

FLASH MARCHÉS

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

25 mars 2011 – N° 222

Les investisseurs doivent-ils prendre l'éclatement de la zone euro comme une hypothèse sérieuse ?

De plus en plus d'économistes et de commentateurs prévoient l'éclatement de l'euro. Faut-il que les investisseurs prennent cet éclatement comme une hypothèse sérieuse, comme risque ayant une probabilité non nulle de se réaliser ?

Il est vrai :

- *que la correction des écarts de compétitivité-coût (des déviations des taux de change réels) est beaucoup plus coûteuse par l'ajustement des salaires que par l'ajustement des taux de change. Certains pays pourraient donc tenter de se réindustrialiser et d'obtenir un supplément de croissance par la dévaluation ;*
- *les hétérogénéités (spécialisation productive et croissance potentielle, niveau des coûts et des prix) entre les pays sont trop fortes pour qu'il y ait à la fois politique monétaire commune, absence de fédéralisme et règles communes de politique économique (fiscalité, formation des salaires...), ce qui est pourtant aujourd'hui la position dominante.*

Mais à l'inverse, le coût de l'explosion de l'euro sera considérable :

- *pour les pays du Nord, pertes en capital sur leurs avoirs extérieurs, perte de compétitivité ;*
- *pour les pays du Sud, défauts sur les dettes publiques et privées (qu'elles restent en euro ou qu'elles soient transformées en devises locales), hausse très forte des taux d'intérêt, retour du risque de change et difficulté pour financer les déficits extérieurs.*

On voit mal les autres politiques européennes communes (marché intérieur, concurrence, fonds structurels et régionaux) résister à l'explosion de l'euro, qui déclencherait probablement une généralisation des politiques non coopératives.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

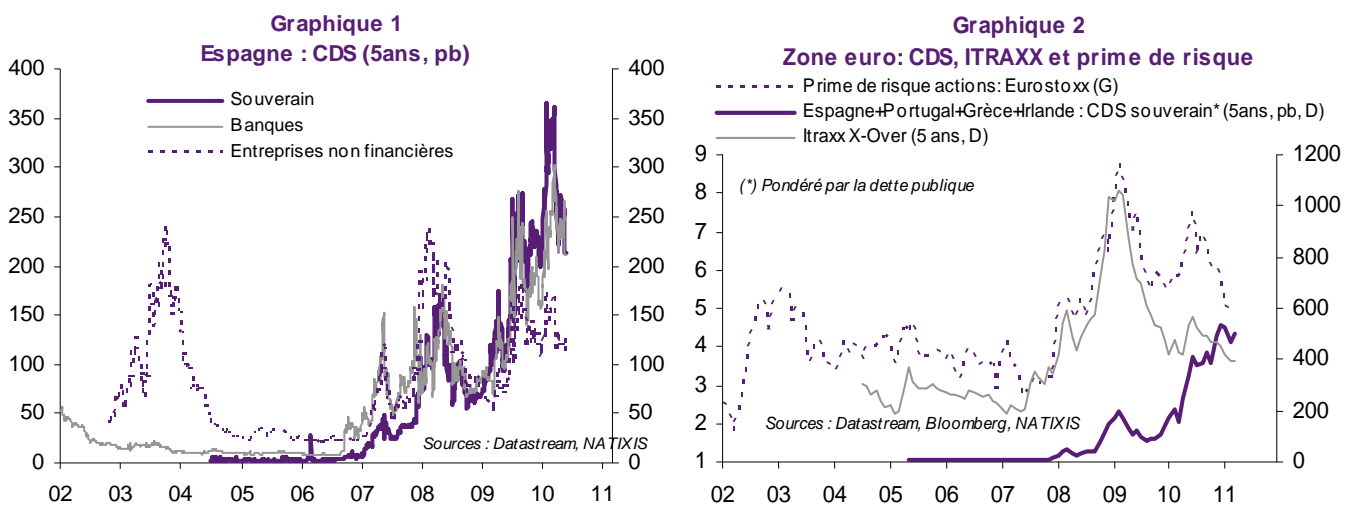
Patrick ARTUS

Les investisseurs doivent-ils avoir un scénario à risque où l'euro éclate ?

Si l'euro éclatait, il y aurait divergence des taux d'intérêt entre les pays de la zone euro, y compris pour les dettes privées avec la corrélation, pays par pays, entre les taux d'intérêt sur les dettes privées et les dettes publiques (le **graphique 1** montre l'exemple de l'Espagne).

Il y aurait appréciation des devises des pays du Nord (Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande..), **dépréciation de celles des pays du Sud** (France, Espagne, Italie, Grèce, Portugal..), **très forte hausse des primes de risque** sur tous les actifs risqués, comme on l'a vu lors des moments aigus de la crise des dettes souveraines de la zone euro (printemps 2009, 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2010, **graphique 2**).

Faut-il que les investisseurs retiennent l'explosion de l'euro comme un scénario à risque de probabilité non-nulle ?



