

Hétérogénéités structurelles dans la zone euro : appréciations et conséquences

Alexis Penot

Sommaire

- Les statistiques macro-économiques ou la nécessité de se pencher sur les aspects structurels
- Les secteurs financiers
- Les mécanismes de formation des prix

Une convergence inachevée

- Une Europe homogène : condition du bon fonctionnement de l'union monétaire européenne
- Deux indicateurs macro-économiques
 - ✓ *La croissance économique*
 - ✓ *L'inflation*

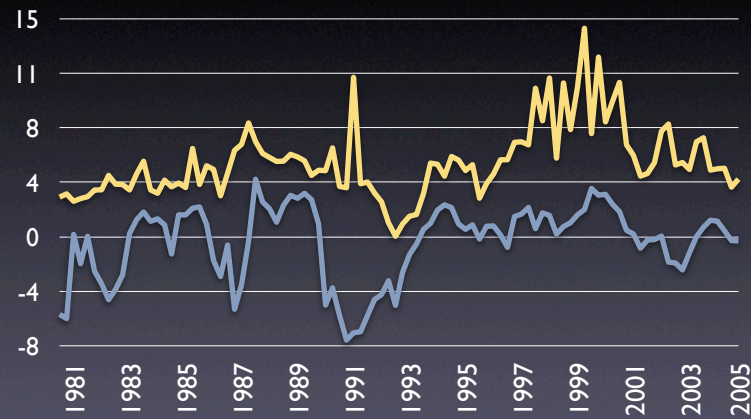
3

Une **politique monétaire unique impose que les pays ne soient pas trop différents entre eux**. Les premières craintes en effet étaient que des pays en situation différente (l'un en récession, l'autre en forte croissance) n'aient à subir les mêmes mesures de politique économique (en particulier monétaire).

D'où la **mise en place des critères de convergence** dans les années 90 (taux d'intérêt, taux de change, inflation, déficit public, dette publique). On remarque l'absence de critères réels, tels que le taux de croissance ou le taux de chômage par exemple. Or, malgré ces efforts, les causes de disparité restent très nombreuses. C'est ce que nous allons voir.

Le premier réflexe est de regarder les variables macro-économiques que sont la croissance ou l'inflation. Nous aurions pu en choisir d'autres.

Valeurs extrêmes de la croissance



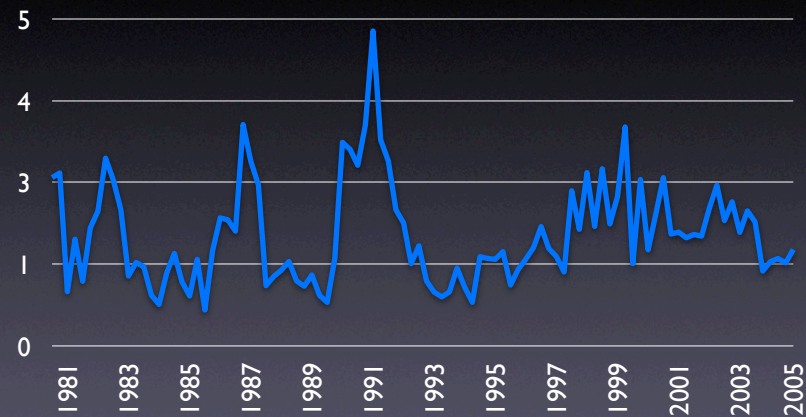
4

On peut donc regarder les **valeurs extrêmes des taux de croissance** des pays de la zone euro depuis 1991.

1991 est un cas particulier (très forte récession en Finlande et croissance artificielle de l'Allemagne à cause de la réunification) mais sinon, on peut encore voir que les dernières données indiquent un pays où la croissance est légèrement négative (la Finlande) alors qu'elle est de 4% dans le pays le plus dynamique (l'Irlande). Dans le même ordre d'idées : 0,6% en Allemagne contre 1,2% en France. Il n'est pas certain que ces pays aient besoin des mêmes politiques économiques, alors que la BCE a déjà procédé à une hausse des taux.

