

Flash Economie

26 novembre 2019 - 1565

L'euro va-t-il survivre à long terme ?

Pour savoir si l'euro va survivre à long terme, il nous semble qu'il faut raisonner de la manière suivante :

- 1- La zone euro ne satisfait aujourd'hui aucun des critères de R. Mundell pour être une zone monétaire optimale : la mobilité du travail est faible, la mobilité des capitaux a disparu, les spécialisations productives des pays de la zone euro sont très différentes. Ceci implique normalement que la zone euro va éclater, que l'euro va disparaître.
- 2- Aujourd'hui, avec sa politique monétaire très expansionniste, la BCE évite l'éclatement de la zone euro : les taux d'intérêt à long terme très bas maintiennent la solvabilité budgétaire des pays de la zone euro, évitent le retour d'une crise de la dette publique et l'éclatement de la zone euro. Mais la BCE ne peut pas mener cette politique perpétuellement en raison des déséquilibres qu'elle crée (affaiblissement des intermédiaires financiers, bulles, taxation excessive des épargnants, sorties de capitaux, entreprises zombies...).
- 3- Il y a donc deux possibilités : soit, pendant que la BCE assure la stabilité de la zone euro, des réformes institutionnelles de la zone euro sont mises en place qui permettent d'éviter son explosion (budget fédéral de taille suffisante, Eurobonds...) ; soit ces réformes institutionnelles ne sont pas mises en place, et l'euro disparaîtra quand la BCE devra sortir de la politique de taux d'intérêt nuls et négatifs. Sortir de l'euro est extrêmement coûteux, avec les dettes extérieures en euros, et il ne peut donc pas y avoir normalement de sortie volontaire de l'euro ; mais s'il y a une crise des dettes publiques, une crise de la balance des paiements, la sortie de l'euro est inévitable puisque le pays ne peut plus se financer en restant dans la zone euro.
- 4- Il reste donc quelques années (le temps des taux d'intérêt très bas de la BCE) pour réformer les institutions de la zone euro.

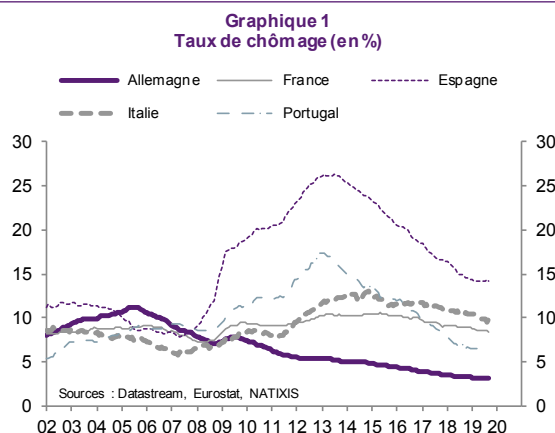
Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

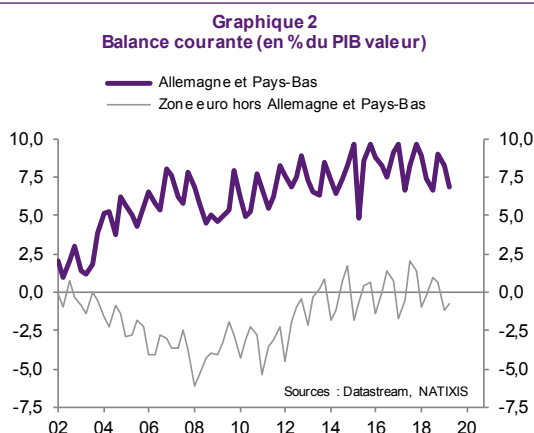
La zone euro ne satisfait aucun des critères pour pouvoir être une Union Monétaire

Ces critères ont été définis par R. Mundell. **Pour que des pays puissent former une Union Monétaire, selon R. Mundell :**

- **il faut que la mobilité du travail soit forte entre les pays**, pour éviter la divergence des taux de chômage qui ne peut pas être corrigée par la politique monétaire unique. **La mobilité du travail est faible entre les pays de la zone euro**, comme le montrent les écarts entre les taux de chômage (**graphique 1**) ;

