

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

21 juin 2011 – N° 476

### Quels pays de la zone euro souffriraient le plus si l'euro explosait ?

*Nous ne croyons absolument pas à l'explosion de l'euro, annoncée par les cassandres usuels, en raison de ses coûts considérables. Mais nous nous demandons cependant ici quels pays souffriraient le plus en cas de disparition de la zone euro, afin de voir quels pays ont le moins intérêt à cette disparition.*

*Il s'agit bien sûr :*

- *des pays dont les monnaies s'apprécieraient, d'autant plus que leur commerce extérieur est sensible aux prix ;*
- *des pays où les exportations vers la zone euro, et en particulier vers les pays du Sud de la zone euro, sont de grande taille par rapport au Produit Intérieur Brut ;*
- *des pays qui sont créditeurs vis-à-vis des pays de la zone euro dont les monnaies se déprécieraient ;*
- *des pays qui bénéficient le plus aujourd'hui dans leurs taux d'intérêt de la crédibilité de l'euro.*

*Les pays débiteurs dont les monnaies se déprécieraient subiraient un coût initial (dégradation des termes de l'échange, hausse des taux d'intérêt), mais pas nécessairement durable.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

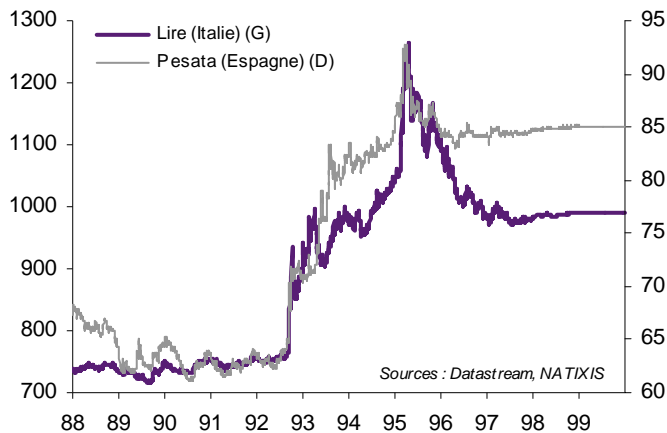
**Patrick ARTUS**

Rappel : les coûts considérables de l'explosion de l'euro la rendent tout à fait improbable

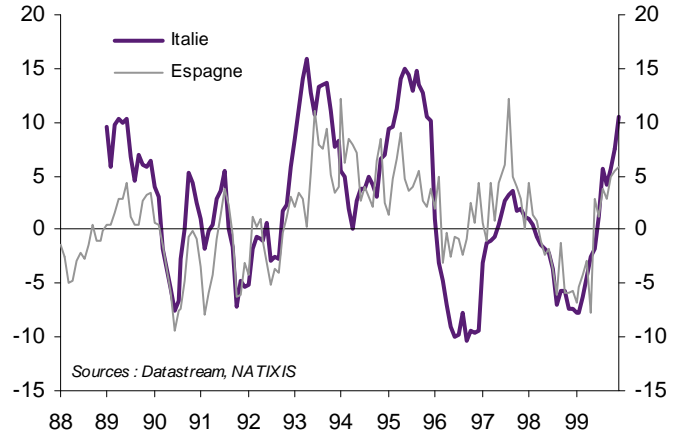
Si un pays du Sud de la zone euro sortait de l'euro, recréait sa monnaie et la dévaluait fortement, des coûts considérables apparaîtraient aussi bien pour ce pays que pour les autres pays de la zone euro.

(1) Le pays concerné subirait à court terme la hausse des prix de ses importations, donc une récession due à la dégradation des termes de l'échange (on se rappelle l'Espagne et l'Italie après la fin du Système Monétaire Européen en 1992-93, graphiques 1a-1b-1c).