Pour autant, difficile de dire au vu de ce seul graphique que les choses sont en train de changer (vers plus ou moins de dispersion). Il faut pour cela **mesurer la dispersion**.

Dispersion de la croissance



5

Sur une longue période, la réduction de la dispersion des taux de croissance n'est pas flagrante. L'année 2005 se situe de ce point de vue aux niveaux de 1997. Pour autant, on peut toujours remarquer des progrès sensibles par rapport à 1999, date de mise en place de la monnaie unique.

Valeurs extrêmes de l'inflation



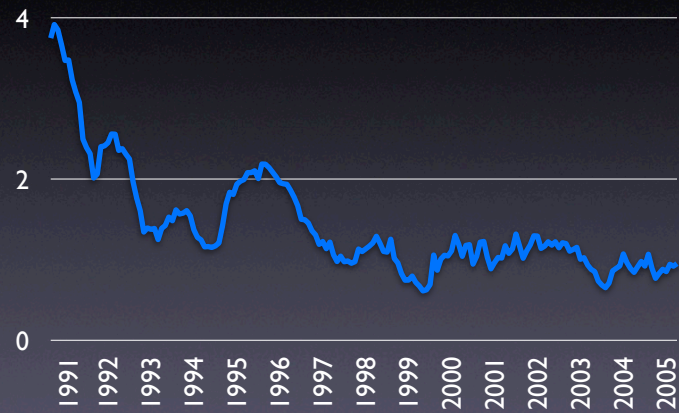
6

En matière d'inflation, **les progrès de convergence semblent bien réels** (souvenez-vous que l'inflation faisait partie des fameux critères de convergence de Maastricht) mais aujourd'hui encore **il demeure des écarts** de 4,7% (Luxembourg) à 1,1% (Finlande) d'inflation. La France et l'Allemagne sont dans une situation proche (2,4 et 2,6) mais les Pays-Bas sont à 1,7 et l'Espagne à 3,8.

Là encore, les besoins peuvent être différents.

Regardons la **mesure de la dispersion**.

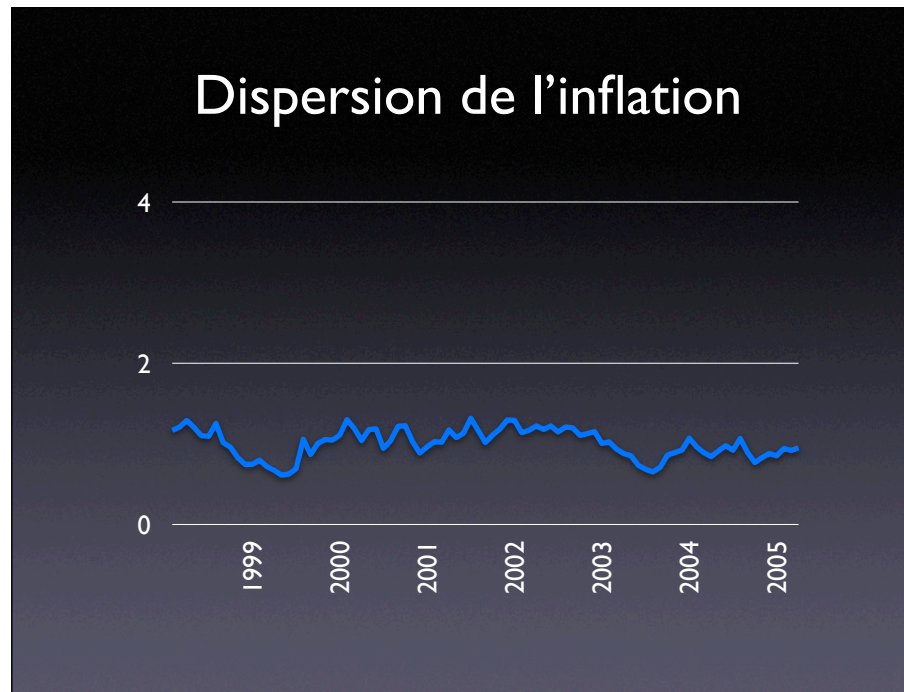
Dispersion de l'inflation



7

La mesure de la dispersion des taux d'inflation est sans ambiguïté : tendance à la baisse.

