



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

## **Politique économique**

**Réunion Courtage Premium-Paris**

**12 avril 2012**



- ❑ Un contexte économique chahuté
- ❑ Les taux d'intérêt, causes et conséquences de la crise ?
- ❑ Deux contraintes pour la croissance : le vieillissement et la contrainte énergétique
- ❑ Pourquoi la zone euro est au cœur de la tourmente ?
- ❑ La question clef du financement et de l'orientation de l'épargne
- ❑ Quelles solutions et quelques scénarii en guise de conclusion ?



## Qu'est-ce qu'un taux d'intérêt ?

- Le prix de l'argent, prix du futur et prix du risque
- La renonciation à consommer
- La notation des Etats et plus généralement des acteurs économiques
- La rémunération de l'épargnant

## Comment sont fixés les taux d'intérêt

- Les Banques centrales pour le court terme
- Le marché pour le long terme (avec possibilité d'action des banques centrales : swaps aux Etats-Unis, LTRO au sein de la zone euro)

## Marchés : offre et demandes de capitaux

Une épargne surabondante du fait de transferts vers des pays faiblement consommateurs (excédents commerciaux pays émergents et pays pétroliers) et du fait des injections des banques centrales



## Le contexte économique est marqué

- Par le refinancement des banques par la BCE : 1000 milliards d'euros
- Par les tensions sur les marchés pétroliers
- Par les incertitudes électorales

## Une économie mondiale entre deux eaux

- Grèce : l'heure du répit ?
- L'Espagne, nouveau maillon faible ?
- France : entre récession et stagnation avec une alerte sur les spreads ?
- Allemagne : du modèle aux doutes
- Etats-Unis, entre reprise électorale et reprise réel ou sursaut avant déclin
- Pays émergents : début 2012 : la fête est finie ?
- Japon : de la stagnation à l'heure de la reconstruction

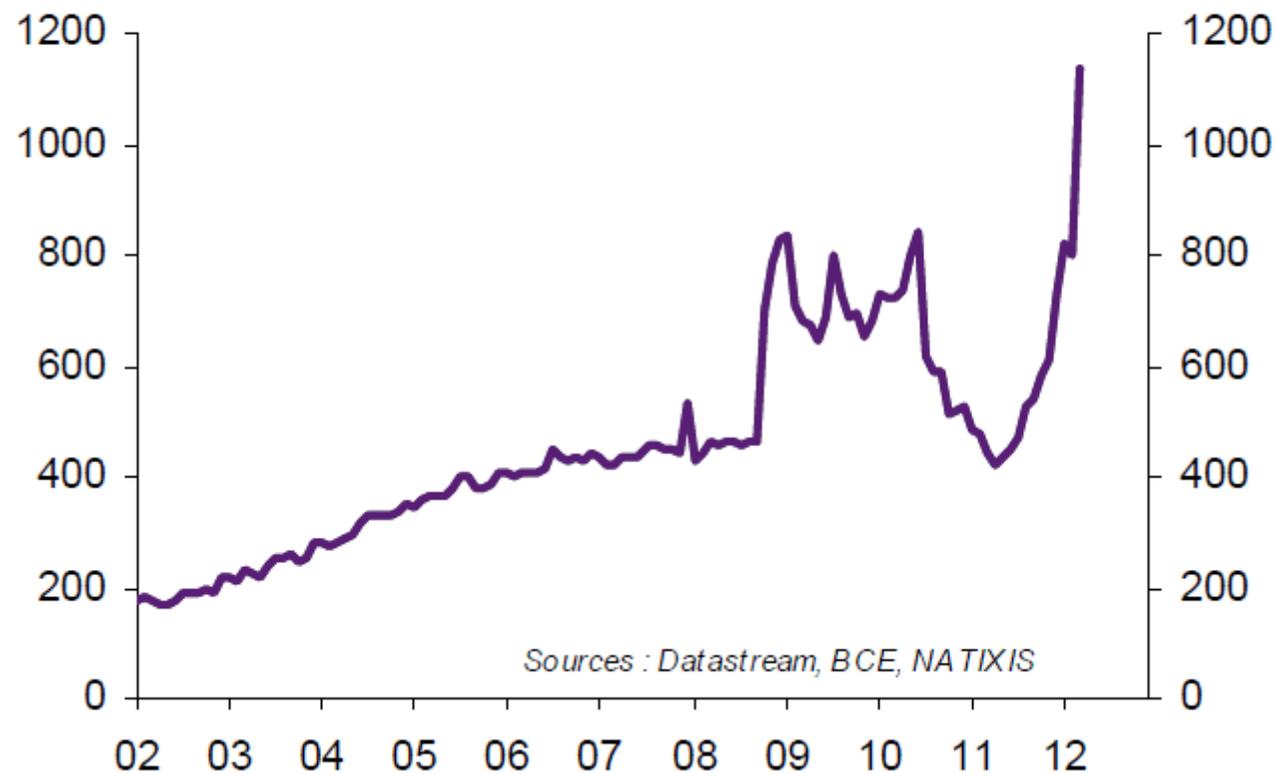


# L'euro sauvé par « les repos de la BCE »



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

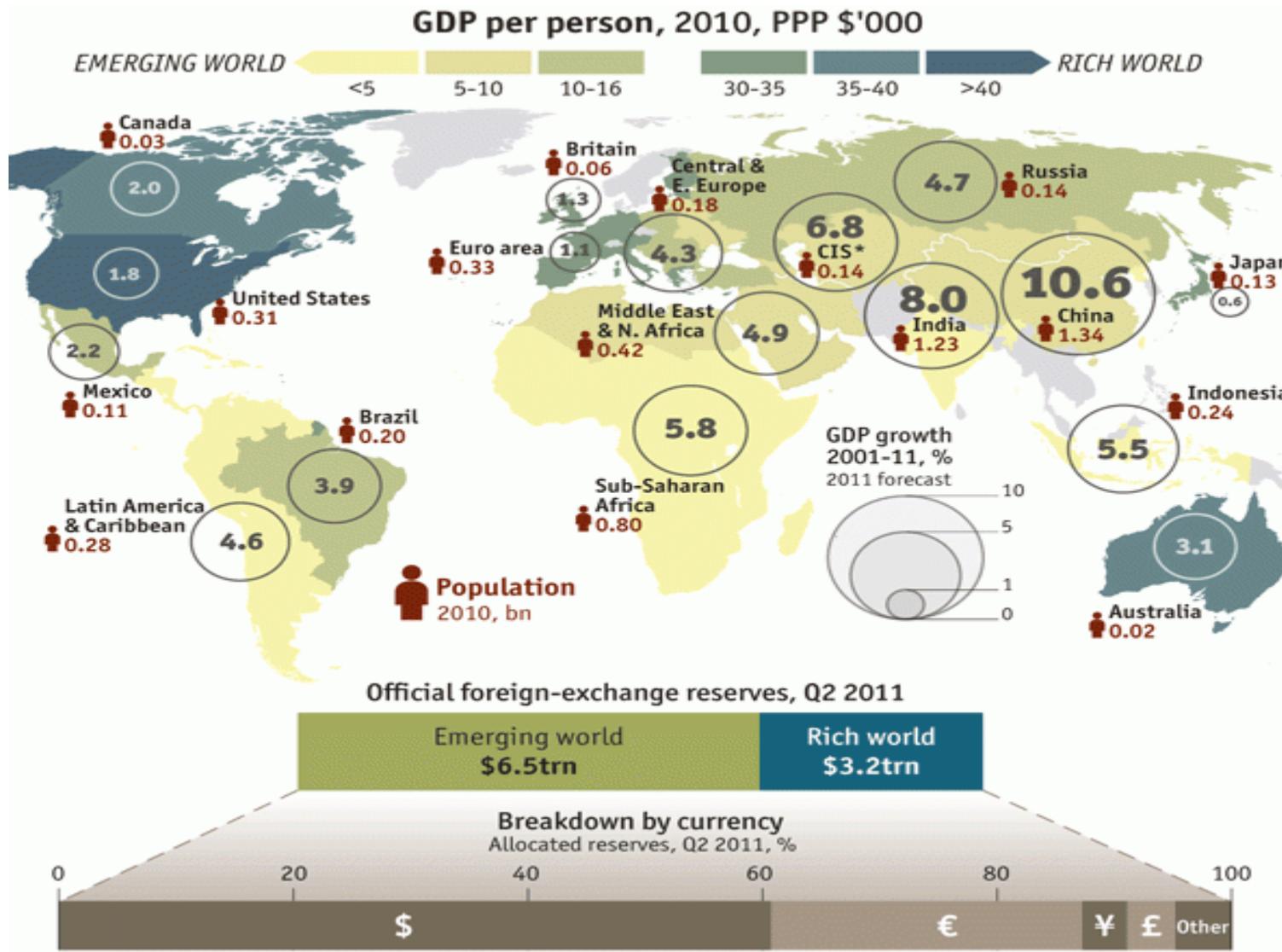
**Zone euro : encours total de repos  
(en Mds d'euros)**



# Panorama de l'économie mondiale ?



**GENERALI**  
Solutions d'assurances



Sources: IMF; UN; The Economist

\*Commonwealth of Independent States

# De nouveaux rapports de force



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

- ❑ PIB mondial : 50 % pays émergents
- ❑ Production industrielle : 20 % en Chine, plus que les Etats-Unis
- ❑ Consommation : plus de 75 % % pays occidentaux
- ❑ Réserves de changes : 66 % pays émergents
- ❑ Productivité : les pays avancés largement en tête (productivité chinoise est environ 10 % de celle des Etats-Unis)



## Deux freins à la croissance au sein de l'OCDE

- ❑ La contrainte démographique
- ❑ La contrainte des matières premières et énergétiques