Les arguments qui peuvent faire redouter une explosion de l'euro

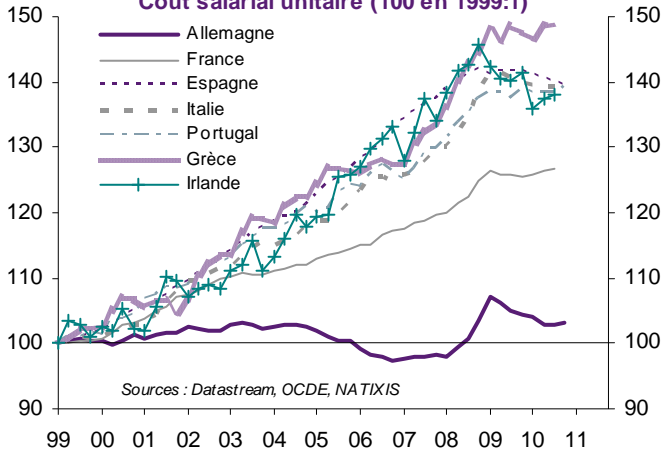
1 – Correction de la compétitivité-coût

Beaucoup de pays de la zone euro ont connu une dérive forte de leur compétitivité-coût (**graphique 3**), qui explique une partie de leur mauvaise performance à l'exportation (**graphiques 4a/b**). Le recul ou le faible niveau dans le cas de l'Espagne des parts de marché de ces pays peut venir aussi de l'insuffisant effort d'innovation, de la fiscalité, des problèmes de financement des entreprises.

Cependant, **rétablir leur compétitivité-coût peut être important pour ces pays**, et leur est maintenant demandé dans le cadre du « pacte de compétitivité ». **Or, il est beaucoup plus facile de rétablir la compétitivité-coût en dévaluant**, comme l'ont fait les pays européens jusqu'en 1995 pour compenser leur écart d'inflation avec l'Allemagne (**graphiques 5a/b/c**) **qu'en réduisant les salaires** (**graphique 6**).

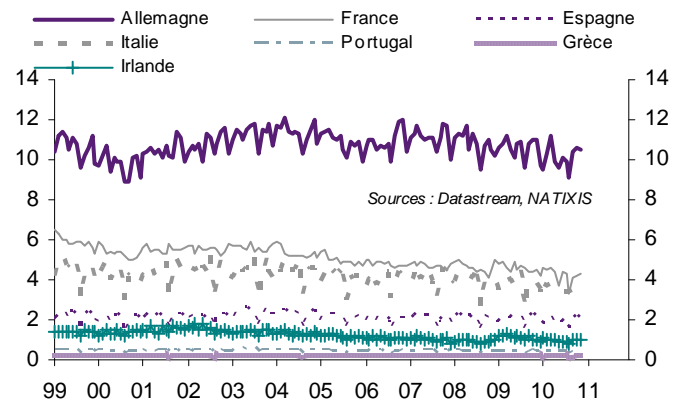
Graphique 3

Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



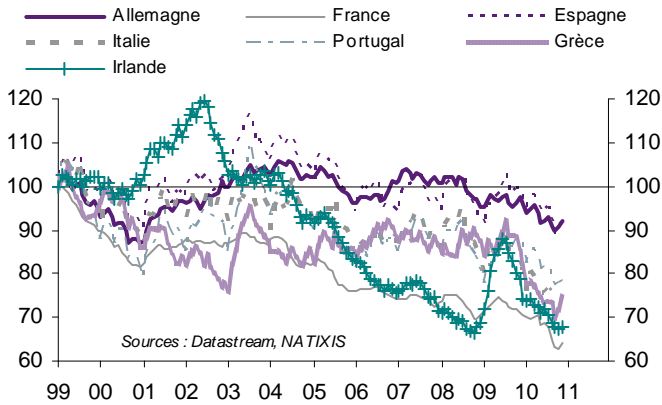
Graphique 4a
Exportations

(en % du Monde hors Russie et OPEP)



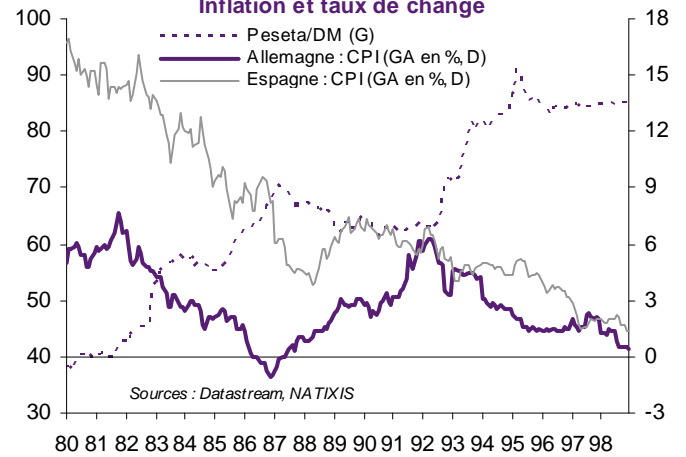
Graphique 4b

Exportations en % du Monde hors Russie et OPEP (100 en 1999:1)