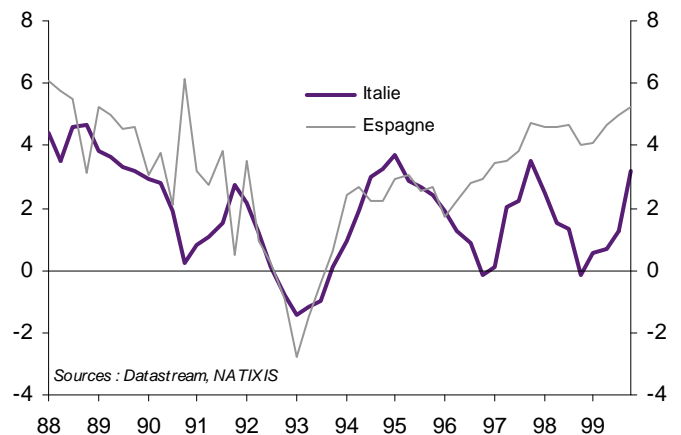
Graphique 1a  
Taux de change contre DM



Graphique 1b  
Prix des importations (GA en %)

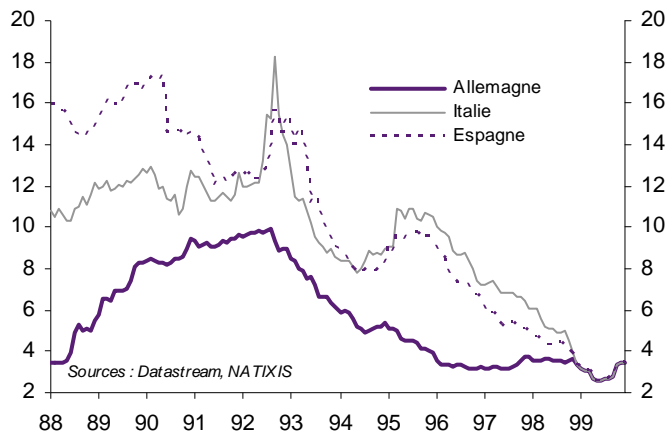


Graphique 1c  
Croissance du PIB en volume (GA en %)

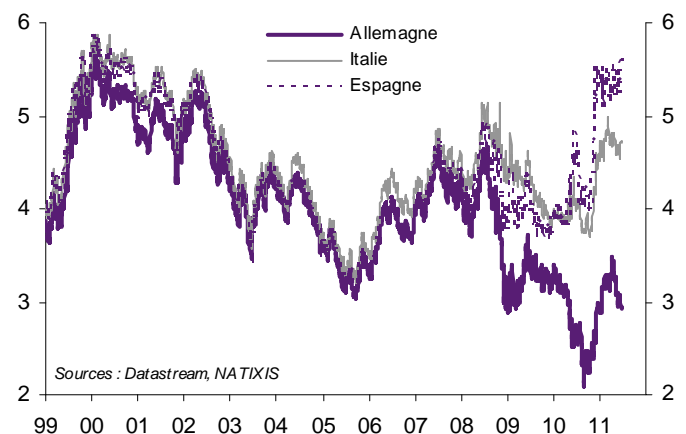


A la différence de ce qui s'était passé en 1992-93 avec l'explosion du SME (graphique 2a), le pays sortant de l'euro subirait une forte hausse de ses taux d'intérêt puisqu'il bénéficierait auparavant des taux d'intérêt bas de la zone euro (graphique 2b).

Graphique 2a  
Taux d'intérêt à 3 mois



Graphique 2b  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat

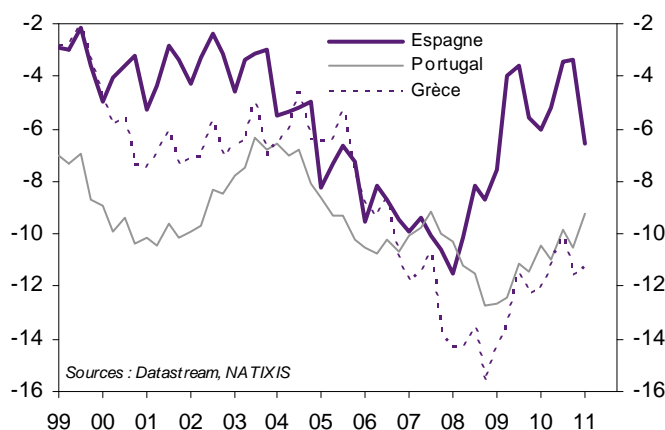


En 1992-93, au contraire, les pays étaient contraints de maintenir des taux d'intérêt élevés pour stabiliser le taux de change de leur devise vis-à-vis du mark allemand.