Dispersion de l'inflation



8

Et pourtant, si on y regarde de plus près en se contentant d'observer les chiffres depuis 1999, les progrès ne sont plus là du tout. **La convergence a cessé depuis 1999.** Est-ce inquiétant ?

Non à en croire la BCE qui dit que cet écart d'inflation n'est plus plus important qu'aux Etats-Unis. Il n'y a donc pas de soucis à se faire.

Propos toutefois à nuancer :

- **anecdotique** : la BCE se sert de l'indice d'inflation dans les 9 plus grandes villes américaines. D'autres études basés sur l'inflation dans les 50 Etats disent bien que la dispersion est plus forte en Europe (presque le double)
- **l'Europe n'a pour ainsi dire pas de budget fédéral.** Pas moyen pour un budget européen de compenser les écarts conjoncturels, comme peut contribuer à le faire le budget américain. En Europe, au niveau budgétaire, chacun joue dans son camp.
- et surtout, les **différences en Europe sont beaucoup plus persistantes** : le pays qui a l'inflation la plus forte la conserve de manière beaucoup plus durable que l'Etat américain qui a la plus forte. Il est normal que l'inflation ne puisse pas être égal dans toutes les régions mais si c'est systématiquement la même région qui a l'inflation la plus forte ou la plus faible, c'est beaucoup plus gênant.

Et si la convergence avait cessé à cause de l'Union Economique et Monétaire ?

9

Avant la mise en place de l'UEM, les économistes se demandaient si les pays étaient bien dans des situations conjoncturelles suffisamment identiques pour qu'une seule politique monétaire puisse s'appliquer (on regardait si les pays étaient en même temps en récession par exemple). L'UEM est là, la question a donc perdu une partie de son intérêt.

Celle qui se pose maintenant est celle de la **proximité structurelle entre les pays** : est-ce que les pays de l'UEM réagissent tous de la même manière aux impulsions de politique économique ? Si tel n'était pas le cas, cela pourrait expliquer pourquoi la convergence a cessé et ce serait un défi très difficile à relever pour la BCE.

Par ailleurs, ces différences sont-elles appelées à durer dans le temps ? Ou la BCE peut-elle se permettre de laisser passer l'orage ?

L'ambiguïté des statistiques

La sensibilité des croissances économiques à la politique monétaire

	La plus sensible	La moins sensible
Allemagne	10	3
France	4	10
Italie	2	4
Royaume-Uni	4	4

10

La BCE a naturellement son propre modèle statistique très sophistiqué et elle reconnaît implicitement les différences en utilisant les grands modèles macroéconomiques (ECB 2004) mais pourtant, il est difficile de conclure avec certitude.

Sur 20 articles, 3 disent qu'il n'existe aucune différence !
Difficile de conclure quoi que ce soit avec certitude.

Une alternative est de **regarder les caractéristiques structurelles des différentes économies** sur les points essentiels de la zone euro pour se rendre compte que les différences sont à la fois importantes et nombreuses

Sommaire

- Les statistiques macro-économiques ou la nécessité de se pencher sur les aspects structurels
- **Les secteurs financiers**
- Les mécanismes de formation des prix

Les structures financières nationales

- Les institutions financières
- Les agents non financiers
- Les relations entre les institutions financières et les agents non financiers

12

Nous allons tout d'abord commencer par donner quelques caractéristiques des **secteurs financiers** des différents pays de la zone euro : les institutions financières, leurs clients et les relations entre les deux.

Pourquoi s'intéresser au secteur financier ? Ce sont les enseignements sur la transmission de la politique monétaire qui vont nous apporter des éléments de réponse. Le canal traditionnel : le canal du taux d'intérêt et du coût du capital. Je suis consommateur, les taux d'intérêt sont bas, le crédit n'est pas cher et/ou mon épargne me rapporte peu. Je peux utiliser l'un ou l'autre pour augmenter mes dépenses de consommation.