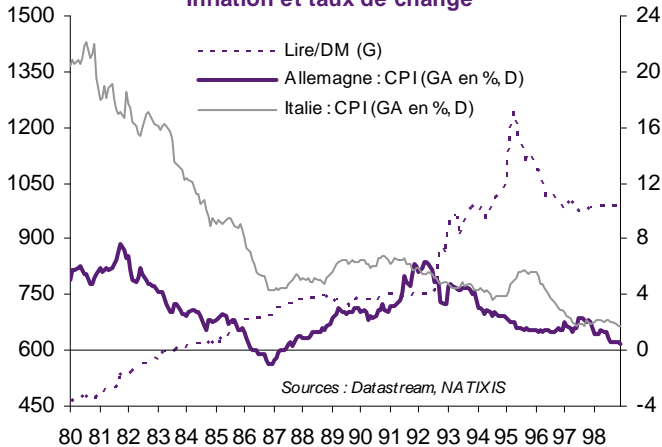
Graphique 5a

Inflation et taux de change



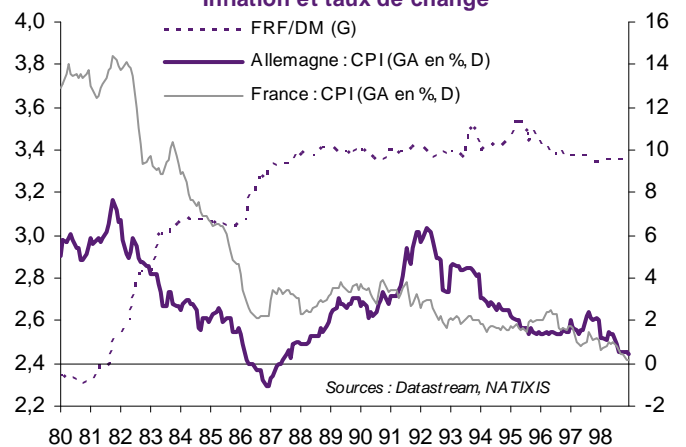
Graphique 5b

Inflation et taux de change



Graphique 5c

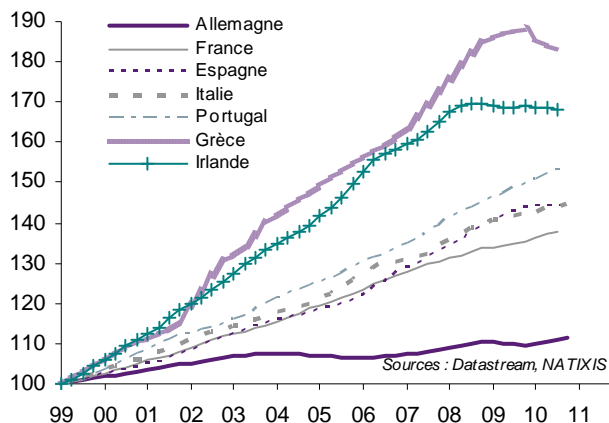
Inflation et taux de change



Dans le premier cas, il y a correction de la compétitivité et gain de production avec la dévaluation, dans le second cas correction de la compétitivité et perte de production avec le recul de la demande intérieure. **On sait que l'Allemagne demande aux autres pays de la zone euro de déprécier leur taux de change réel par la compression des salaires**, comme elle l'a fait elle-même depuis la fin des années 1990 (graphique 6 ci-dessus, graphique 7), ce qui peut être inacceptable politiquement et socialement pour ces pays.

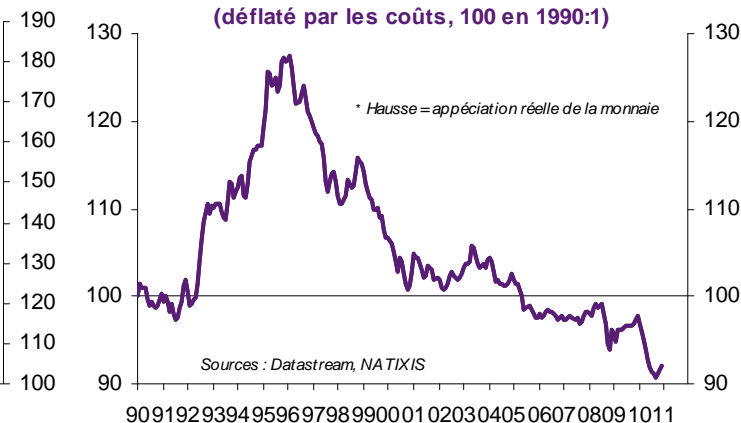
Graphique 6

Salaire nominal par tête (100 en 1999:1)



Graphique 7

Allemagne : taux de change effectif* réel (déflaté par les coûts, 100 en 1990:1)

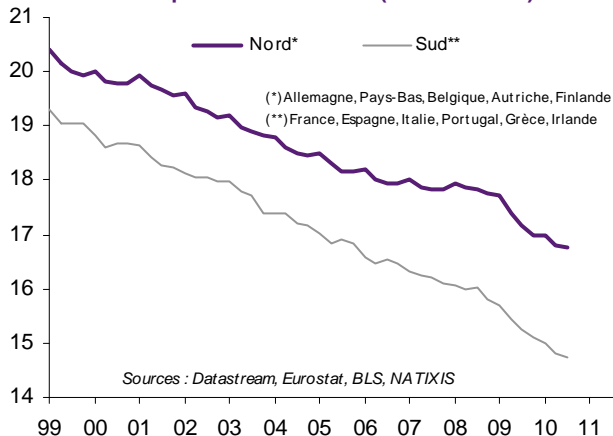


2 – Hétérogénéité des économies, homogénéité des règles

Les pays de la zone euro sont devenus très hétérogènes, ce qui est normal dans une Union Monétaire où la disparition du risque de change permet que les avantages comparatifs soient exploités. On voit ainsi que les pays du Nord de la zone euro (Allemagne, Pays-Bas, Belgique, Autriche, Finlande) se sont spécialisés dans l'industrie (graphiques 8a/b), et les pays du Sud de la zone euro (France, Espagne, Italie, Portugal, Grèce, Irlande) dans les services non exportables (graphique 9).