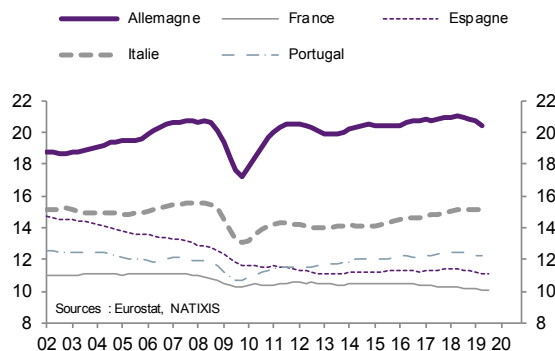


- **il faut que la mobilité du capital soit forte entre les pays**, puisque l'unification monétaire avec la disparition du risque de change a comme objectif de permettre l'allocation optimale de l'épargne aux projets d'investissement où qu'ils se trouvent dans l'Union Monétaire. **La mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro est devenue très faible en 2010**. A partir de cette date, l'Allemagne et les Pays-Bas ne prêtent plus leur épargne aux autres pays de la zone euro qui doivent faire disparaître leur déficit extérieur (**graphique 2**) ;



- **il faut que les pays de l'Union Monétaire aient des spécialisations productives proches**. L'idée est que les chocs sont surtout des chocs sectoriels ; si les pays ont des structures sectorielles différentes, ils ont donc des chocs différents (asymétriques), ce qui est incompatible avec une politique monétaire unique. Mais **les pays de la zone euro ont des spécialisations productives très différentes**, comme le montrent les poids de l'industrie (**graphique 3**).

Graphique 3
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier
(en % du PIB volume)

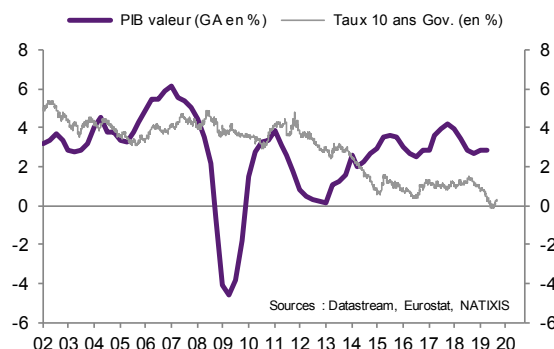


La zone euro ne satisfait donc aucun des critères pour pouvoir être une Union Monétaire, le pronostic est donc normalement que l'euro va disparaître.

La BCE maintient l'intégrité de la zone euro, mais ce comportement ne peut pas être perpétuel

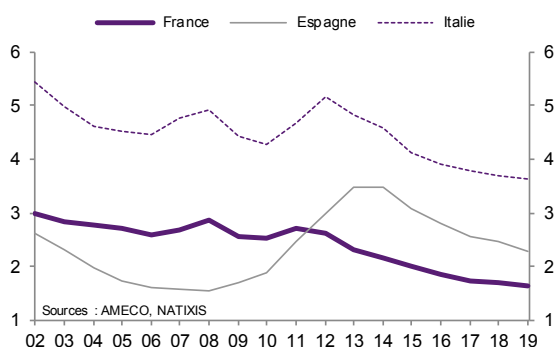
La politique monétaire très expansionniste de la BCE conduit aujourd'hui à des taux d'intérêt à long terme très bas (graphique 4).

Graphique 4
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur
les emprunts d'Etat

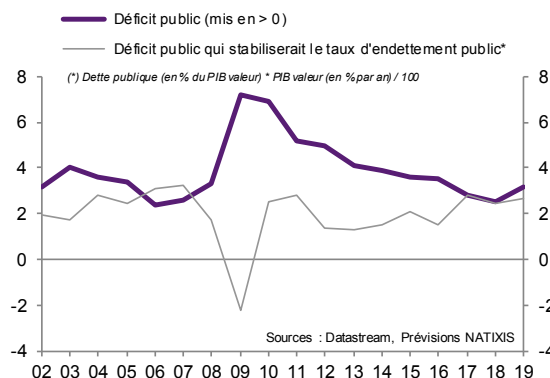


Ces taux d'intérêt très bas ont fait fortement baisser les paiements d'intérêts sur les dettes publiques (graphique 5) et ceci permet à plusieurs pays (France, Espagne, Italie) d'être solvables budgétairement avec la baisse induite des déficits publics (graphiques 6a/b/c).

