

## Flash Economie

16 janvier 2020 - 72

### Spontanément, une Union Monétaire éclate ; le cas de la zone euro

Spontanément, une Union Monétaire a tendance à éclater en raison de l'hétérogénéité croissante des pays membres, avec deux mécanismes :

- la disparition du risque de change conduit à une spécialisation productive différente des pays, d'où la divergence des revenus par habitant ;
- lorsqu'un pays a une croissance potentielle plus faible que la moyenne de l'Union Monétaire, les taux d'intérêt de l'Union Monétaire sont trop élevés pour ce pays, ce qui affaiblit son investissement et déprime encore plus sa croissance potentielle.

Ces deux mécanismes qui conduisent à l'hétérogénéité croissante des pays sont bien présents dans la zone euro, et peuvent conduire à son éclatement. Pour l'éviter, il faut corriger l'hétérogénéité, ce qui peut se faire à court terme par la politique monétaire très expansionniste, mais ne peut se faire à long terme que par la mise en place d'un budget fédéral de taille suffisante et d'une diversification internationale des portefeuilles financiers entre les pays.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## L'hétérogénéité spontanément croissante des Unions Monétaires

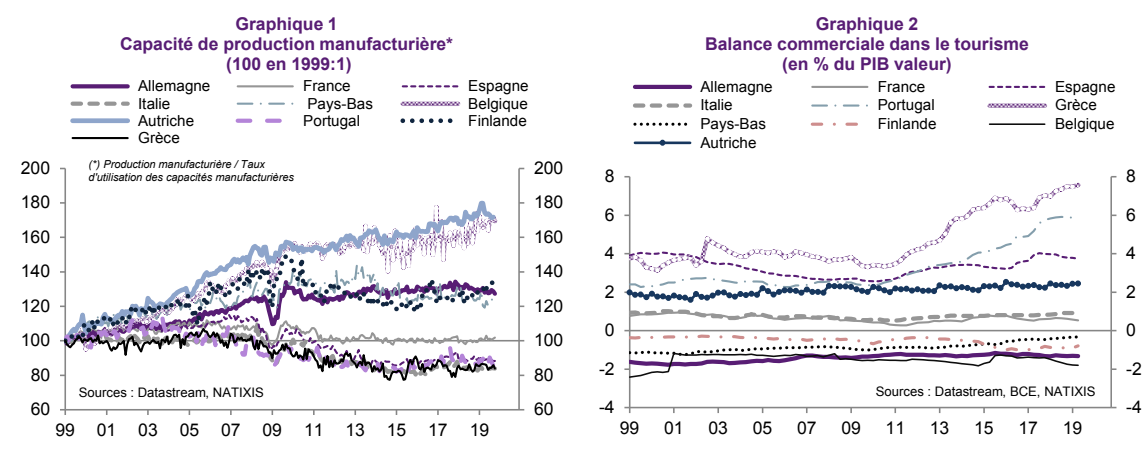
Nous allons prendre le **cas de la zone euro**, mais notre analyse est valable pour toutes les Unions Monétaires.

Nous pensons que le **mouvement naturel dans une Union Monétaire est l'augmentation de l'hétérogénéité des pays membres, et que la hausse de l'hétérogénéité peut conduire à l'éclatement de l'Union Monétaire**. On voit très bien dans la zone euro **les deux mécanismes qui aboutissent à la hausse de l'hétérogénéité des pays membres**.