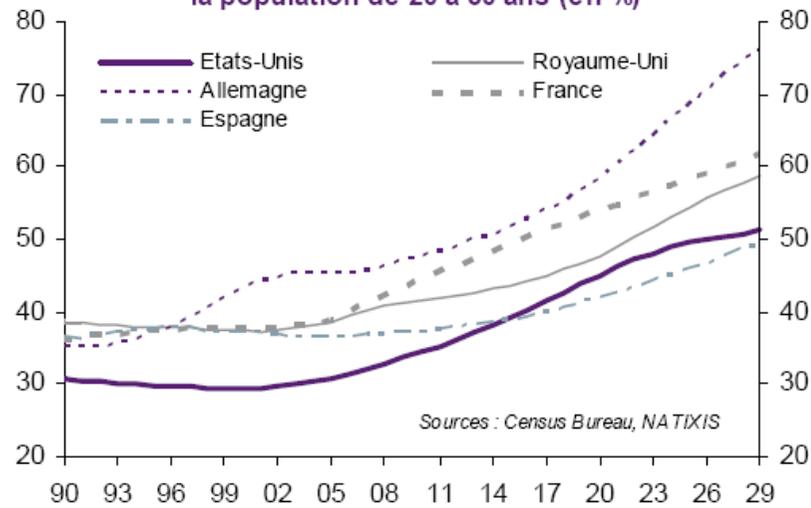


# Le vieillissement de la population

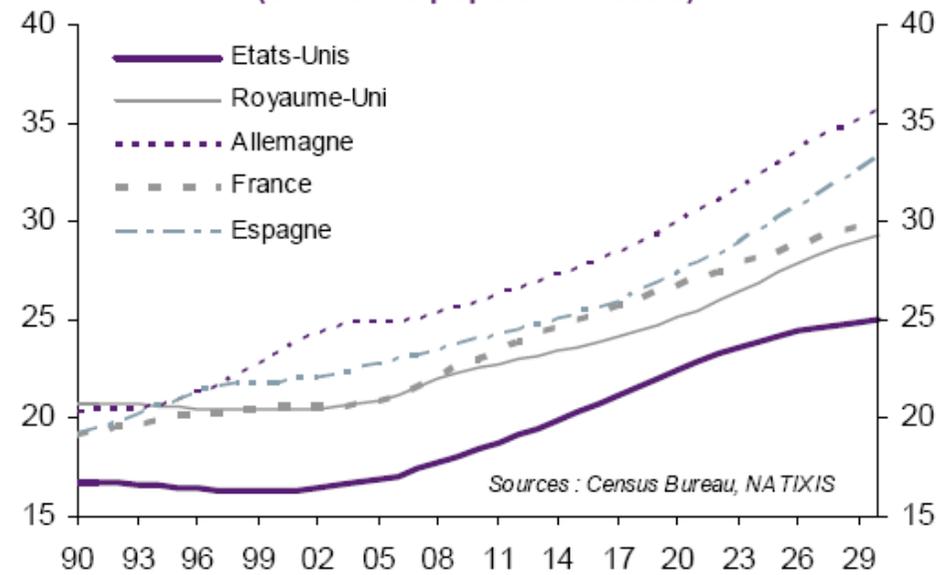


**GENERALI**  
Solutions d'assurances

Ratio entre la population ayant plus de 60 ans et la population de 20 à 60 ans (en %)



Population ayant plus de 60 ans (en % de la population totale)



## Le facteur démographique comme élément structurel d'explication de la crise

Excès d'offre du travail du fait de l'arrivée à l'âge actif de classes d'âge nombreuses et de la diminution de la population agricole dans les pays émergents (révolution démographique à grande vitesse)

Déclin démographique au Japon et en Europe (18 pays enregistrent une diminution de leur population au sein de l'UE)

## Conséquences

- ❑ Pression à la baisse des taux d'intérêt, priorité donnée au désendettement
- ❑ Augmentation des dépenses publiques
- ❑ Diminution de l'investissement
- ❑ Faiblesse de la demande intérieure d'où recherche par délocalisation de marchés extérieurs
- ❑ Dépréciation de la valeur des actifs (vente d'actifs pour compenser la perte des revenus)
- ❑ Rejet du risque/rejet des innovations (baisse de l'épargne financière → Livret/action)
- ❑ Inflation par les services (à faibles gains de productivité)

**Contre-exemple** : Allemagne

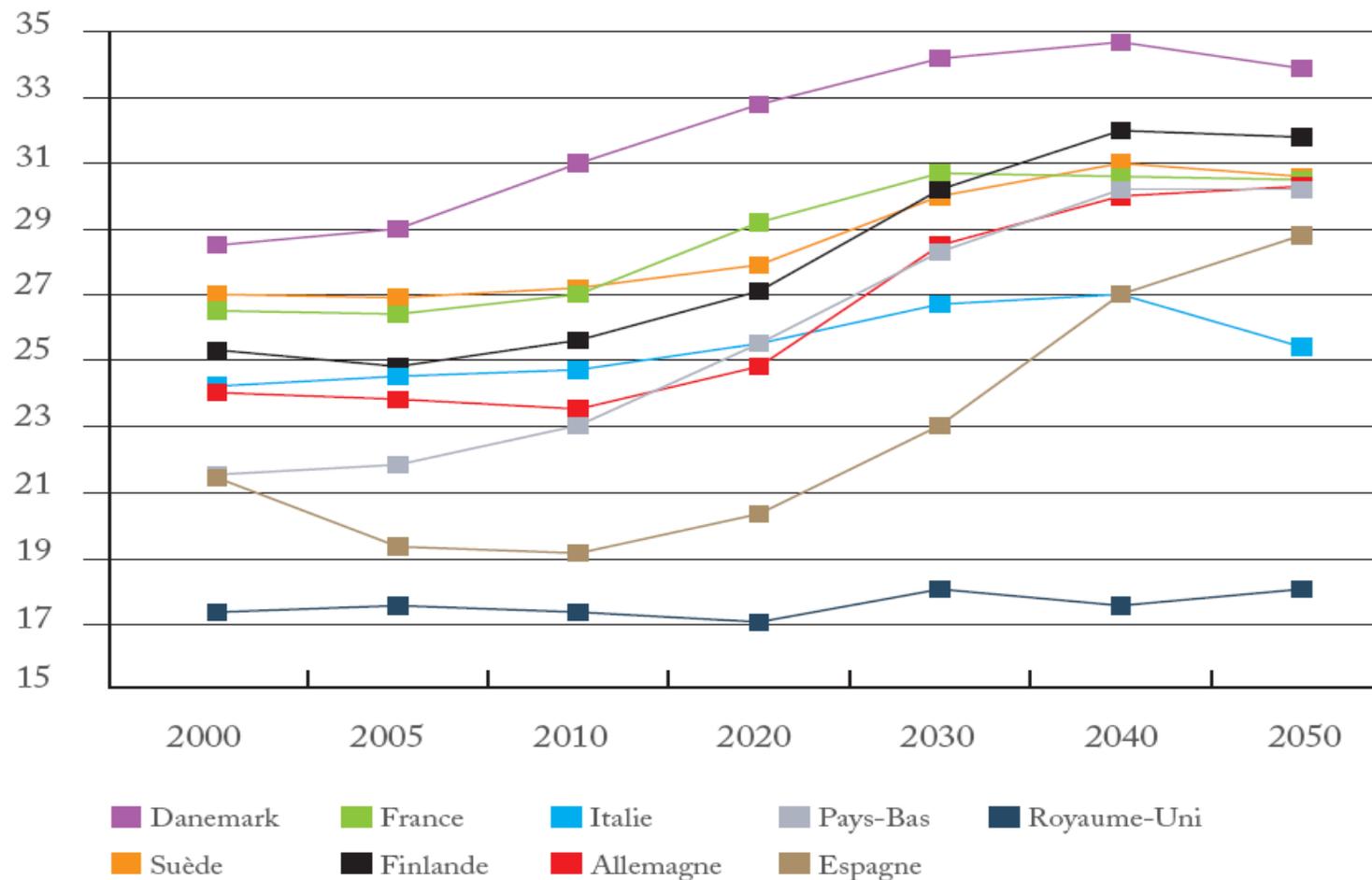


# Dépenses liées au vieillissement



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

## DÉPENSES PUBLIQUES LIÉES AU VIEILLISSEMENT *en % du PIB*



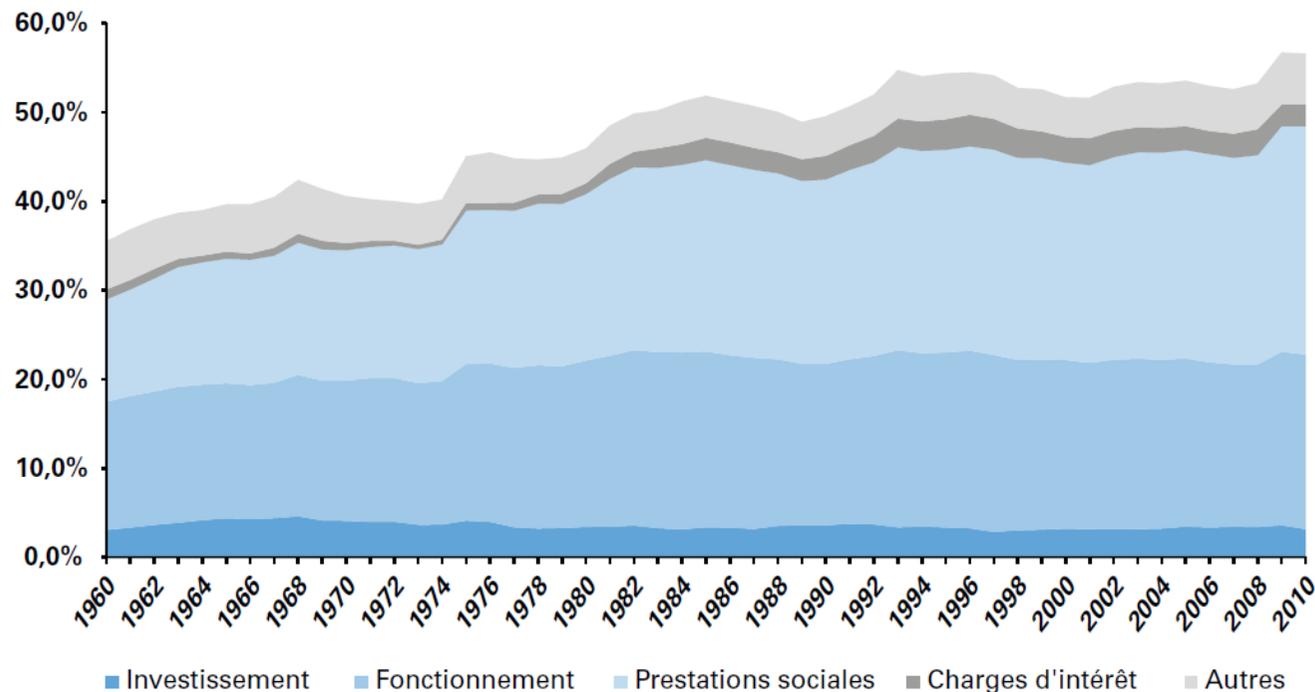
# Impact du vieillissement



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

- ❑ Retraites : passage de 13 à 17 % du PIB d'ici 2050
- ❑ Dépendance : passage de 1,3 à 3 % du PIB d'ici 2040
- ❑ Dépenses maladies : progression supérieure au PIB

La dépense publique dans le PIB depuis 1960



## Vieillesse

→ plus de consommateurs

→ moins de producteurs

→ **déficit extérieur**

Déficits extérieurs -> besoin de capitaux -> transfert au profit des pays excédentaires

Si absence d'actifs extérieurs → nécessité de réduire la consommation → baisse des retraites ou des salaires