Mais dans quelle mesure ces niveaux de taux d'intérêt m'influencent-ils ? La réponse est apportée par le ce que les économistes ont appelé le canal du crédit : de très nombreux facteurs peuvent alors jouer.

Le premier d'entre eux est de savoir à quoi ressemblent les institutions financières (les banques)

Les institutions financières

- La transmission des taux directeurs aux taux débiteurs
- La taille des banques
- La santé financière des banques

Trois facteurs, parmi d'autres, peuvent jouer dans ce domaine

La transmission des taux débiteurs aux taux créditeurs

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Prêts de court terme aux entreprises (moyenne)	48	80	79	51	71	76
Taux sur les prêts et les dépôts (jusqu'en 2002)	39	-	47	62	40	47

14

La première ligne représente la réaction des taux d'intérêt sur les prêts à court terme aux entreprises après une hausse de cent points de base des taux du marché monétaire.

En rouge l'Allemagne et la France mettent du temps à répercuter sur les entreprises les différences de coût de leurs ressources, alors qu'à l'inverse, en vert, la Belgique et l'Espagne sont plus promptes. La politique monétaire y sera donc plus efficace.

On pourrait ajouter de très nombreuses mesures dans cette catégorie selon la nature de l'emprunteur, l'horizon de temps que l'on considère entre court terme et long terme.

La seconde ligne est plus générale puisqu'elle ajoute les prêts et les dépôts et mais aussi les prêts à tous les agents non financiers. Les résultats ne sont donc pas directement comparables. Ils montrent cependant des résultats supérieurs de moitié pour certains, ce qui n'est pas rien. La France serait à ce titre bien plus sensible que l'Italie ou l'Allemagne.

Les dernières études ne montrent pas de changements flagrants dans le domaine : la tendance demeure très nettement à la dispersion, selon une étude parue le mois dernier (et publiée par la BCE, c'est dire) !!

La taille des banques

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Part de marché des 5 plus grandes banques en 2003 (actifs)	22	83	44	47	28	84
Nombre d'établissements en 2004 (par millions d'habitants)	26	10	8	14	13	28
Actif moyen en 1998 (M d'euros)						
Toutes les banques	1591	8079	3612	6398	1863	5645
Grandes banques	24490	44718	43670	92330	28900	81897

15

Une raison qui peut expliquer ces différences d'un pays à l'autre dans la transmission des taux peut être la **taille des banques** dans les différents pays et leur concentration.

La littérature a montré que les petites banques étaient plus sensibles aux impulsions de politique monétaire. Elles ont en quelque sorte les reins moins solides pour amortir les décisions de politique monétaire en disposant de sources alternatives de financement moins nombreuses.

Là encore, on peut regarder différentes mesures.

La **Part de marché** : trois groupes de pays. Les banques allemandes et italiennes semblent plus petites et donc la politique monétaire y sera plus sensible. En Belgique et aux Pays bas, elles semblent plutôt importantes alors que l'Espagne et la France sont dans une position intermédiaire.

Mais on s'aperçoit que le tableau est complexe : le nombre de banques confirme le portrait pour l'Allemagne mais les Pays-Bas semblent aussi avoir un important tissu de toutes petites banques. Les banques espagnoles apparaissent donc peu nombreuses au final.

Une dernière mesure (mais on pourrait en regarder bien d'autres : **la concentration dans les dépôts** plutôt que dans les actifs par exemple) et **la taille de l'actif moyen des banques**. On confirme alors bien que la Belgique a en moyenne des banques plus grandes que les autres (et donc la politique monétaire y sera moins efficace) mais que les véritables grandes banques sont en France et aux Pays-Bas.

En revanche, on confirme bien la petite taille des banques allemandes (et aussi italiennes) qui sensibilise à la politique monétaire dans ces pays. Notez que des mouvements de concentration sont à l'oeuvre dans toute l'Europe (ils sont loin de tous figurer dans ce tableau) : le processus est lent mais réel.