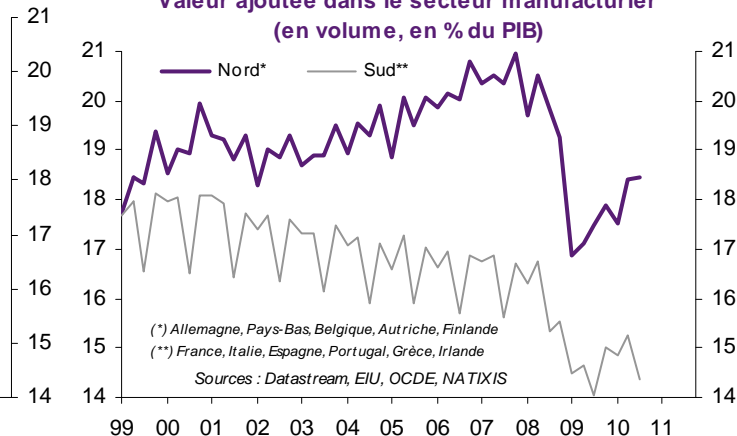
Graphique 8a

Emploi manufacturier (en % du total)



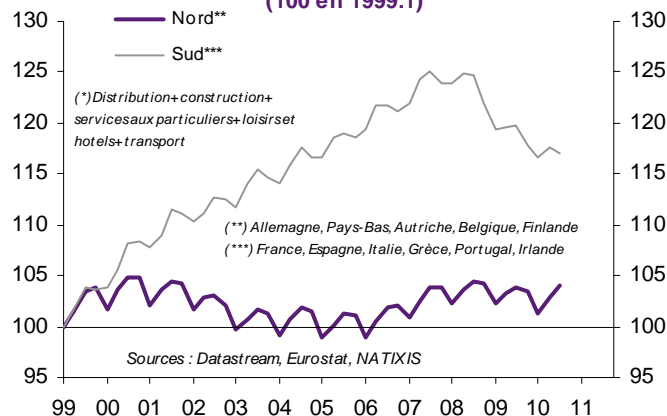
Graphique 8b

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

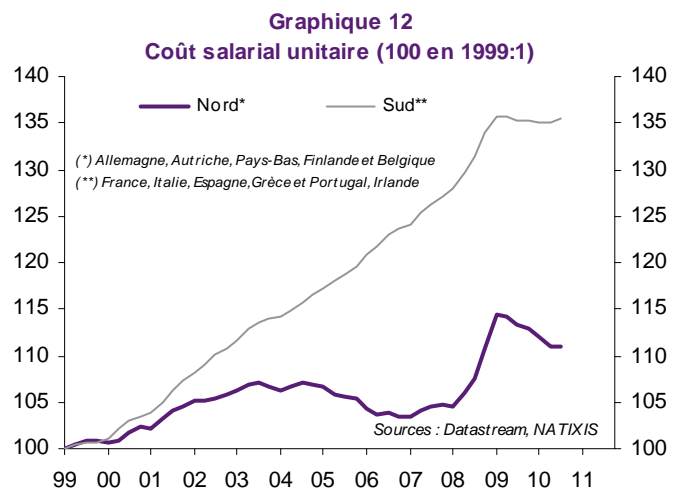
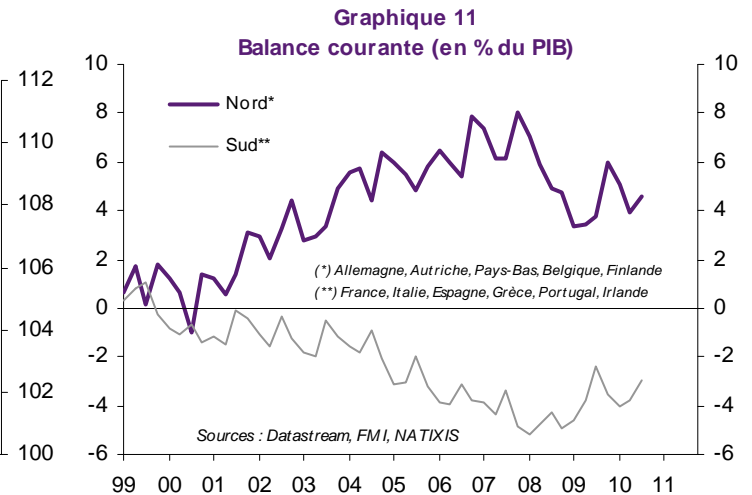
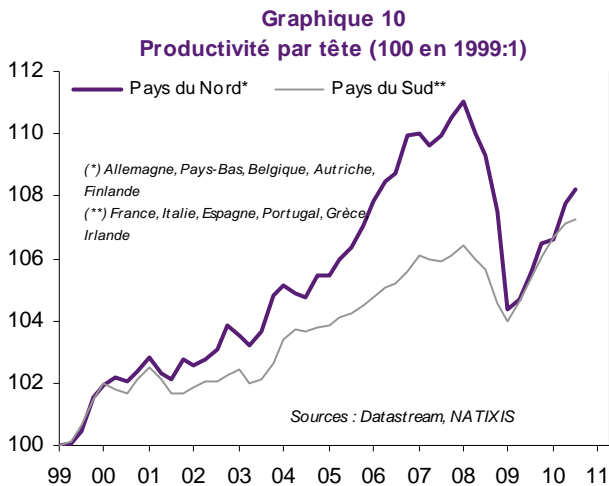


Graphique 9

Emploi dans les services non-exportables* (100 en 1999:1)



Cette spécialisation productive très différente des pays du Nord et des pays du Sud de la zone euro conduit à une forte hétérogénéité de la zone euro : croissance potentielle plus forte dans le Nord (**graphique 10**), déficit extérieur structurel dans le Sud (**graphique 11**), hausse plus forte des coûts salariaux unitaires dans le Sud (**graphique 12**), ce qui est normal avec le poids plus élevé des services (**Encadré 1**),



Encadré 1

Il y a **deux secteurs** : l'industrie manufacturière (M), les services (S).