L'Allemagne accumule des excédents commerciaux tout en réduisant sa consommation intérieure

Le Japon possède d'importants actifs extérieurs mais ne les utilise pas en privilégiant la maîtrise du salaire réel

La France, l'Italie et l'Espagne et le Royaume-Uni sont confrontés à des déficits extérieurs et au vieillissement. Logiquement : réduction de la consommation par réduction du pouvoir d'achat des actifs et des retraités



# Un choc d'offre via la crise énergétique



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

PRIX DU PÉTROLE (brent, en \$/baril)



Le prix du baril d'équilibre tourne autour de 100 dollars le baril

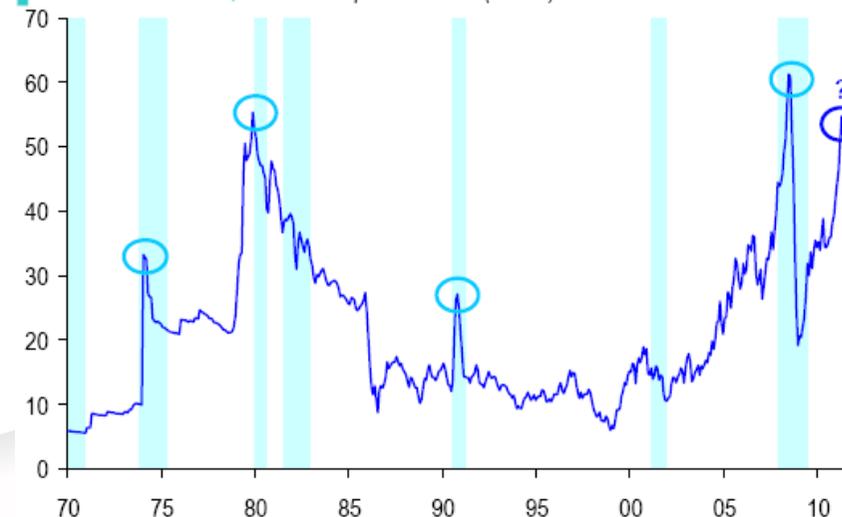
Les besoins des pays émergents pèsent sur les cours

Lien fort entre évolution du prix du pétrole et récession même si au cours de la période l'efficacité énergétique a été améliorée

Graphique : cours du pétrole-inflation aux Etats-Unis

Cours au 2 février : 112 dollars pour le brent et 97 pour le WTI

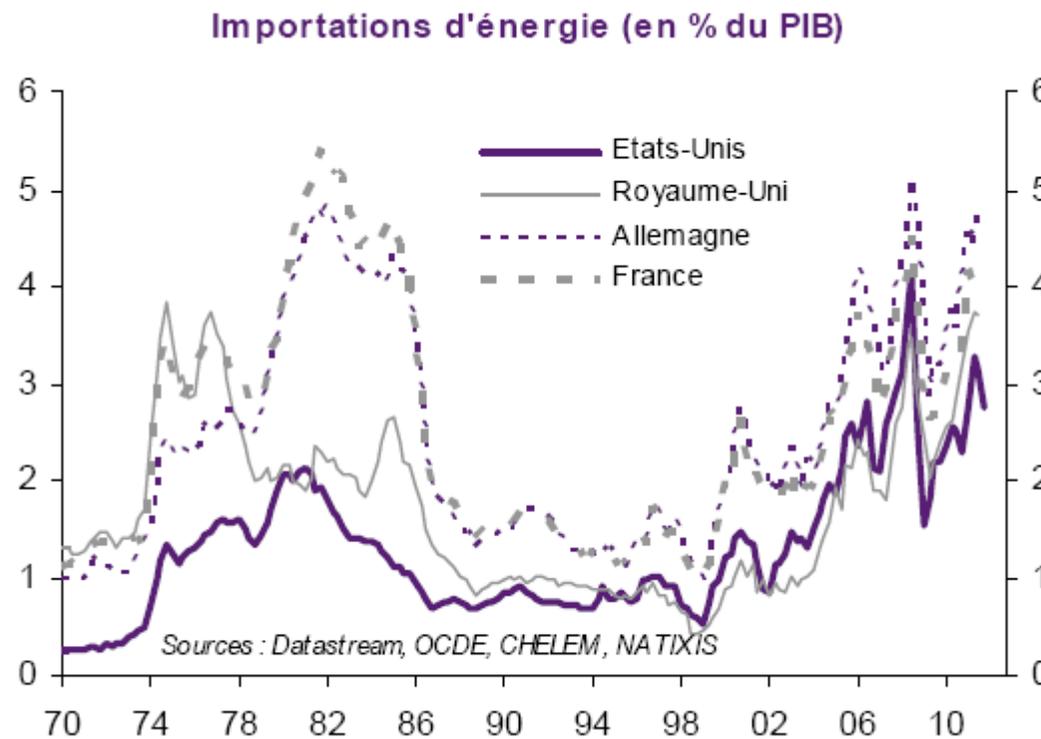
■ Récession NBER ; — Prix du pétrole brut (Brent) déflatés de l'IPC américain



Sources : Bloomberg, NBER BLS

# La contrainte énergétique

Malgré l'amélioration de l'efficacité énergétique, le poids de la facture énergétique retrouve son niveau de la fin des années 70

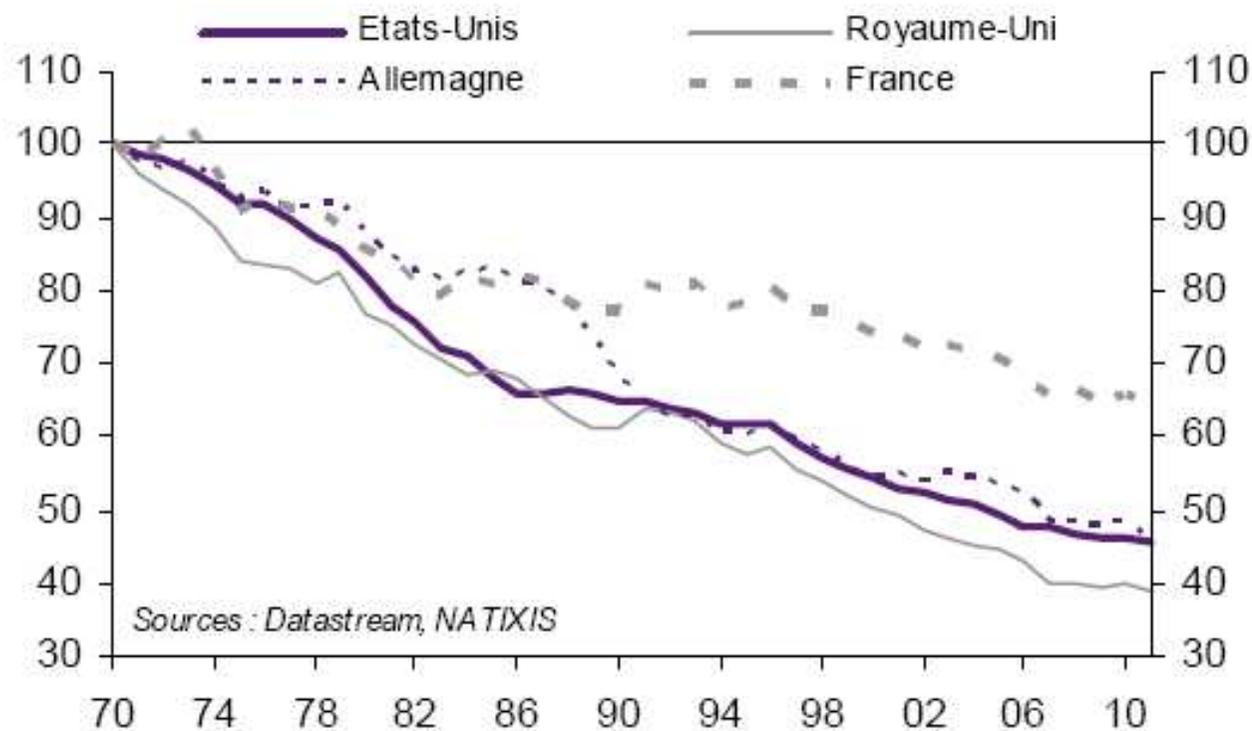


# La contrainte énergétique



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

Ratio : consommation d'énergie / PIB volume  
(100 en 1970:1)



La France a moins amélioré son efficacité énergétique que ses partenaires

La consommation est, en France, liée aux transports, aux services et au chauffage et peu à l'industrie



- ❑ Les Etats-Unis, la France, l'Italie sont fortement dépendants de la facture énergétique. Les Etats-Unis s'en libèrent par la progression du gaz de schiste
- ❑ La corrélation du PIB allemand avec le prix de l'énergie est faible du fait que l'Allemagne a su développer ses exportations vers les pays producteurs, plus ils sont riches, plus ils importent des produits allemands (est-ce si vrai)
- ❑ Impact d'une hausse d'un point de PIB de la facture énergétique : réduction de la croissance de 0,5 point sauf Allemagne (capacité à exporter vers les pays producteurs et de récupérer une grande partie des transferts, déficit avec OPEP et Russie plus faible que ses voisins)

## Une facture accrue de 1 point de PIB génère

- 0,5 point de croissance en moins aux Etats-Unis
- 0,47 point en France
- 0,46 point en Italie
- 0,31 point au Royaume-Uni
- 0,14 point en Allemagne



## La croissance, c'est du capital, du travail et du progrès technique

Depuis la fin de la révolution des NTIC, baisse des gains de productivité : moins d'investissement, processus de désendettement des entreprises, plus de dépenses publiques de fonctionnement

- ❑ 2009 : la plus grande récession depuis 1929 avec contraction du commerce extérieur, recul du PIB mondial et blocage du marché interbancaire
- ❑ 2010 : reprise technique de l'activité du fait des plans de soutien à l'économie
- ❑ 2011 : crise des dettes publiques à partir du second semestre : Etats-Unis et Europe (problèmes de gouvernance et retour aux fondamentaux)
- ❑ 2012 : incertitudes fortes du fait d'un environnement non coopératif



## Quels ont été les facteurs de croissance ces dernières années au sein de l'OCDE ?

- L'endettement privé et public via les faibles taux d'intérêt
- Les importations à bas coûts (pays émergents à travers les termes de l'échange) aboutissant à une dette sur l'extérieur

En parallèle : faibles gains de productivité, mauvaise utilisation du capital et du travail -> bulles spéculatives (2000/2007/2012 ?)