Tendance générale à la concentration mais les disparités demeurent !

La santé des banques

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Rendement sur l'actif en 2003	-0,06	0,31	0,71	0,35	0,31	0,42
Bénéfice avant impôt en 2003 (en % de l'actif moyen)	-0,20	-	1,27	0,58	0,81	-
Marge d'intérêt	0,76	0,57	2,02	0,71	1,92	1,49

16

Le dernier facteur que l'on va regarder est **la santé des banques**. En plus de la taille, la santé financière des établissements leur permettra d'avoir accumulé des réserves pour faire face à la hausse de leurs coûts.

Ainsi, plus une banque sera en mauvaise santé, plus elle sera exposée aux décisions de politique monétaire.

Là également, on peut considérer tout un tas de mesures différentes. Je vais en retenir 3.

Le rendement sur l'actif ou les bénéfices avant impôts donnent une information similaire : les banques allemandes (clic), plus fragiles, sont plus exposées que les banques espagnoles.

La marge d'intérêt : plus la marge est élevée, plus une banque pourra se permettre de la réduire pour faire face à une hausse du coût de ses ressources. De ce point de vue, les banques allemandes et françaises semblent plus exposées que les banques espagnoles et italiennes.

Les structures financières nationales

- Les institutions financières
- **Les agents non financiers**
- Les relations entre les institutions financières et les agents non financiers

17

Mais il ne suffit pas de regarder les caractéristiques des banques, il faut aussi voir celles de leurs clients.

Les agents non financiers

- Les emprunteurs de la zone euro
- Les comportement financier des ménages et des entreprises

18

De ce point de vue, deux catégories :
quelles sont les caractéristiques des emprunteurs et quelles sont leurs habitudes ?

Les emprunteurs de la zone euro

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Taille des entreprises 1997						
<i>Moins de dix salariés</i>	18%	17%	46%	28%	43%	30%
<i>10-499 salariés</i>	46%	48%	39%	41%	38%	45%
<i>Plus de <499 salariés</i>	36%	4%	15%	31%	20%	25%
Structure économique (1999)						
<i>Agriculture</i>	1%	1,6%	-	2,3%	3%	3,1%
<i>Industrie</i>	26,7%	18,2%	-	20%	20%	20,4%
<i>Services</i>	61,2%	65%	-	66,7%	65%	64,9%

19

Il s'agit ici de donner des indicateurs de sensibilité au capital des économies de la zone euro.

Le premier est la **taille** : les petites entreprises sont davantage frappées par une hausse des taux d'intérêt. C'est ainsi que l'on constate que les petites entreprises sont plus présentes en Espagne et en Italie alors que la Belgique ne comporte que très peu de grandes entreprises (clic). Ces trois pays sont donc exposés aux impulsions de politique monétaire. alors que les plus grandes sont représentées en France et en Allemagne.

Des études ont toutefois montré que le **secteur d'activité** était plus important que la taille des entreprises.

Le critère par secteurs d'activité est déterminant : des études empiriques ont montré que les secteurs de la construction étaient les plus sensibles, suivis de l'industrie (en raison des capitaux qu'elle mobilise), des services et de l'agriculture. Or, de ce point de vue l'Allemagne se distingue avec une part des services plus faibles et une part de l'industrie plus forte.

Le comportement financier des ménages

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Prêts immobiliers aux ménages en 2002 (en % du PIB)	47	28	32	22	10	74
Dette des particuliers en 2002 (en % du revenu disponible)	104,5	63,5	92,4	60,2	36,4	200,7
Part du crédit à un an au plus en 2003	6,4	4,2	5,9	5,8	15,9	5
Part des crédits immobiliers à taux variables en 2002	18	-	75	22	40	26

20

Le comportement des ménages :

Regarder la sensibilité des crédits ne suffit pas. S'ils sont inexistant dans l'économie, ils auront beau être très sensibles, cela n'y fera pas grand chose.