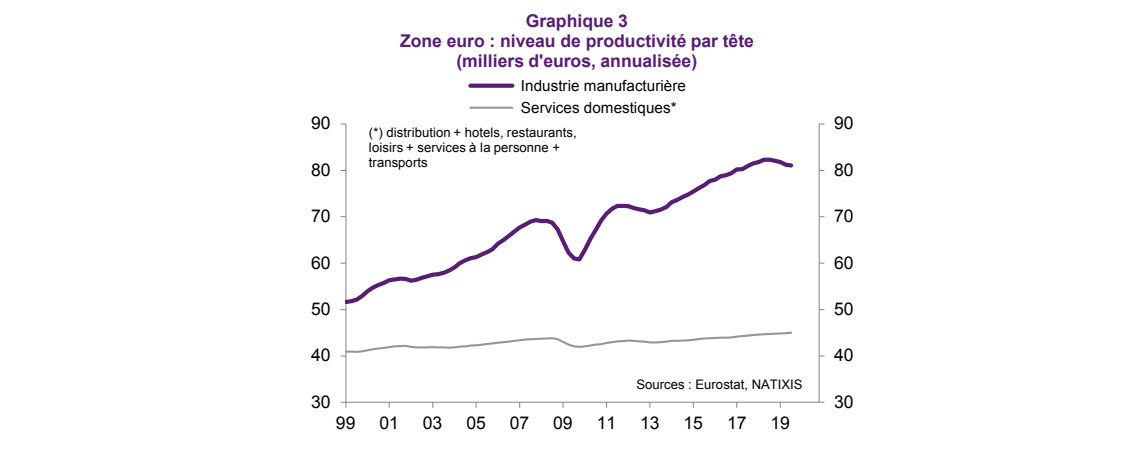
### 1. La spécialisation productive

La disparition du risque de change due à l'unification monétaire **permet aux pays d'exploiter complètement leurs avantages comparatifs** (tant qu'il y a du risque de change, il est difficile de produire dans un pays pour vendre dans un autre pays).

On voit bien dans la zone euro **les spécialisations productives de plus en plus différentes des pays**, par exemple dans l'industrie (**graphique 1**), dans le tourisme (**graphique 2**).

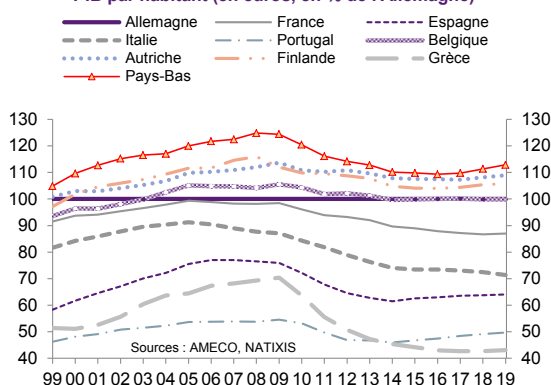


**La divergence des spécialisations productives entraîne la divergence des revenus par habitant**, puisque certaines industries ont des productivités plus élevées que les autres (l'industrie, par exemple, a une productivité nettement supérieure aux services domestiques, **graphique 3**).



On voit effectivement **la dispersion croissante des revenus par habitant entre les pays de la zone euro depuis la crise** (graphique 4).

**Graphique 4**  
PIB par habitant (en euros, en % de l'Allemagne)

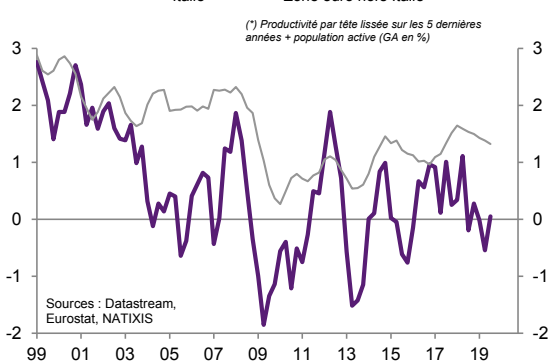


## 2. Croissance potentielle et taux d'intérêt

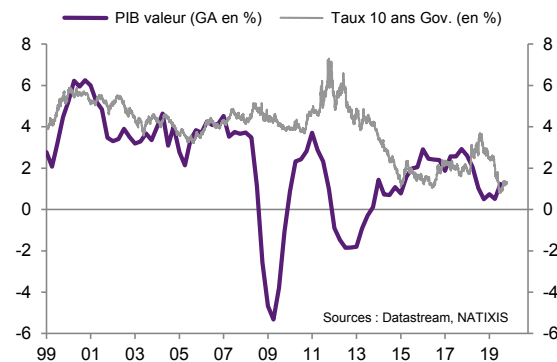
Si, dans une Union Monétaire, un pays a une croissance potentielle plus faible que la moyenne, le taux d'intérêt de l'Union Monétaire est trop élevé pour lui. Ceci déprime alors son investissement, et renforce la faiblesse de sa croissance potentielle, **d'où la divergence des croissances potentielles** (le raisonnement inverse s'applique pour un pays dont la croissance potentielle est supérieure à la moyenne).