## Aux origines de la crise : un dérèglement de l'appréciation du risque

Eclatement de la bulle Internet  
Attentats du 11 septembre 2001



Baisse des taux d'intérêt  
spirale d'endettement

## La dépendance aux taux bas est forte

La crise de 2008/2009 a été provoquée par un relèvement des taux d'intérêt pour contrecarrer des tensions inflationnistes liées aux cours des matières premières

- Maintien des taux d'intérêt faibles pour financer l'Etat
- Maintien des taux bas pour assurer le refinancement du système financier

Les taux américains doivent rester bas jusqu'en 2014...



## De la politique budgétaire accommodante à la politique monétaire expansionniste

Depuis le milieu des années 80 jusque dans les années 2000 : le monétarisme a prévalu

Années 2000 et avec la crise de 2008 : retour à une politique monétaire moins orthodoxe avec gestion des taux d'intérêt et de la masse monétaire

### Conséquences

Accroissement rapide de la dette

Le service de la dette française est plus faible aujourd'hui que dans les années 90 du fait de taux qui ont été divisés par deux

Tant que les taux restent faibles, la tentation de l'endettement est forte d'autant plus que les liquidités sont à la recherche de placements sûrs

**Liquidités : excédents commerciaux des pays émergents + politique des banques centrales + épargne des entreprises et des ménages à l'échelle mondiale**

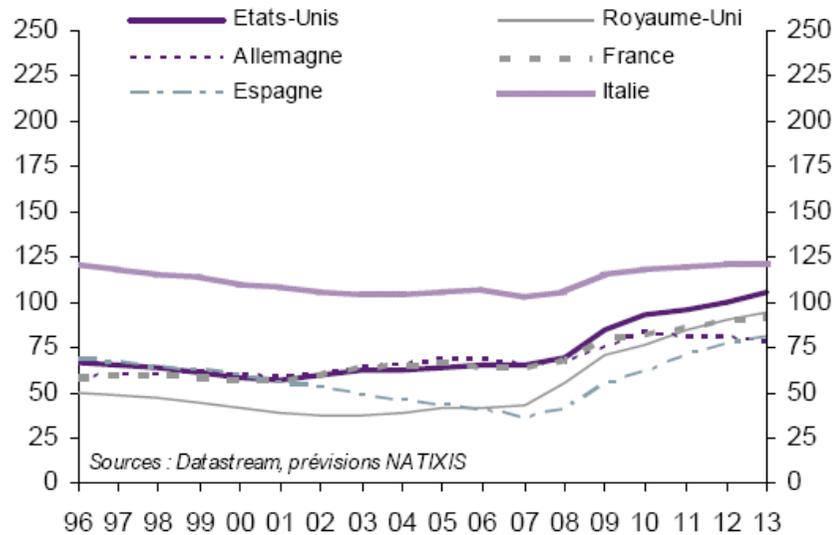


# Un univers de dettes

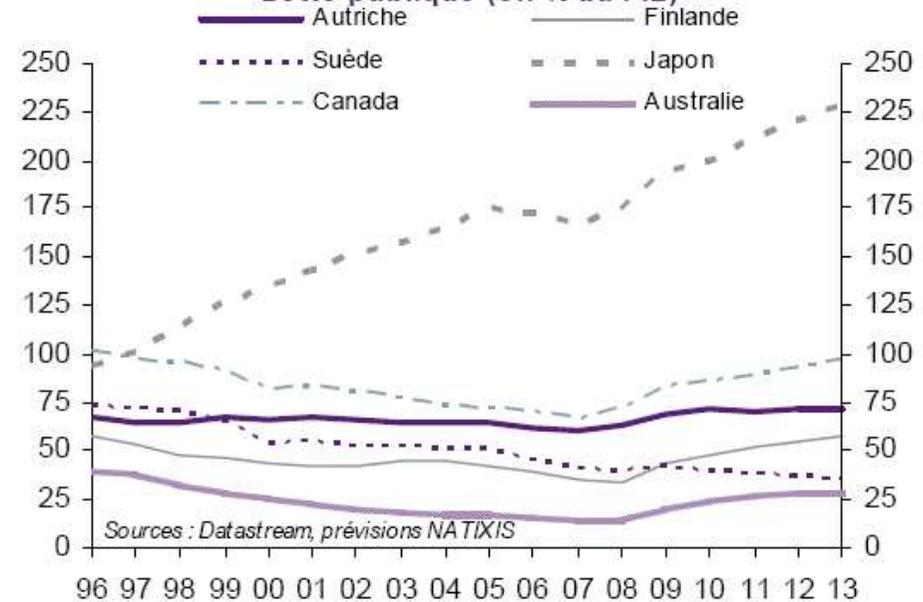


**GENERALI**  
Solutions d'assurances

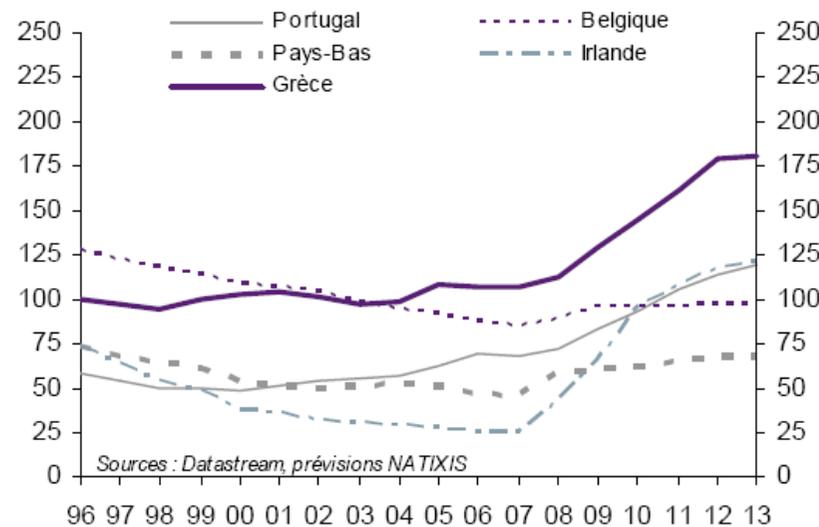
**Dette publique (en % du PIB)**



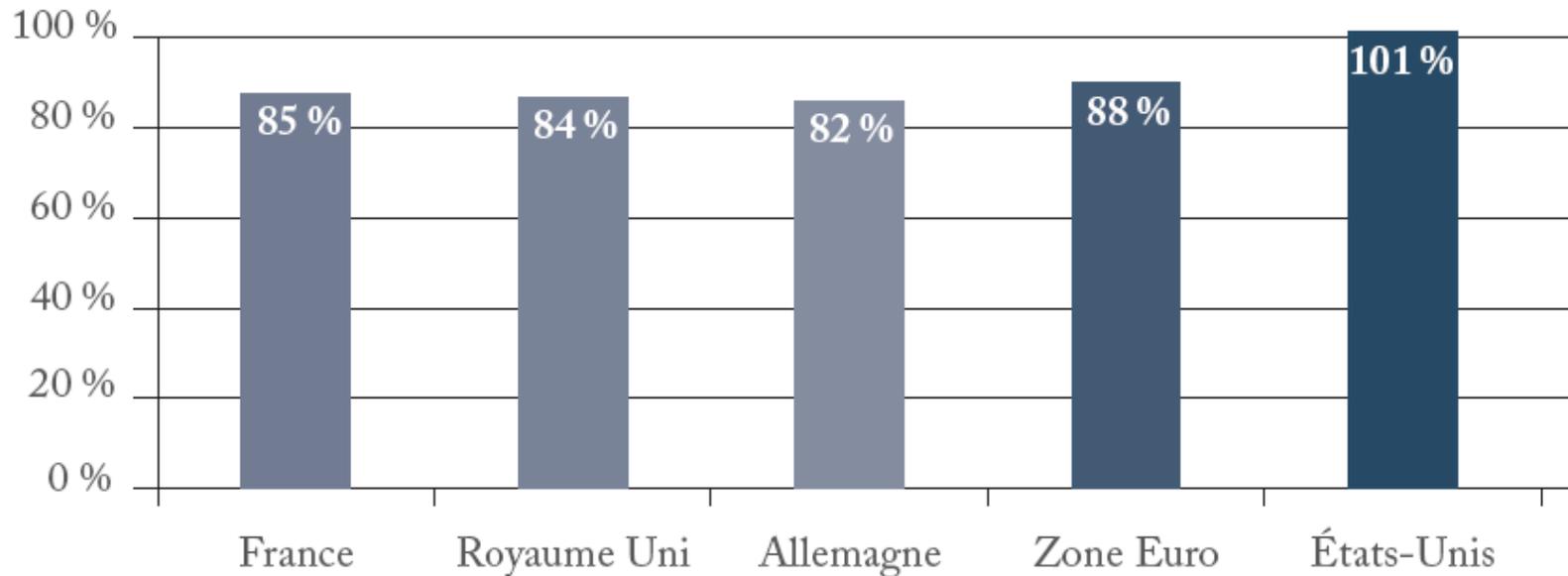
**Dette publique (en % du PIB)**



**Dette publique (en % du PIB)**



## DETTES PUBLIQUES (en % du PIB)



Source : Commission Européenne, Automne 2011

Le déficit budgétaire de la zone euro est inférieur à celui des Etats-Unis (-9.5% et -8% du PIB aux Etats-Unis vs -4.3% et -3.4% du PIB dans la zone euro respectivement en 2011 et 2012)



# La dette, un problème ?

- Sommes-nous tous égaux devant la dette publique ?
- Comment les agences de notation attribuent les notes aux Etats ?