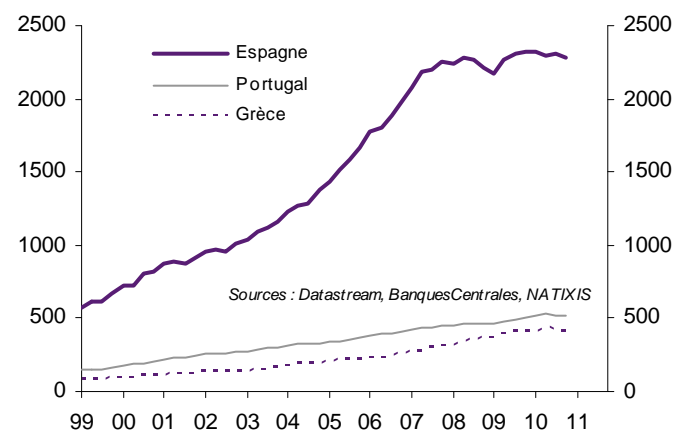
**Tous les emprunteurs, privés et publics, du pays sortant de la zone euro seraient contraints au défaut** : soit leurs dettes restent en euros et la dépréciation de la devise du pays les rend insupportables ; soit elles sont converties dans la devise du pays, et la hausse des taux d'intérêt les rend insupportables.

**Ceci implique que, très probablement, pendant quelques années, le pays qui sort de l'euro ne trouve plus de financement extérieur : il doit donc immédiatement équilibrer sa balance courante (graphique 3), d'où une contraction considérable de la demande.**

Graphique 3  
Balance courante (en % du PIB)



Graphique 4  
Dettes extérieures brutes (Mds d'euros)

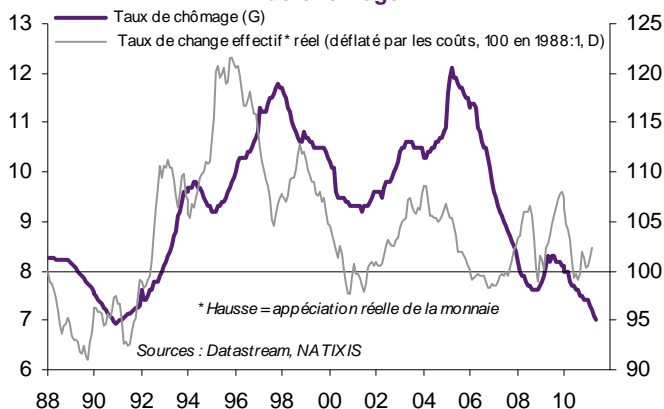


## (2) Les pays qui restent dans la zone euro sont alors affectés :

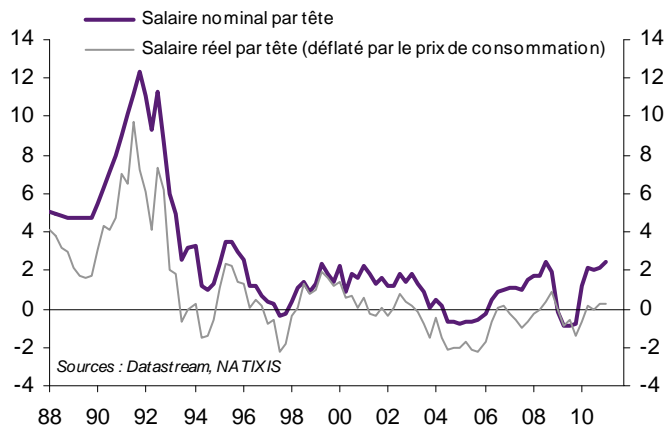
- **par les pertes dues aux défauts des emprunteurs du pays qui sort.** La perte maximale correspond à peu près à la **dette extérieure de ces pays**, qui est presque entièrement détenue dans le reste de l'Europe (graphique 4) ;

- par la perte de compétitivité due à la dépréciation de la devise du pays. On se rappelle le cas de l'Allemagne après 1992-93 : perte de compétitivité (graphique 5a), nécessitant une longue période de compression des coûts salariaux (graphique 5b).