Il y a **contagion** salariale entre les deux secteurs. La croissance du salaire nominal commun est W.

Le prix des produits manufacturés est le prix mondial des produits manufacturés, d'où :

$$(1) p^M = p^*$$

p^M est le taux de croissance du prix des produits manufacturés, p^* le taux de croissance du prix mondial des produits manufacturés.

Dans les deux secteurs les prix croissent comme les coûts salariaux unitaires, d'où :

$$(2) \begin{cases} \rho^M = W - \Pi^M \\ \rho^S = W - \Pi^S \end{cases}$$

ρ^S est le taux de croissance du prix des services, Π^M le taux de croissance de la productivité dans l'industrie ; Π^S le taux de croissance de la productivité dans les services. Il en suit :

$$(3) \begin{cases} W = \rho^* + \Pi^M \\ \rho^S = \rho^* + \Pi^M - \Pi^S \end{cases}$$

L'inflation totale est :

$$(4) q = J\rho^M + (1-J)\rho^S$$

Où J est le poids des produits industriels dans la demande, $(1-J)$ le poids des services.

On a donc

$$(5) q = \rho^* + (1-J)(\Pi^M - \Pi^S) ;$$

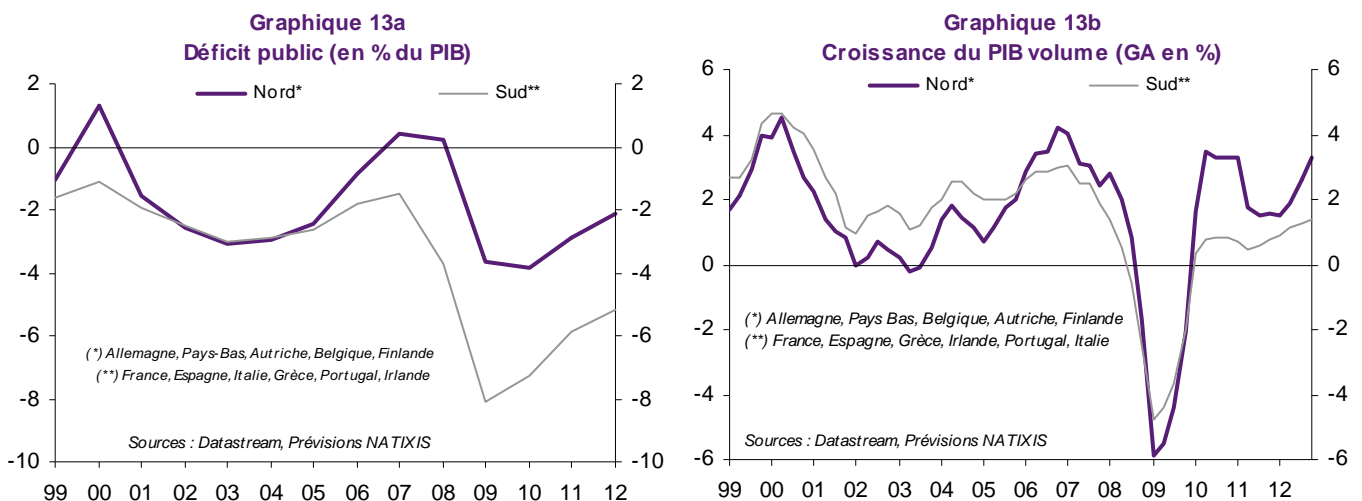
La productivité dans l'industrie croît plus vite que dans les services :

$$(6) \Pi^M - \Pi^S > 0$$

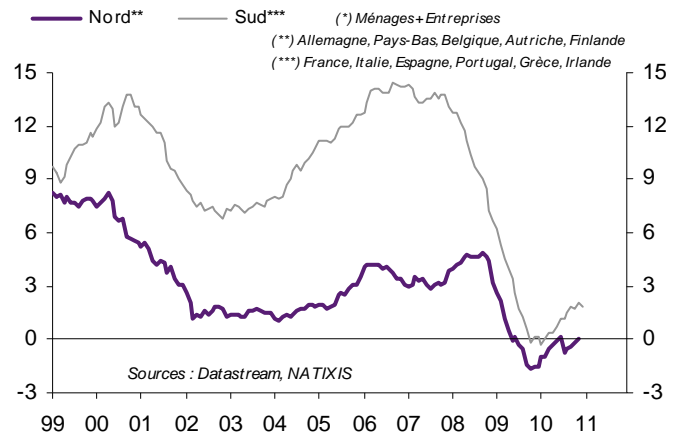
L'inflation q est donc d'autant plus forte que le poids des services est élevé.
C'est vrai aussi **pour le coût salarial unitaire global.**

$$(7) W - (J\Pi^M + (1-J)\Pi^S) = \rho^* + (1-J)(\Pi^M - \Pi^S) = q$$

Le déficit public est plus élevé dans Sud (**graphique 13a**) avec la croissance qui devient plus faible (**graphique 13b**) une fois arrêtée la hausse de l'endettement privé (**graphique 13c**).



Graphique 13c
Crédits au secteur privé* (GA en %)



Ces multiples hétérogénéités (structure productive, croissance, balance courante, coûts salariaux, déficit public...) rendent très difficile pour les pays du Sud de la zone euro à accepter qu'il y ait à la fois :

- **politique monétaire commune ;**
- **règles budgétaires communes (« frein à la dette ») ;**
- **règles de politique économique proposées** (dans le « pacte de compétitivité ») **comme étant homogènes** : stabilité des coûts salariaux, âge de départ à la retraite ;
- **absence de fédéralisme**, c'est-à-dire de transfert de revenus des pays excédentaires vers les pays déficitaires.