# Facteurs à prendre en compte ?

- ❑ l'importance de l'épargne nationale (ou de l'impôt déguisé)
- ❑ la part des non-résidents dans la détention de la dette publique
- ❑ la solidité de leur système financier et de son exposition à la dette
- ❑ la durée des titres publics et du montant des taux auxquels ils ont été souscrits
- ❑ la faculté à lever les impôts, de la capacité à maîtriser les dépenses publiques
- ❑ la capacité à dégager de la croissance et de la capacité à avoir des excédents commerciaux

Part des non-résidents dans la détention de la dette publique en 2010 (en % du total)

	Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Espagne	Japon
Part de la dette publique détenue par les non-résidents	52,3	32,5	72,0	70,0	52,0	55,0	6,1

\* marketable debt

Sources : source nationale Natixis



- ❑ **Le poids annuel de la dette** (dette venant à maturité + déficit budgétaire de l'année, 50 % du PIB au Japon, 25 % aux Etats-Unis et en Grèce, 23 % en Italie, 20 % en France, 10 % en Allemagne et 3 % en Australie)
- ❑ **Les déficits publics** et les passifs à venir (retraite/dépendance/santé)
- ❑ **Les revenus de l'Etat** (le stock de dette représente 2 ans de revenus en France comme en Allemagne, 3 en Italie, 3,5 aux Etats-Unis, 5 en Grèce et 7 au Japon)
- ❑ **La capacité de l'Etat à lever de l'impôt et à réduire les dépenses** Le taux de croissance réelle et potentielle
- ❑ **La situation démographique** (le taux d'emploi)
- ❑ **Efforts à mener pour réduire le stock de dette.** Pour revenir en 10 ans à 60 % de dette publique, le surplus primaire (déficit-service de la dette) devrait atteindre 13 % au Japon, 11,5 % aux Etats-Unis,, 6 % pour la France et 2 % pour l'Allemagne.
- ❑ **La situation de la balance des paiements courants** (
- ❑ **Le taux d'épargne** et d'endettement des acteurs économiques

Et le AA + de la France



Les pays émergents du fait de leurs excédents commerciaux et de leur faible niveau de consommation

- achètent de la dette occidentale
- Recyclage des excédents

Dans le même temps

Les pays occidentaux investissent dans les pays émergents

- ➔ installation ou cofinancement de capacités de production
- ➔ réalisation de placements financiers
- ➔ obtention de revenus financiers en provenance des pays émergents ( cf. USA)

→ dégradation des balances commerciales au profit des pays émergents

## **Pays émergents pénalisés par la diminution de la croissance des pays ex-industrialisés**

→ moindre excédents commerciaux (cas de la Chine qui a enregistré un déficit début 2012)

→ Moindre achats de titres de dettes publiques

## **Méfiance vis-à-vis des titres publics et diversification**

→ rééquilibrage des actifs au profit des prises de participation au capital d'entreprises occidentales sous capitalisés et sou-valorisés

→ Transfert de capital au profit des pays émergents

## **Rééquilibrage à l'échelle mondiale du patrimoine avec encore une surreprésentation de l'OCDE**

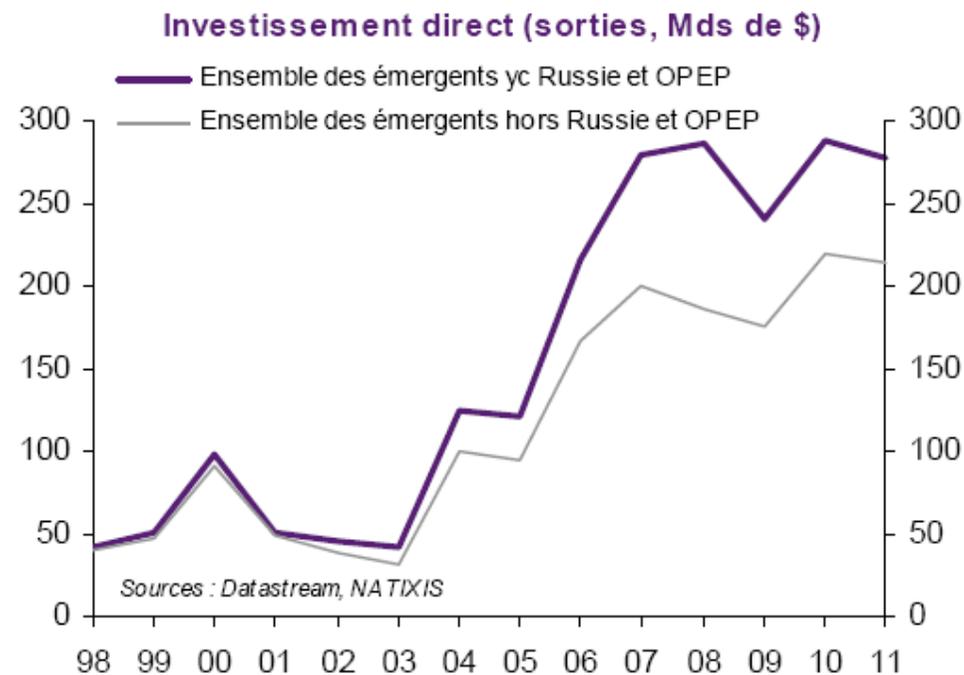


# Les investissements des pays émergents à l'extérieur augmentent



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

## Progression des investissements directs extérieurs des pays émergents



## Pourquoi la zone euro a-t-elle été créée ?

- Aboutissement du marché unique
- Favoriser les échanges en supprimant l'aléa de changes
- Réponse politique à la réunification allemande
- Préparer une intégration politique ?

## La création de la zone euro a donné lieu à des effets d'illusion

- Disparition de la contrainte extérieure
- Disparition des écarts de taux
- Disparition des différences de gains de productivité
- Disparition des chocs asymétriques
- Disparition du Nord et du Sud

## La crise a révélé les faiblesses de la zone euro

- Absence de mécanismes de gestion des crises
- Absence de coordination et au contraire concurrence fiscale

## La crise permet des progrès afin de maintenir la zone euro



# La zone monétaire optimale ?

L'instauration de l'euro a durant près de 10 ans a permis de faire abstraction de la contrainte extérieure

## La zone monétaire européenne n'est pas optimale

Une zone monétaire optimale suppose :

- Une intégration commerciale et financière
- La mobilité de la population
- L'existence d'outils de régulation pour faire face à des chocs asymétriques
- Une convergence fiscale

Le budget européen : 1 % du PIB dont 40 % pour les dépenses agricoles

La concurrence fiscale est la règle

**La zone euro existe-t-elle encore ? Un espace unique ou des pays différents avec une même monnaie ?**

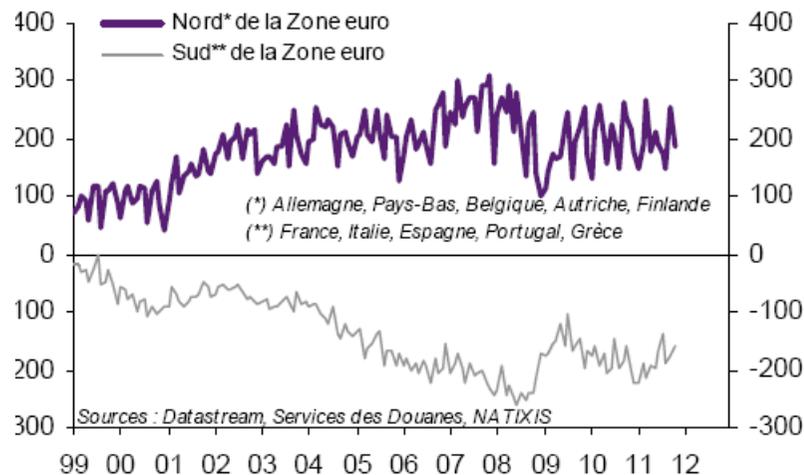


# Le Nord produit et le Sud consomme

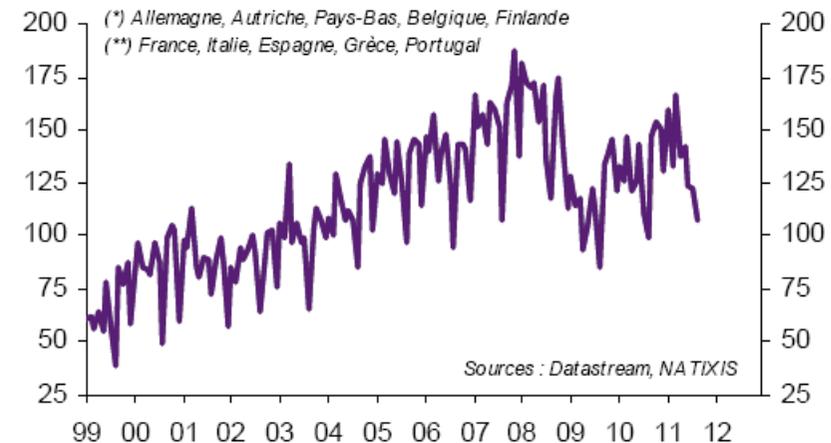


**GENERALI**  
Solutions d'assurances

**Zone euro : balance commerciale  
(en Mds d'euros, annualisée)**



**Balance commerciale du Nord\* de la zone euro  
vis-à-vis du Sud\*\* de la zone euro  
(en Mds d'euros, annualisée)**



Le Sud est en déficit quand le Nord exporte. Le Nord dépend des marchés de consommation du Sud de l'Europe avec en contrepartie un endettement croissant

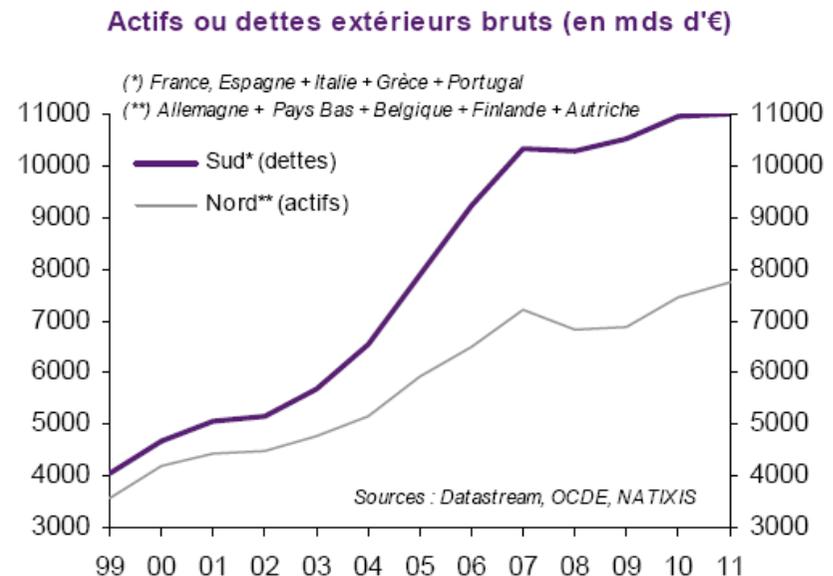
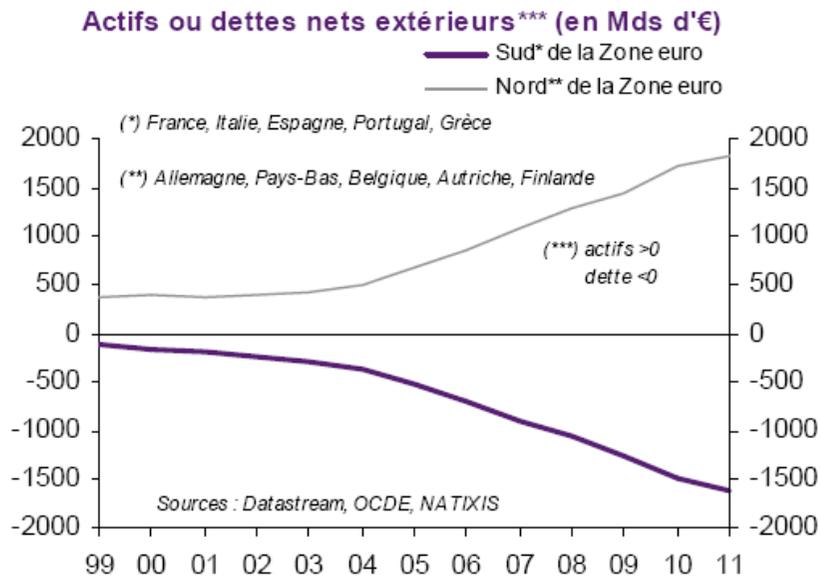
La poursuite du processus suppose des transferts de capitaux. Le fait que la zone euro ne soit pas optimale a entraîné le grippage du phénomène avec le retour de la contrainte extérieure



# Les excédents sont au nord quand les dettes sont au sud



**GENERALI**  
Solutions d'assurances



L'accumulation de déficits commerciaux se traduit par un endettement croissant ou des transferts de capitaux non soutenables sur le long terme

Les prêteurs ont de 1999 à 2008 considéré que les pays du Sud bénéficiaient de la totale garantie des pays du Nord

La zone euro a accentué la spécialisation, le Nord fournit les biens industriels et le Sud consomme

**Panne de l'espace financier : les dettes italienne, espagnole, portugaise... ne sont achetés que par des établissements de leur pays**



- Nous sommes riches !
- Raréfaction du financement par le crédits
- Remise en cause du financement par actions
- Tentation de nationalisation de l'épargne ?