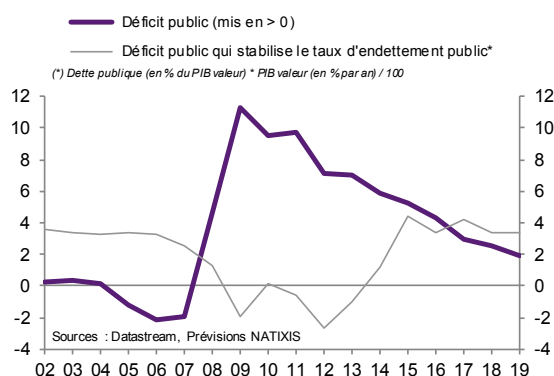
Graphique 5
Intérêts payés sur la dette publique
(en % du PIB valeur)



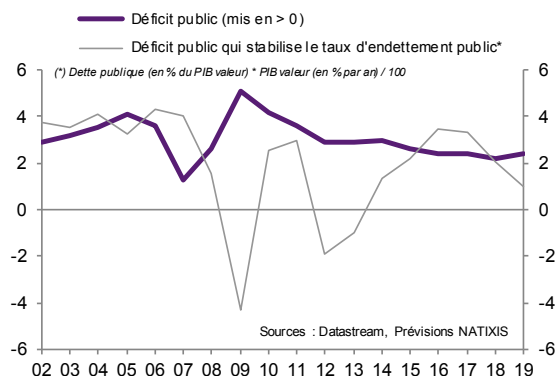
Graphique 6a
France : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Espagne : déficit public (en % du PIB valeur)

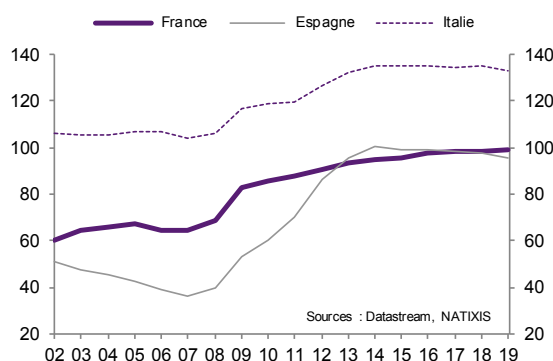


Graphique 6c
Italie : déficit public (en % du PIB valeur)



Compte tenu des taux d'endettement (**graphique 7**), si les taux d'intérêt à long terme étaient « normaux » (voisins de la croissance nominale) la France aurait à long terme un déficit public de 6,2% du PIB, l'Espagne de 5,8% du PIB et l'Italie de 7,4% du PIB.

Graphique 7
Dettes publiques (en % du PIB valeur)



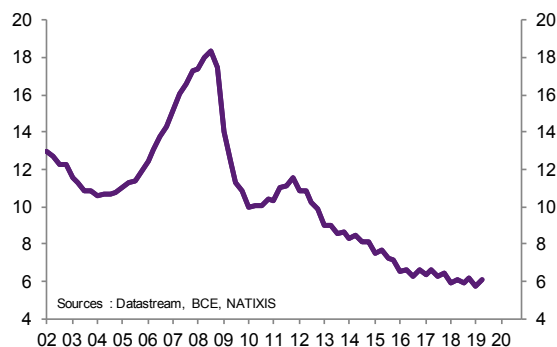
La BCE assure donc aujourd'hui l'intégrité de la zone euro en évitant le retour d'une crise des dettes publiques.

Mais la BCE ne pourra pas conserver perpétuellement sa politique de taux d'intérêt nuls ou négatifs.

Cette politique a en effet des **inconvénients graves et croissants** :

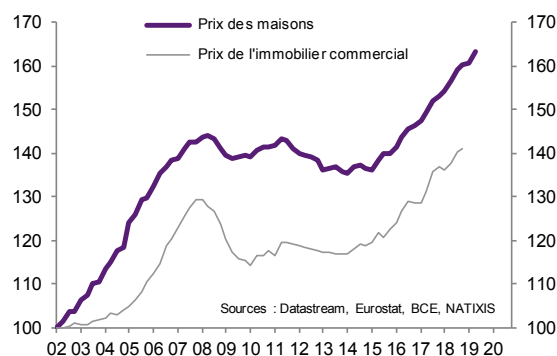
- **affaiblissement des banques** (avec la baisse des marges d'intermédiation, **graphique 8**)
et des assureurs-vie (avec la faiblesse des rendements obligataires) ;

Graphique 8
Zone euro : intérêts reçus par les banques
(en % du PIB valeur)