Le **recours au prêt immobilier** : on comprend donc que plus cette part est forte, plus l'économie du pays est susceptible d'être sensible aux impulsions de politique monétaire. On remarque, que, en la matière, les différences sont très importantes d'un pays à un autre entre l'Italie (clic) où le recours au crédit est très faible et les pays-bas (clic) où il est très répandu.

Mais le **recours au crédit** n'est pas le seul critère : un autre très important est la maturité des emprunts. Est-ce que les agents empruntent à long terme, ou à court terme ? Un emprunt sur 30 ans aux conditions fixes et un emprunt dont il faut renégocier les conditions tous les 5 ans et donc s'exposer aux conditions du moment sont deux choses différentes. De ce point de vue, les Italiens semblent avoir un recours important au crédit de courte durée et les Espagnols semblent utiliser beaucoup les taux variables pour leurs emprunts hypothécaires alors que les Allemands, les Français et les Néerlandais utilisent beaucoup plus le taux fixe.

Bien sûr, d'autres facteurs jouent : les entreprises se financent-elles sur les marchés financiers ou auprès de banques ? ont-elles des relations de long terme avec ces dernières ?

En tout état de cause, les facteurs d'hétérogénéité sont très nombreux et il serait assez douteux pour que tous se compensent et donnent au final une transmission homogène de la PM à tous les pays.

Qu'en est-il de la **pérennité de telles différences** ? L'histoire montre que ces structures sont souvent l'héritage de traditions, de cadres juridiques qui peuvent être longs à modifier. Comment décider les Italiens à recourir plus souvent au crédit ?

En même temps, la création de l'euro est un tel bouleversement que les agents économiques adaptent leur comportement : certaines études montrent que c'est souvent le cas pour les banques. Les ménages et les entreprises suivront sans doute.

Travail de comparaison entamé il y a quatre ans et sur plusieurs points, les changements ont été très modestes.

Sommaire

- Les statistiques macro-économiques ou la nécessité de se pencher sur les aspects structurels
- Les secteurs financiers
- **Les mécanismes de formation des prix**

21

Le dernier point que je vais aborder est le **mode de formation** des prix avec en arrière plan la question suivante : comment l'activité économique se transmet-elle dans les prix ?

Nous avons vu comment la politique monétaire se transmettait sur la sphère réelle, nous passons donc à la phase suivante. Nous allons voir cela en trois étapes.

Les mécanismes de prix

- Les structures de production nationales
- La transmission des variations du taux de change
- Les hétérogénéités des marchés du travail

22

Les structures de production nationale (nous en avons déjà parlé un petit peu),
le rôle du taux de change : la zone euro n'est pas une zone complètement fermée sur elle-même
et surtout, les hétérogénéités de fonctionnement des marchés du travail.

Les structures de production

- Les secteurs de production (les firmes de service changent leurs prix moins souvent)
- La taille des entreprises

Le débat sur la persistance de l'inflation

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
<i>Moins de dix salariés</i>	0,29	0,15	0,18	0,29	0,22	0,18

23

Nous en avons déjà parlé, je n'y reviens pas

Tout cela conduit à un débat très à la mode en ce moment au sein de la communauté des économistes et auquel semble bcp s'intéresser la BCE : celui de la **persistance de l'inflation**. Une fois que l'inflation est là, combien de temps reste-t-elle ?

Des études apparaissent : elles regardent à quelle fréquence les entreprises changent leurs prix par exemple et là aussi, des disparités apparaissent. Ces travaux demandent encore confirmation mais ils donnent une idée : l'inflation est la plus persistante dans les grands pays (France et Allemagne).

Les petites entreprises sont davantage frappées par une hausse des taux d'intérêt. C'est ainsi que l'on constate que les petites entreprises sont plus présentes en Espagne et en Italie alors que la Belgique ne comporte que très peu de grandes entreprises. Ces trois pays sont donc exposés aux impulsions de politique monétaire. alors que les plus grandes sont représentées en France et en Allemagne.

Des études ont toutefois montré que le secteur d'activité était plus important que la taille des entreprises.