- ❑ Le premier pays d'accueil en Europe pour les investissements en provenance de l'étranger (plus de 55 milliards d'euros d'IDE)
- ❑ Les entreprises françaises sont également parmi celles qui investissent le plus à l'étranger (plus de 60 milliards d'euros)
- ❑ Le taux d'épargne des ménages français compte parmi les plus élevés
- ❑ Le patrimoine des ménages français est un des plus élevés en Europe

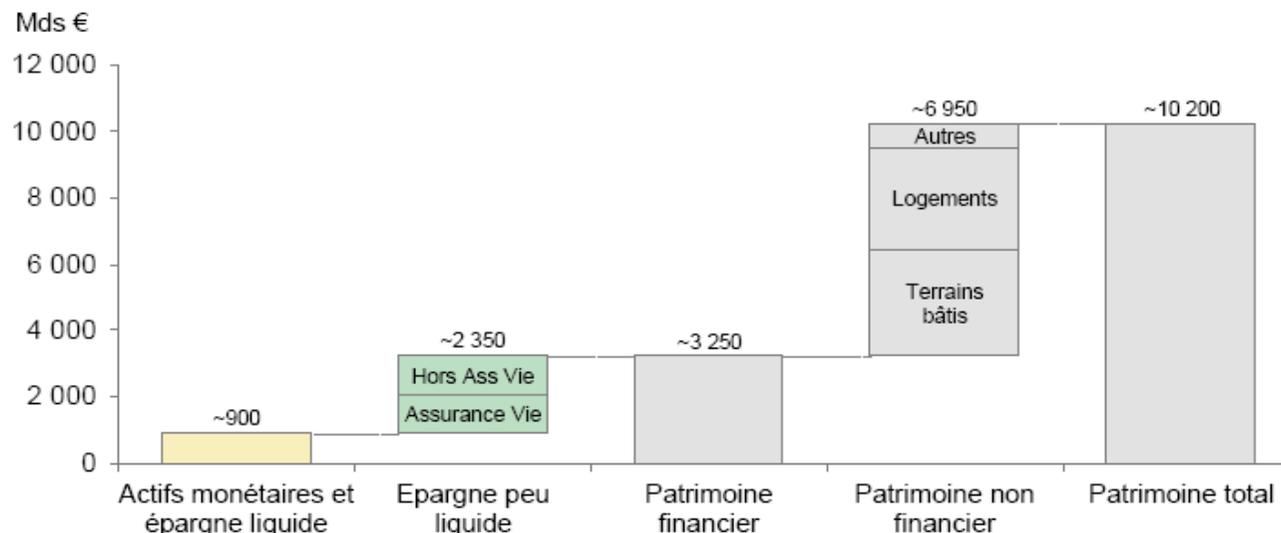


Plus de 10 000 milliards d'euros de patrimoine pour les Français dont 3500 en actifs financiers (1370 milliards d'euros en assurance/ 500 milliards d'euros en actions)

**Le taux d'épargne des ménages français : 16,8 % fin 2011**

L'épargne financière : 7,4 % du RDB/ taux d'investissement logement : 9,4 %

## Structure du patrimoine des ménages



Note: Ménages et institutions à but non lucratif au service des ménages (S14 et S15)  
Source: Banque de France, INSEE, BIPE, FFSA



# Mais qui financent les entreprises ?



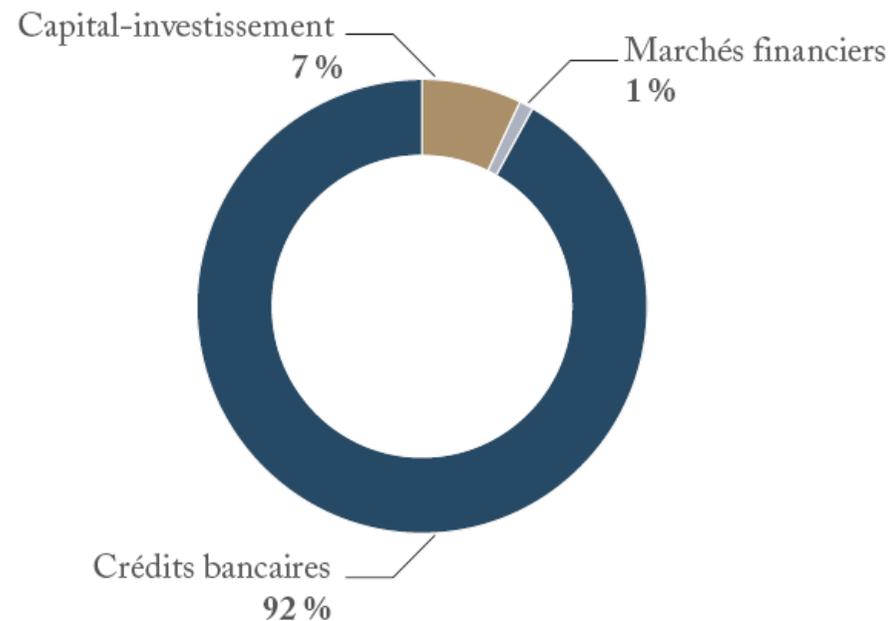
**GENERALI**  
Solutions d'assurances

## Le financement des entreprises en France

- 80 % s'effectue via le crédit bancaire
- 20 % s'effectue par les marchés

Pays anglo-saxons : rapport inversé

### FINANCEMENTS 2011 DES PME EN FRANCE



Source : AFIC, Banque de France, NYSE Euronext, 2011



## Les institutions financières doivent faire face

- ❑ À la crise des dettes souveraines (provisions pour perte sur les titres grecs/réduction de leur exposition vis-à-vis des Etats en difficulté)
- ❑ À l'obligation d'accroître leurs fonds propres pour respecter la réglementation (Bâle III renforcé pour les banques systémiques ou Solvency II pour les assureurs)
- ❑ Au vieillissement de la population (conséquences sur les produits d'assurance-vie et d'épargne retraite, fin de la période de constitution/période de prestations)

- ❑ 2008/2009 : crise du marché interbancaire
- ❑ 2011 : nouvelle crise du marché interbancaire

Conséquences : les banques doivent améliorer leurs ratios de liquidité

- Réduction des crédits aux entreprises
- Recherches de nouveaux modes de financement (obligations/actions/financement public)

Pour les banques européennes : Bâle 3 : besoins en ressources longues supplémentaires de 320 milliards d'euros sur 5 ans soit 62 % de plus que les émissions de ces 10 dernières années

Pour les compagnies d'assurances : Solvency II (exigence double par rapport à la réglementation américaine -> réduction des expositions actions)



## Actifs gérés au niveau mondial

- ❑ Les assureurs : 20 000 milliards de dollars
- ❑ Les fonds de pension : 29 500 milliards de dollars
- ❑ Les fonds souverains : 3800 milliards de dollars

Compagnies d'assurances françaises : investissements plus de 1700 milliards d'euros dont plus de 900 en obligations d'entreprises ou actions.

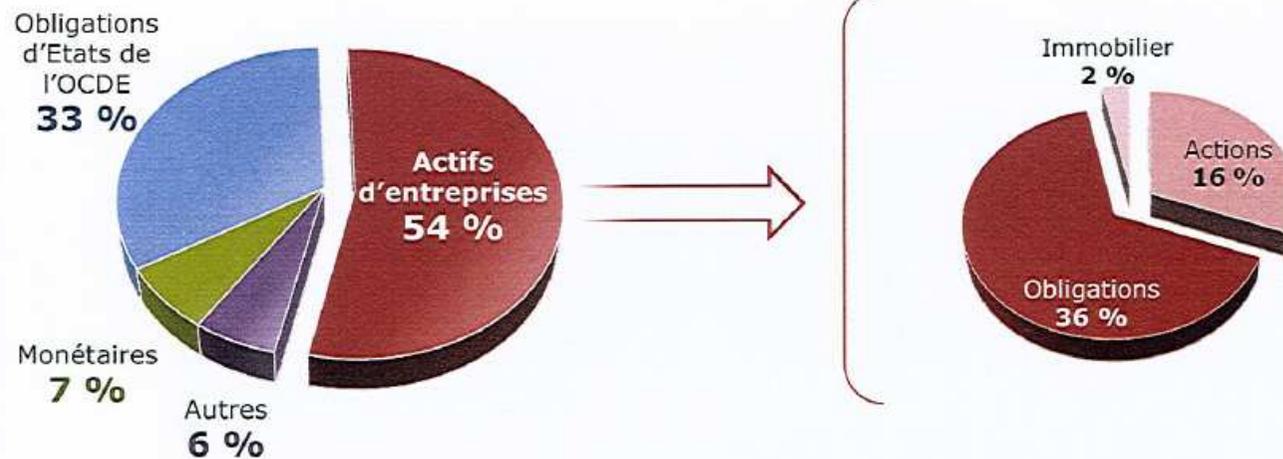


# Les assureurs et le financement des entreprises



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

## Répartition de l'actif des assureurs par type de placement (\*)



► **Les actifs d'entreprises représentent 54 % des placements des assureurs**

\* après mise en transparence des OPCVM  
( 1 713 Mds € d'actifs estimés au 31.12.2011 )



# Les entreprises en panne de ressources ?

- ❑ Pas de tradition de financement par ouverture du capital en France
- ❑ Difficultés d'accès aux marchés financiers pour les PME
  - tissu économique fragilisé
  - Nombre d'entreprises de taille intermédiaire faible
  - Investissement plus faible
  - Innovation/RD/dépôts de brevets plus faibles