L'idée dominante dans les pays du Nord est que les pays du Sud doivent réduire leurs coûts salariaux, jusqu'à ce que leur déficit courant disparaisse, malgré l'hétérogénéité des économies, la désindustrialisation du Sud.

Les pays du Sud ne peuvent donc pas trouver dans la zone euro des règles correspondant à la situation structurelle de leur économie, d'où la tentation de sortie de l'euro.

Au total, ceux qui pensent que l'euro va exploser peuvent effectivement s'appuyer ;

- **sur le refus des pays du Sud de la zone euro de corriger leur surévaluation réelle par la baisse des salaires ;**
- **sur le refus des pays du Sud de la zone euro d'appliquer, en l'absence de fédéralisme, des règles de politique économique communes à tous les pays de la zone euro.**

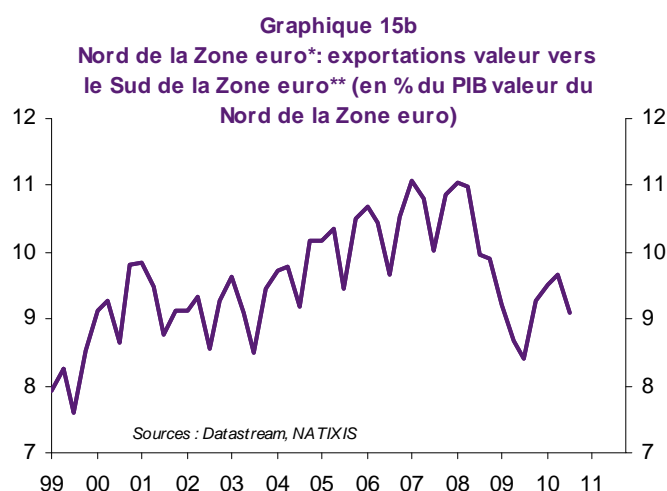
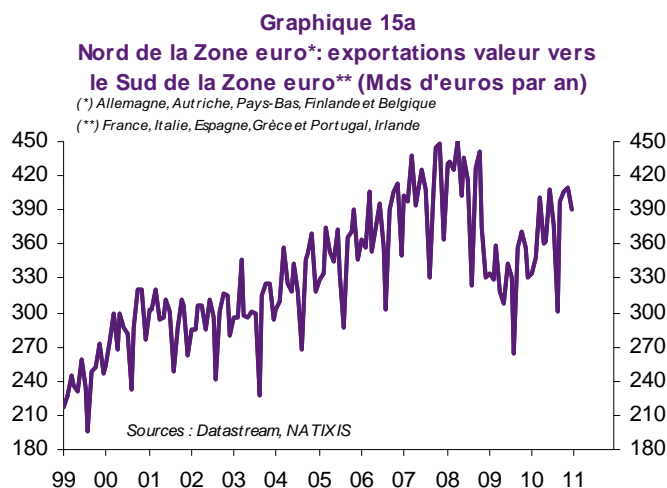
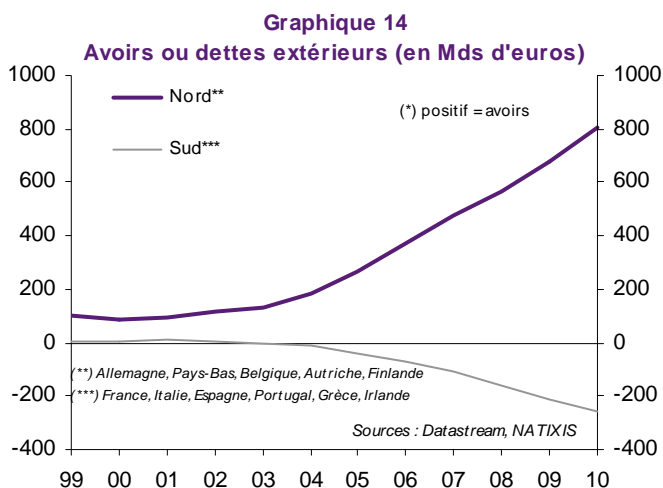
Mais, à l'inverse, le coût de la sortie de l'euro serait considérable

Le coût de la sortie de l'euro serait considérable à la fois pour les pays du Nord de la zone euro et pour les pays du Sud de la zone euro.

(1) Pour les pays du Nord, il y aurait à la fois :

- **pertes en capital sur leurs avoirs sur les pays du Sud** (graphique 14) ; sortant de l'euro, les pays du Sud soit convertissent leurs dettes dans leurs nouvelles monnaies, soit font défaut sur leurs dettes en euros dont le service devient trop élevé dans leurs nouvelles monnaies ;
- **perte de compétitivité** avec la dépréciation des monnaies des pays du Sud. On peut en évaluer le coût assez simplement ; les **graphiques 15a/b** montrent les exportations du Nord vers le Sud de la zone euro.

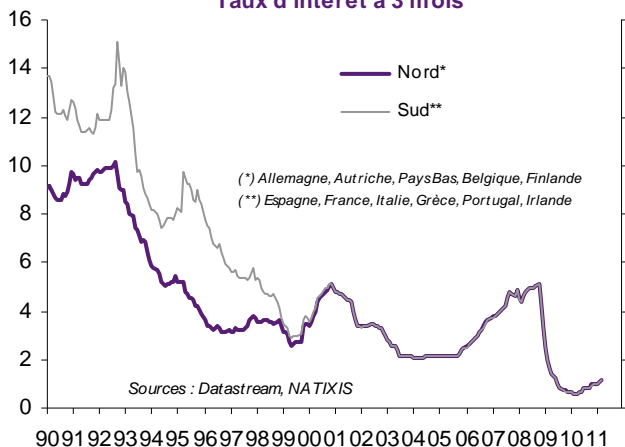
Si les pays du Sud de la zone euro dévaluent par exemple leurs devises de 40% et gardent le même poids de leurs importations depuis les pays du Nord dans le PIB, le recul des exportations des pays du Nord de la zone euro serait de 4 points du PIB du Nord de la zone euro.