Le critère par secteurs d'activité est déterminant : des études empiriques ont montré que les secteurs de la construction étaient les plus sensibles, suivis de l'industrie (en raison des capitaux qu'elle mobilise), des services et de l'agriculture. Or, de ce point de vue l'Allemagne se distingue avec une part des services plus faibles et une part de l'industrie plus forte.

La transmission des taux de change

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
L'ouverture des économies						
<i>Importations extra-zone euro (% du PIB)</i>	14	23	11	10	12	30
<i>Exportations extra-zone euro (% du PIB)</i>	15	21	9	11	14	14
Le pass-through						
<i>après 6 mois</i>	0,07	-	0,09	0,01	0,06	0,12
<i>après 24 mois</i>	0,10	-	0,08	0,16	0,18	0,11

24

Le taux de change affecte les prix et l'activité au sein d'un pays : si vous importez une large part de votre consommation, les prix pratiqués chez vous dépendent des prix d'importation qui eux-mêmes dépendent des taux de change : l'ouverture des économies est donc importante. Ainsi, plus l'économie est ouverte sur l'extérieure, plus ses prix seront sensibles aux taux de change, c'est le cas de la Belgique et des pays-Bas. L'Espagne et la France sont dans la situation inverse (la comparaison France-Allemagne est de ce point de vue intéressante)

Le second est ce que les économistes appellent le pass-through : c'est l'effet des variations de taux de change sur les prix à la consommation. A court terme, la France confirme sa faible ouverture alors que les pays-bas confirment l'influence de leur grande ouverture. A plus long terme, le portrait est plus nuancé.

Les marchés du travail européens

	Allemagne	Belgique	Espagne	France	Italie	Pays-Bas
Taux de syndicalisation	30%	50%	20%	7,5%	45%	25%
Centralisation des négociations	Moyenne	Moyenne	Moyenne	Faible	Moyenne	Moyenne
Salaire minimum en % du salaire moyen	55	60	32	50	70	55

25

Le dernier point est d'une assez grande importance : dans un contexte de très faible mobilité de la main d'oeuvre à l'intérieur de la zone euro, les disparités de fonctionnement des marchés du travail affectent toutes les économies.

Quelques aspects théoriques sur le **poids des syndicats** : la théorie enseigne en effet que la taille des syndicats a une influence sur les prix. S'ils sont petits, ils sont trop faibles pour obtenir de fortes hausses de salaires et s'ils sont grands, ils comprennent qu'il vaut mieux que de trop fortes hausses de salaires finiraient par se transmettre aux prix, annulant en termes réels les avancées obtenues. Entre les deux, la situation est la plus complexe.

Mais le poids des syndicats ne suffit pas : il faut savoir dans quel contexte ils agissent, sur quoi négocient-ils ? Tout cela a son importance. Et nous allons passer cela en revue.

Le taux de syndicalisation : très faible en France : les syndicats n'ont que très peu de poids et en plus, ils interviennent à un niveau très décentralisé (négociations au sein des entreprises et non des branches par exemple) Sur quoi négocient-ils ? Plus le salaire minimum est une portion importante du salaire moyen, plus il est décidé par les pouvoirs publics et moins il est le résultat de la négociation collective. De ce point de vue, les syndicats Espagnols ont matière à négocier, contrairement aux cas italien et belge.

Une fois de plus, se pose la question de la **pérennité de ces différences**.

La théorie n'est que de peu d'utilité :

arguments pour les réformes : la flexibilité des salaires devient nécessaire dans un contexte où les pays se privent de la flexibilité du change et du taux d'intérêt. C'est la seule solution et les réformes sont inévitables. De plus, l'intégration des marchés européens pousse à davantage de concurrence, ce qui plaide à nouveau pour plus de flexibilité. Les réformes allemandes semblent donner du crédit à ces arguments.

Arguments contre : ces réformes ne sont prises qu'au niveau national. Un gouvernement ne verra pas en termes d'inflation européenne les conséquences de ses réformes.

Plus important elles sont très coûteuses à court terme. Or, les gouvernements sont privés de l'arme monétaire qui auraient pu en abaisser le coût (par une baisse des taux)