Cette situation se voit clairement dans la zone euro, par exemple pour l'Italie : croissance potentielle inférieure à la moyenne (**graphique 5a**), taux d'intérêt relativement élevé par rapport à la croissance (**graphique 5b**), investissement des entreprises faible (**graphique 5c**), absence de gains de productivité (**graphique 5d**).

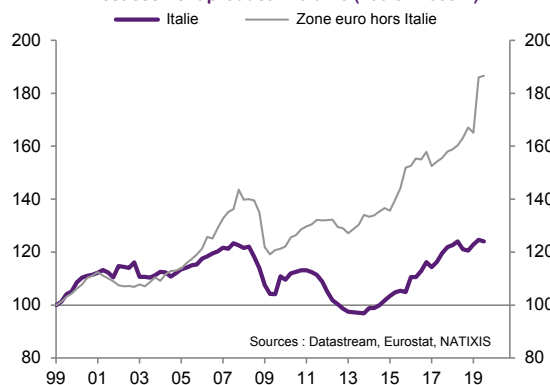
**Graphique 5a**  
Croissance potentielle\* (volume)



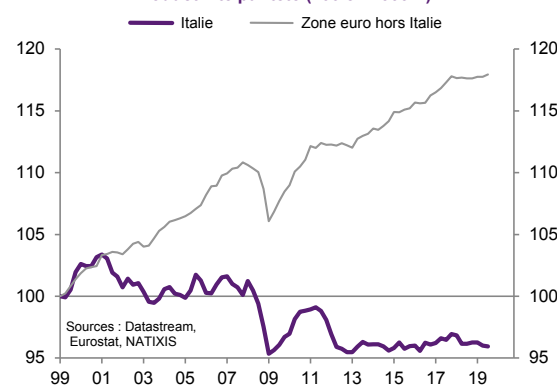
**Graphique 5b**  
Italie : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



**Graphique 5c**  
Investissement productif volume (100 en 1999:1)



**Graphique 5d**  
Productivité par tête (100 en 1999:1)



## Synthèse : comment éviter l'éclatement de la zone euro ?

Spontanément, l'hétérogénéité des pays d'une Union Monétaire s'accroît avec :

- la divergence des spécialisations productives ;
- le fait que les pays à croissance potentielle plus faible que la moyenne soient pénalisés par des taux d'intérêt trop élevés.

Tout ceci s'observe dans la zone euro.

Si l'hétérogénéité des pays est croissante, si les revenus par habitant divergent, **le risque d'explosion de la zone euro est grand.**

**Pour l'éviter, il n'y a que deux solutions :**

- **un budget fédéral de taille suffisamment grande**, ce qui est rejeté aujourd'hui par de nombreux pays ;
- **la diversification des portefeuilles financiers entre les pays de la zone euro.** Si les résidents d'un pays détiennent des actifs financiers de tous les pays de la zone euro, et si ce pays est en difficulté, leur revenu sera soutenu par les revenus venant des actifs financiers des autres pays qui sont en meilleure situation économique.

**La diversification des portefeuilles suppose une forte mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro qu'on ne voit plus aujourd'hui :** depuis 2010, les pays de la zone euro autres que l'Allemagne et les Pays-Bas ont fait disparaître leur déficit extérieur tandis que l'Allemagne et les Pays-Bas prêtent leur excédent d'épargne au Reste du Monde, hors zone euro (**graphique 6**).