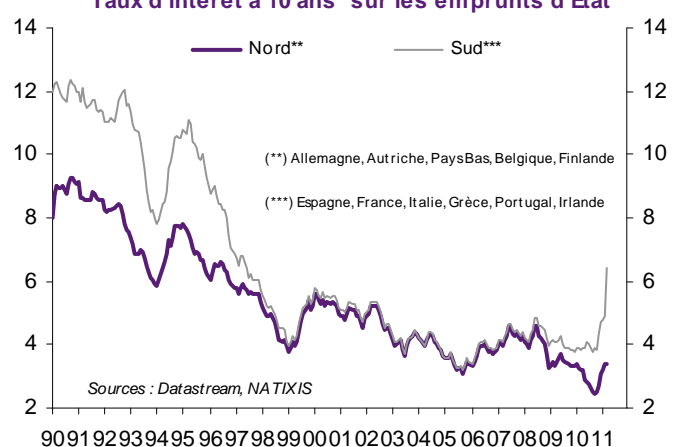
(2) Pour les pays du Sud de la zone euro, le coût vient :

- **de la nécessité de restructurer les dettes publiques et privés s'ils sortent de l'euro.** Soit les dettes sont conservées en euros, et le service des dettes en monnaie nationale devient insupportable ; soit les dettes sont converties en monnaie nationale, et elles deviennent aussi insupportables en raison de la hausse des taux d'intérêt. Il faut rappeler que **c'est la forte baisse des taux d'intérêt due à l'entrée dans l'euro (graphiques 16a/b) qui a permis la hausse des taux d'endettement privés puis publics dans les pays du Sud de la zone euro (graphiques 16c/d) ;**
- **du retour du risque de change, qui provoquerait une forte hausse durable des taux d'intérêt** (comme au début des années 1990, graphiques 16a/b ci-dessus) **et un recul de la mobilité internationale des capitaux**, d'où une difficulté accrue pour financer les déficits extérieurs, **la nécessité de réduire ces déficits (graphique 11, voir plus haut) donc de réduire encore plus qu'aujourd'hui la demande intérieure (graphique 17) ;**
- **le risque de passage à des politiques systématiquement non coopératives dans la zone euro**, du moment qu'il n'y a plus de coopération monétaire, donc disparition des politiques du marché intérieur, de la connaissance ; des fonds régionaux et structurels, de la politique agricole (tableau 1).

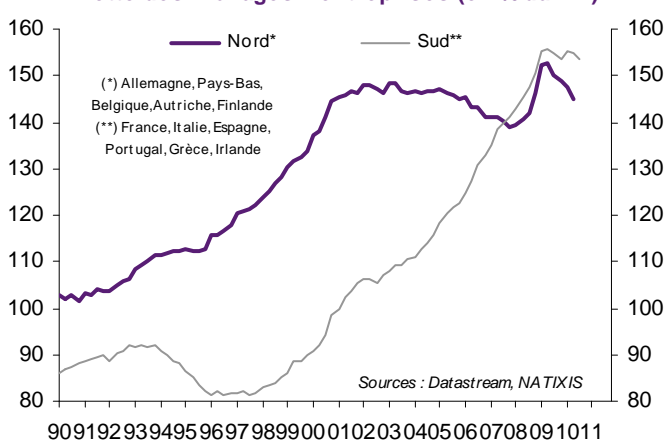
Graphique 16a
Taux d'intérêt à 3 mois



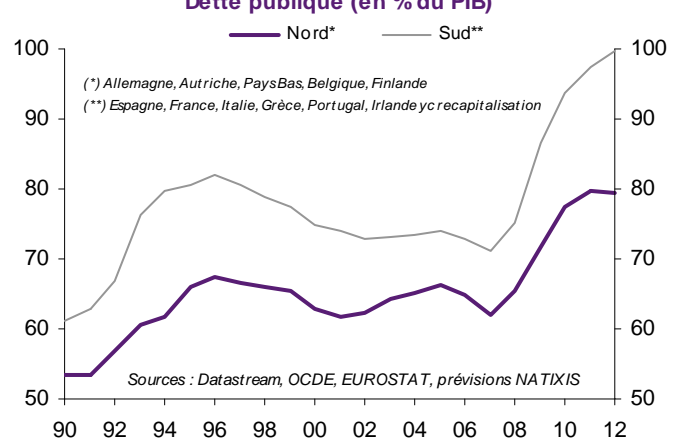
Graphique 16b
Taux d'intérêt à 10 ans* sur les emprunts d'Etat



Graphique 16c
Dettes des ménages + entreprises (en % du PIB)



Graphique 16d
Dettes publiques (en % du PIB)



Graphique 17
Demande intérieure (volume,100 en 1999:Q1)

