à peu en compétitivité. A terme, ceci soutiendra le retour de capitaux étrangers dans ces pays. Ainsi par exemple, une fois l'ajustement des prix immobiliers en Espagne achevé, un retour des investissements étrangers dans le secteur n'est pas invraisemblable. De même, la modération, voire la baisse, des prix au détail actuellement en cours dans les pays en récession devrait soutenir l'activité touristique. Enfin, la baisse du coût de la main d'œuvre



pourrait favoriser le retour des investissements directs dans le secteur productif.

Cependant, pour assurer une croissance soutenable et compétitive, des politiques adaptées sont à mettre en place en même temps que les ajustements nominaux en vue d'augmenter la productivité et la croissance potentielle de ces économies : adopter des réformes structurelles pour améliorer l'environnement des affaires, augmenter l'investissement productif, assurer une meilleure qualification de la main d'œuvre, renforcer l'activité de recherche et développement, etc. Ainsi, à moyen terme, c'est la question de l'impact de la crise sur la croissance potentielle qui est posée. L'investissement productif a été particulièrement pénalisé, surtout dans les pays « périphériques ». Celui-ci était pourtant déjà assez faible dans ces économies au regard de la moyenne de la zone. Depuis 2008, il s'est contracté de 15 % dans l'ensemble de la zone euro. Ce repli ressort à 50 % en Grèce, 30 % en Irlande et au Portugal, et 20 % en Espagne et en Italie. Il est moins important en France et en Allemagne à 5 % environ. Le manque d'investissement productif de ces dernières

années, couplé aux tendances démographiques peu dynamiques, contribuerait à freiner les gains de productivité de l'économie européenne, et donc à limiter le rebond de la croissance.

Des ajustements nominaux sont en cours dans les pays en difficultés financières, ce qui leur permettra de regagner peu à peu en compétitivité. Cependant, pour assurer une croissance soutenable et compétitive, des politiques adaptées sont nécessaires en vue d'augmenter la productivité et la croissance potentielle de ces économies. Leur financement est d'autant plus problématique que ces pays sont également confrontés aux exigences de consolidation budgétaire. En conclusion, si les quelques comparaisons précédentes montrent aussi que des divergences importantes subsistent entre les pays de la zone euro, le retour à la croissance globale passera par de nouveaux efforts de reconvergence au sein de l'union monétaire. ■