Conséquences sur le positionnement des entreprises françaises et donc sur la croissance



# Introduction des PME françaises en bourse



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

	2008	2009	2010	2011
Capitalisation comprise entre 150 millions et un milliard d'euros	0	0	2	3
Capitalisation inférieure à 150 millions d'euros	3	0	2	0
Alternext (184 sociétés)	11	2	36	31

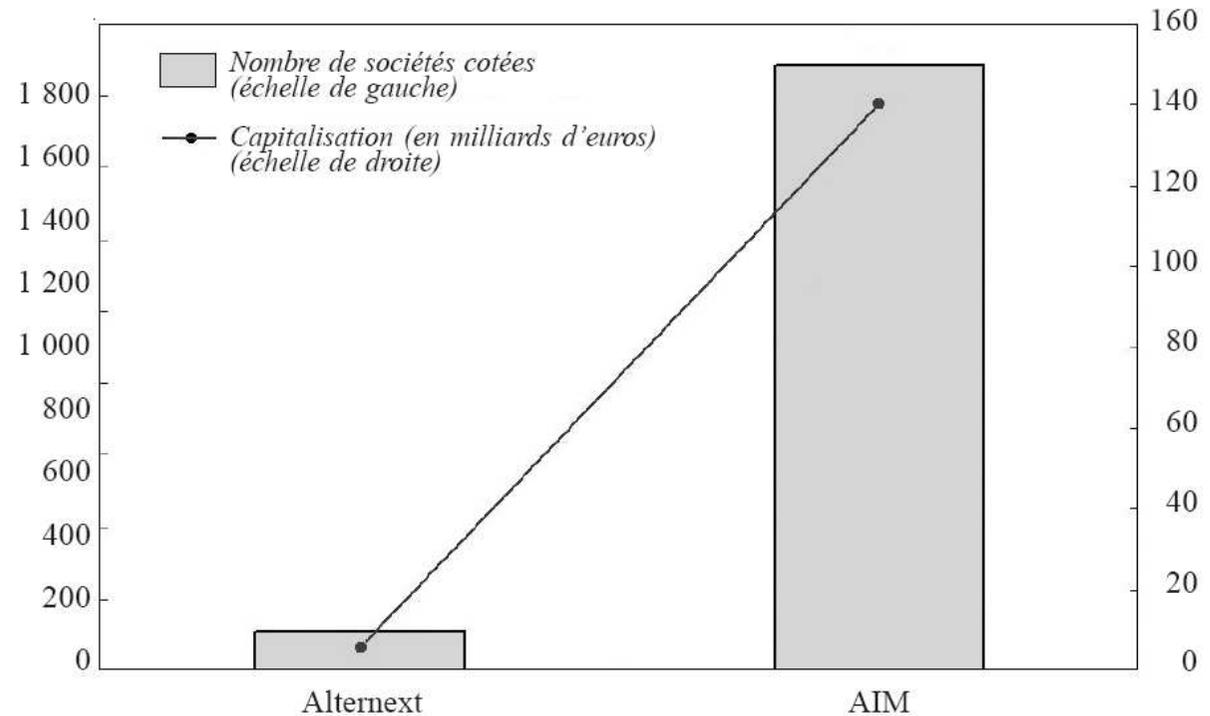


## Bilan comparé d'Alternext et AIM (Londres)

Alternext ouvert à Paris, Bruxelles et Amsterdam : une centaine de sociétés

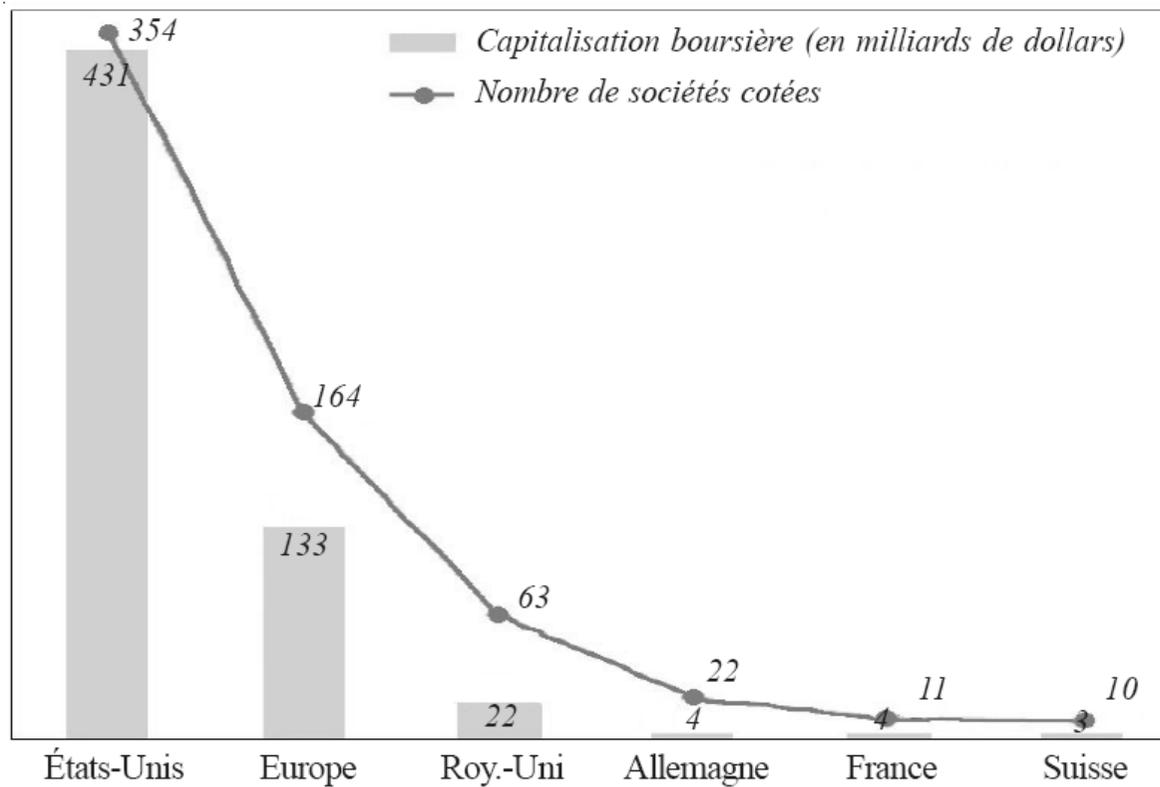
AIM Londres : 2000 sociétés

Nasdaq : 86 % du financement des PME



# Exemple de la biotechnologie

## Capitalisation boursière des entreprises intervenant dans les biotechnologies



Source : Panorama des biotechnologies en France, France Biotech, septembre 2007.



Le capital risque a eu tendance à diminuer en France, ces dernières années, malgré l'introduction ou à cause des dispositifs ISF/IR : 316 millions d'euros au premier semestre 2011

Le capital risque français est trop financier pas suffisamment axé sur les entreprises

Le capital risque doit s'inscrire dans la chaîne complète de développement des PME

- Intégration de l'innovation
- Plateforme d'échanges
- Rôle des universités

Exemples israélien et américain. Le dispositif israélien comporte un volet de participations d'origine étrangère

## Business Angels

- 400 000 aux Etats-Unis
- 40 000 au Royaume-Uni
- 4000 en France



## L'Etat n'a plus les moyens de sa politique

➔ intervention par d'autres moyens : la mobilisation de l'épargne

- Livret A/LDD
- Intervention via une banque de l'Investissement / de l'Industrie
- Banques pour les jeunes

## L'Etat retrouve une fonction d'intermédiation et de transformation de l'épargne courte en ressources longues

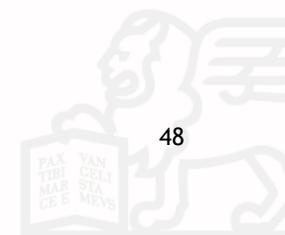
→ Nécessité d'orienter l'épargne vers le long terme pour financer une modernisation de l'offre



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

**Comment sortir de la crise ?**

**A quel prix ?**



# Comment sortir de la crise ?



**GENERALI**  
Solutions d'assurances

❑ Les facteurs positifs

❑ Les outils possibles



# Un potentiel de croissance important

- ❑ Développement économique des pays émergents : potentiel de croissance mondiale
- ❑ Augmentation à l'échelle mondiale des dépenses de recherche développement, augmentation du nombre de brevets, du nombre de chercheurs
- ❑ Développement du travail en réseau sources de gains de productivité

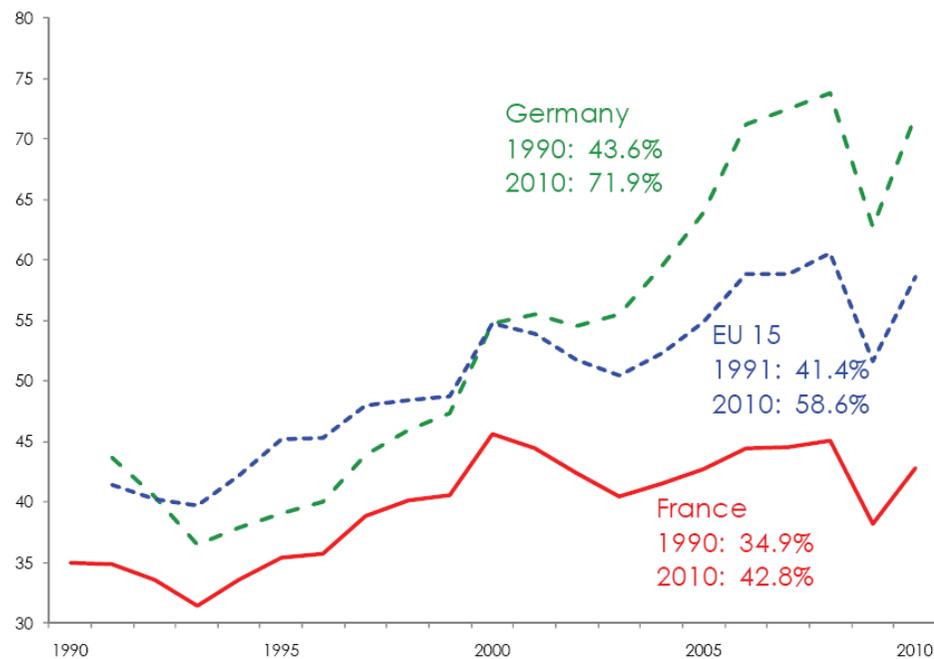


- ❑ La politique budgétaire : périmée
- ❑ La politique fiscale : en augmentation mais freine la croissance
- ❑ La politique monétaire : largement utilisée voire trop
- ❑ La politique des prix : via politique fiscale ou espoir de retour de l'inflation
- ❑ L'action sur les salaires : via TVA sociale ou directement (cf. USA)
- ❑ L'action sur l'épargne (favoriser la consommation ou orienter l'épargne)
- ❑ La politique de l'offre (renouvellement et augmentation des capacités de production )
- ❑ La demande extérieure ou l'accroissement de la demande intérieure (augmentation de la population) avec action sur le taux de change