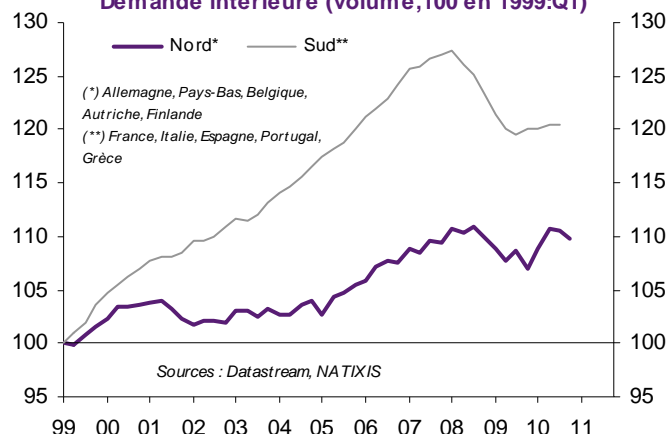


Tableau 1
Contributions nettes des pays au budget de l'UE (Mds d'euros)

Mds d'euros	Allemagne	Pays Bas	Belgique	Autriche	Finlande	France	Espagne	Italie	Portugal	Grèce	Irlande	Nord*	Sud**
1999	11,08	3,32	-0,98	0,81	0,28	0,89	-6,73	1,70	-2,86	-3,68	-1,85	14,52	-12,52
2000	11,52	3,26	-0,86	0,70	-0,16	2,13	-4,36	0,19	-2,08	-4,39	-1,55	14,44	-10,06
2001	9,48	3,84	-0,46	0,70	0,22	2,79	-6,97	3,01	-1,77	-4,38	-1,10	13,77	-8,41
2002	5,88	2,88	-1,33	0,24	-0,02	2,00	-8,66	3,08	-2,81	-3,32	-1,58	7,66	-11,30
2003	8,61	2,93	-1,01	0,36	-0,01	1,80	-8,44	1,13	-3,63	-3,35	-1,57	10,88	-14,06
2004	8,48	3,15	-1,34	0,43	0,07	3,07	-7,97	3,42	-3,23	-4,07	-1,57	10,79	-10,34
2005	7,86	3,85	-1,56	0,37	0,11	3,23	-5,35	2,84	-2,47	-3,69	-1,06	10,62	-6,49
2006	8,26	3,94	-1,47	0,38	0,28	3,14	-3,08	2,58	-2,26	-5,00	-0,98	11,39	-5,59
2007	9,23	4,39	-1,31	0,62	0,21	3,09	-2,96	2,71	-2,44	-5,41	-0,57	13,13	-5,58
2008	11,02	4,40	-1,48	0,42	0,39	4,30	-2,13	4,84	-2,65	-6,19	-0,48	14,75	-2,30
2009	8,80	1,49	-0,97	0,50	0,61	6,46	-0,44	6,05	-2,09	-3,01	0,16	10,42	7,12

En % du PIB	Allemagne	Pays Bas	Belgique	Autriche	Finlande	France	Espagne	Italie	Portugal	Grèce	Irlande	Nord*	Sud**
1999	0,55	0,86	-0,41	0,41	0,23	0,07	-1,16	0,15	-2,41	-3,12	-2,04	0,49	-0,37
2000	0,56	0,78	-0,34	0,34	-0,12	0,15	-0,69	0,02	-1,64	-3,19	-1,47	0,47	-0,28
2001	0,45	0,86	-0,18	0,33	0,16	0,19	-1,02	0,24	-1,32	-2,99	-0,94	0,43	-0,22
2002	0,27	0,62	-0,50	0,11	-0,02	0,13	-1,19	0,24	-2,01	-2,12	-1,21	0,24	-0,28
2003	0,40	0,61	-0,36	0,16	0,00	0,11	-1,08	0,08	-2,54	-1,94	-1,12	0,33	-0,34
2004	0,38	0,64	-0,46	0,18	0,05	0,19	-0,95	0,25	-2,17	-2,20	-1,05	0,32	-0,24
2005	0,35	0,75	-0,52	0,15	0,07	0,19	-0,59	0,20	-1,61	-1,89	-0,65	0,31	-0,14
2006	0,35	0,73	-0,46	0,15	0,17	0,17	-0,31	0,17	-1,41	-2,38	-0,55	0,32	-0,12
2007	0,38	0,77	-0,39	0,23	0,11	0,16	-0,28	0,18	-1,45	-2,40	-0,30	0,35	-0,11
2008	0,44	0,74	-0,43	0,15	0,21	0,22	-0,20	0,31	-1,54	-2,62	-0,26	0,38	-0,04
2009	0,37	0,26	-0,29	0,18	0,35	0,34	-0,04	0,40	-1,24	-1,29	0,10	0,28	0,14

Nord* : Allemagne, Pays Bas, Belgique, Autriche, Finlande

Sud** : France, Espagne, Italie, Portugal, Grèce, Irlande

Sources : Commission Européenne, Budget de l'UE 2008 - 2009 Rapport financier, NATIXIS

Synthèse : les investisseurs doivent-ils utiliser un scénario à risque où l'euro éclate ?

Ceux qui pensent que l'euro va éclater mettent en avant qu'il est moins coûteux de corriger l'excès des coûts de production par une dévaluation que par une baisse des salaires et que l'hétérogénéité courante de la zone euro rend de plus en plus inacceptable l'homogénéité réclamée ou effective de toutes les politiques économiques.

Ceux qui ne croient pas à l'explosion de l'euro mettent en avant le coût de cette explosion à la fois pour les pays du Nord (pertes en capital, pertes de compétitivité) **et pour les pays du Sud** (défauts inévitables sur les dettes, moindre mobilité internationale du capital, forte hausse des taux d'intérêt, disparition des autres politiques européennes).

Mais, même si ces coûts sont énormes, le refus de l'hétérogénéité par les pays du Nord et la demande d'économies et de règles homogènes est une menace pour la stabilité de l'euro.