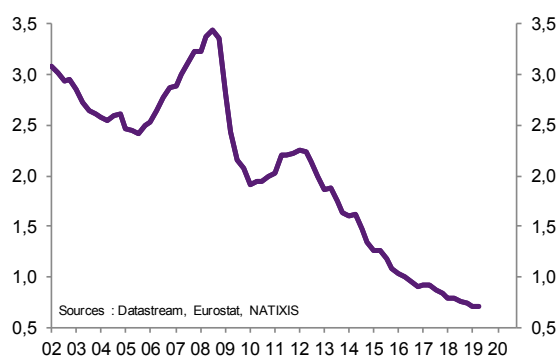
- bulles sur les prix de l'immobilier (graphique 9) ;

Graphique 9
Zone euro : prix des maisons et de l'immobilier
commercial (100 en 2002:1)

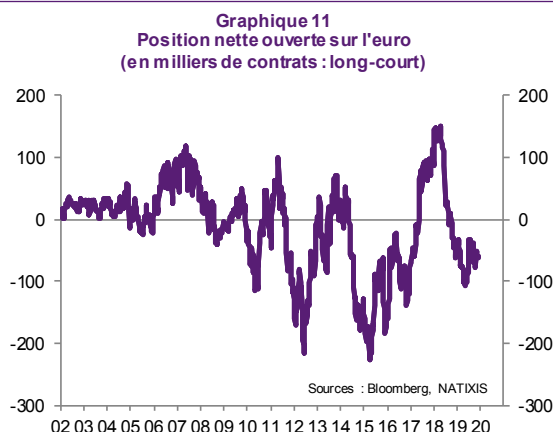


- taxation excessive des épargnants (graphique 10) ;

Graphique 10
Zone euro : intérêts reçus par les ménages
(en % du PIB valeur)



- sorties de capitaux (graphique 11) ;



- maintien en vie des entreprises zombies.

L'importance de ces coûts associés aux taux d'intérêt nuls ou négatifs dans la zone euro imposera donc à la BCE de sortir de sa politique monétaire très expansionniste.

Synthèse : il ne reste que quelques années pour sauver l'euro

La zone euro ne remplit donc pas les conditions pour être une Union Monétaire.

On voit donc se dessiner l'avenir : **tant que les coûts associés à la politique monétaire très expansionniste sont supportables, la BCE maintient cette politique** : ceci évite une nouvelle crise de dettes publiques et maintient l'intégrité de l'euro.

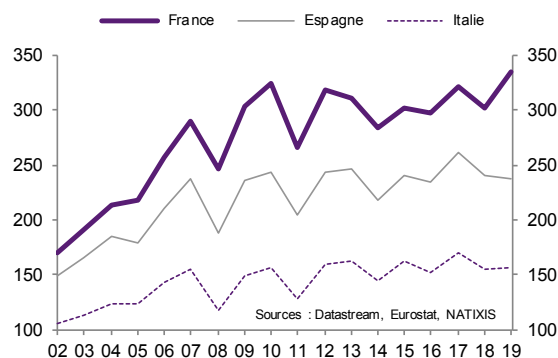
Mais les coûts associés à cette politique sont importants, et forceront dans le futur la BCE à sortir de cette politique très expansionniste.

Il y a alors **deux scénarios** :

- 1- **pendant que la BCE maintient l'intégrité de la zone euro, des évolutions institutionnelles fortes de la zone euro interviennent qui en assurent la pérennité.**
Il peut s'agir de la mise en place d'un grand budget de la zone euro, financé par des Eurobonds, avec par exemple la mise en commun entre les pays de parties importantes de la protection sociale ;
- 2- **rien n'est fait, et lorsque la BCE doit sortir de la politique monétaire expansionniste, la hausse des taux d'intérêt à long terme conduit à une crise des dettes publiques et à la disparition de l'euro.**

L'importance des dettes et actifs extérieurs essentiellement en euros des pays de la zone euro (graphique 12) implique que le coût, pour un pays, de la sortie de l'euro est très important (la valeur en monnaie nationale de sa dette extérieure devient insupportable).

Graphique 12
Dette extérieure brute (en % du PIB valeur)



Mais si un pays subit une crise de la dette, il ne peut plus se financer, il doit restructurer sa dette publique, ceci peut provoquer la défiance et de fortes sorties de capitaux qui **imposent la sortie de l'euro malgré ces coûts.**