Degré d'ouverture de la France inférieur à la moyenne du cœur européen

**Importations + exportations/PIB en %**



- ❑ L'Allemagne importe au total 73 % de plus que la France
- ❑ **L'Allemagne importe 45 % de plus de biens intermédiaires que la France.** Elle importe des biens sophistiqués fabriqués dans les PECO ou en France.
- ❑ La part des importations issue des pays à bas salaires progresse plus vite en Allemagne que chez ses partenaires : +12 % de 1994/2006 contre + 11 % en Espagne et + 8 % en France
- ❑ Les entreprises françaises ont choisi de délocaliser l'ensemble des structures de production quand les entreprises allemandes ont opté pour l'importation des composants et le maintien du montage (ce qui n'empêche pas les créations d'usines à l'étranger)
- ❑ **L'avantage de la pratique allemande est en fin de course une réduction de coûts de 20 points**



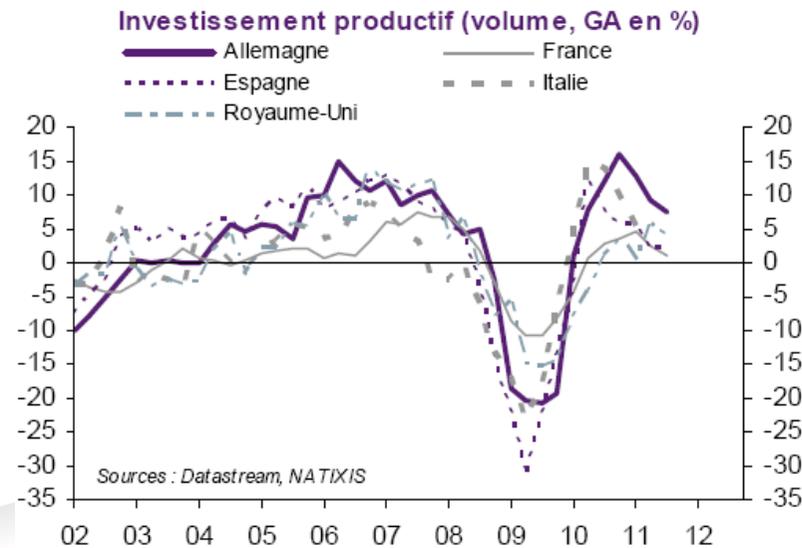
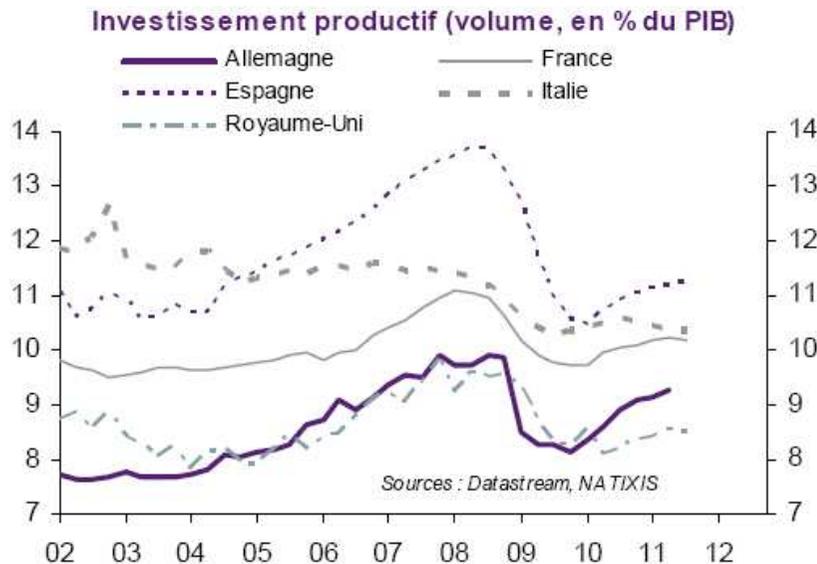
# La solution : la montée en gamme ?

- Niveau de gamme faible : France, Espagne, Irlande, Grèce
- Niveau de gamme élevé : Allemagne, Italie, Portugal, Belgique
- ❑ Depuis 1990, les pertes de compétitivité proviennent essentiellement de l'évolution salariale (le transfert de charges a compensé le surcoût allemand initial)
- ❑ L'Espagne et l'Italie se caractérisent par de faibles gains de productivité quand la Suède se caractérise par de forts gains compensant ses coûts salariaux supérieurs
- ❑ Les marges bénéficiaires ont augmenté sur moyenne période en Allemagne, sont restées stables en Espagne mais ont baissé en France et en Italie
- ❑ L'élasticité prix des exportations en volume est faible pour la Suède (0,08), moyenne pour l'Allemagne (0,42) et l'Italie (0,56) et très forte pour la France (0,82) et l'Espagne (0,84)
- ❑ Un niveau de gamme élevé permet de compenser un coût salarial élevé comme en Suède ou en Allemagne à la différence de la France

## Favoriser l'investissement ce qui suppose d'améliorer la rentabilité des entreprises

**Capacités de production des entreprises : excédent de l'offre au niveau international et accès problématique aux financements**

Le niveau de l'investissement en France n'est pas ridicule mais son évolution est inquiétante



## Le taux de marge des sociétés non financières (EBE/VA)

- ❑ 15 points d'écart entre France et Allemagne en 2001
- ❑ 24 points d'écart en 2010
- ❑ Le rendement net après impôts des fonds propres est passé de 12 à 24 % entre 1999 et 2008 en Allemagne contre 4,6 à 6,2 % en France
- ❑ Gap de 100 milliards d'euros en défaveur de la France

## Différents scénarii pour la sortie de crise

## De combien faudrait-il déprécier l'euro pour devenir compétitif ?

La solution pour régler le déficit de compétitivité pour l'Italie, l'Espagne, la France, le Portugal, la Grèce...

### Quel ajustement monétaire pour annuler les effets de perte de compétitivité ?

- 20 % pour la France
- 25 % en Espagne
- 30 % pour l'Italie
- 30 % pour la Grèce

## Les effets

- ❑ Amélioration des échanges extérieurs en volume
- ❑ Effet incertain sur les échanges en valeur du fait de la dépréciation des prix à l'export, de l'augmentation des prix à l'import.
- ❑ La dépréciation doit favoriser les produits nationaux sous réserve qu'il y ait une capacité de substitution
- ❑ Effet prix, la dépréciation génèrera une augmentation des prix d'autant plus importante que la désindustrialisation est avancée (coût d'intégration)
- ❑ Effet sur le PIB : la baisse de la demande intérieure en volume générée par l'effet inflationniste peut peser sur le PIB (en fonction de la capacité de répondre à la demande extérieure)



## Les problèmes

- ❑ le commerce extérieur est réalisé à plus de 60 % à l'intérieur de la zone euro. Une baisse du taux de change aurait peu d'impact
- ❑ Différencier perte de compétitivité-coût et positionnement par rapport à l'Allemagne : Italie, Espagne, Grèce essentiellement coût ; la France et le Portugal essentiellement positionnement
- ❑ Renchérissement des importations par dégradation des des termes de l'échange

En termes économétriques, la dévaluation aurait un impact négatif sur le PIB en Allemagne, en France, en Espagne et en Grèce. Elle serait positive pour l'Italie et le Portugal



# Fermons les frontières ?

- ❑ 50 % de la VA d'un Airbus dépend de sous-traitants extérieur à la zone euro
- ❑ 40 % de la VA d'un Boeing Dreamliner dépend de sous-traitants extérieurs aux USA

« iPhone » fabriqué en Chine et exporté rapporte brut 179 dollars aux fabricants chinois

La valeur de l'assemblage effectué par la Chine est de 6,50 dollars soit moins de 4 % ; L'apport du Japon est de 34 %, de l'Allemagne 17 %, de la Corée 13 %, les Etats-Unis 6 %

# Fermons les frontières ?

**Le coût des importations pour les exportations chinoises est de**

- 95 % pour l'informatique
- 85 % pour les télécoms
- 78 % pour l'électronique
- 65 % pour le matériel électrique
- 50 % pour la Chimie

L'instauration de protections en Europe n'est possible que s'il y a possibilité de substitution et il faut prendre en compte le risque de rétorsion (L'UE exporte pour environ 300 milliards d'euros en Chine)

L'appréciation du Yuan a entraîné l'accroissement du déficit de la zone euro



- ❑ **Le fédéralisme européen** : budget commun de 3 à 4 % du PIB, mise en place de dispositifs de soutien, supervision des budgets
- ❑ **La sortie de la Grèce** avec banqueroute et risque d'effets dominos
- ❑ **Deux zones euro** avec la France dans la zone de l'euro-nord avec une dette publique autour de 65/75 % du PIB et déficit en-dessous de 4 % du PIB
- ❑ **Deux zones euro avec la France au sein de l'euro-sud**, dépréciation entre 25 à 30 % de la monnaie
- ❑ **Éclatement de l'euro**, crise en chaîne des dettes publiques avec mise sous tutelle du FMI
- ❑ **Le statuquo** avec stagnation ou retour à bonne fortune avec le décollage des pays émergents

# La marche vers le fédéralisme ?

Fonds européens de stabilisation financière, Mécanisme européen de soutien financier

**Semestre européen** : examen des programmes de stabilité par la Commission et le conseil européen chaque printemps

**Six-pack** : (5 règlements et 1 directive) : réforme de la procédure des déficits excessifs, surveillance accrue et renforcement des mesures disciplinaires

**Two-pack** (paquet réglementaire) : ne concerne la zone euro, possibilité de soumettre avant leur adoption les projets de loi de finances à la Commission de Bruxelles et d'imposer que les objectifs budgétaires soient en phase avec les hypothèses économiques (en cours de discussion)

**Fiscal compact** (règles d'or) : déficit structurel limité à 0,5 %/en cas de dérapage, activation de mesures de correction automatique, surveillance par des organismes indépendants et possibilité d'intervention de la Cour de Justice de l'Union

**Pacte Euro +** : accord non contraignant avec participation de 23 pays de l'UE, coordination de l'information et des politiques économiques

Le Royaume-Uni et la République Tchèque rejettent le Fiscal Compact et également opposition de l'Irlande et des Pays-Bas





**GENERALI**  
Solutions d'assurances

**Voilà, c'est fini !**