**Graphique 5a**  
Allemagne : taux de change effectif\* réel et taux de chômage



**Graphique 5b**  
Allemagne : salaire par tête (GA en %)

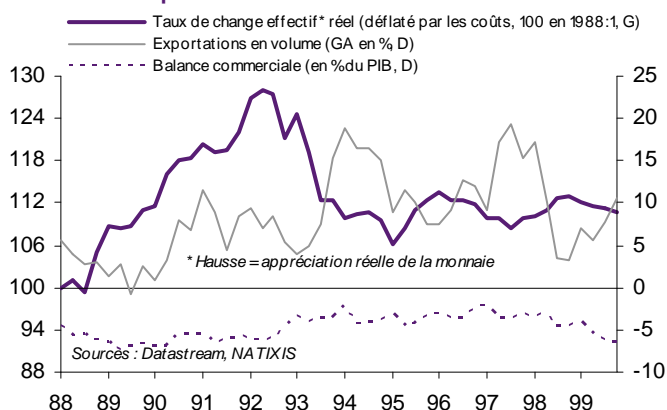


Nous ne pensons donc pas qu'il puisse aujourd'hui y avoir sortie de l'euro pour les pays en difficulté du Sud. Cependant nous nous posons une question : si par malheur cette situation se présentait, quels seraient les pays les plus affectés ?

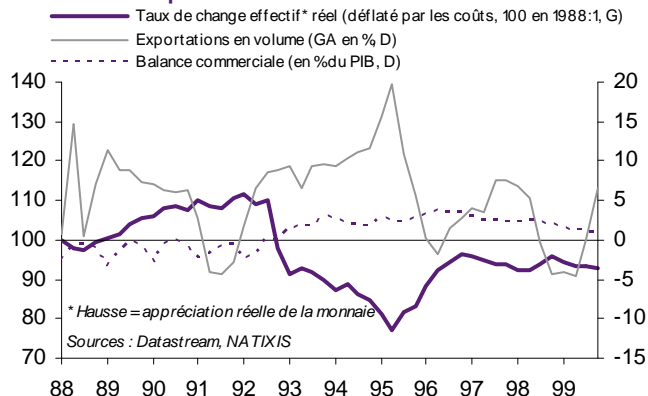
Qui souffrirait le plus si les pays du Sud en difficulté sortaient de l'euro, s'il y avait explosion de l'euro ?

(1) On a vu ci-dessous les conséquences de la sortie de l'euro pour les pays qui sortiraient : choc très négatif à court terme (dégradation des termes de l'échange, hausse des taux d'intérêt, défauts, nécessité de faire disparaître le déficit extérieur), possibilité à moyen terme d'une amélioration de la croissance grâce aux gains de compétitivité, comme on l'avait aussi vu après la crise du SME en 1992-93 (graphiques 6a-6b), avec la croissance rapide des exportations à partir de 1994 et la réduction (disparition) du déficit extérieur.

**Graphique 6a**  
Espagne : taux de change effectif réel\*, exportations et balance commerciale

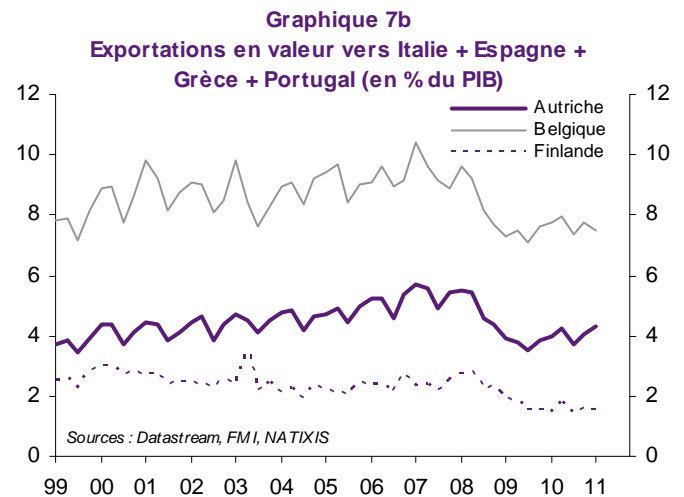
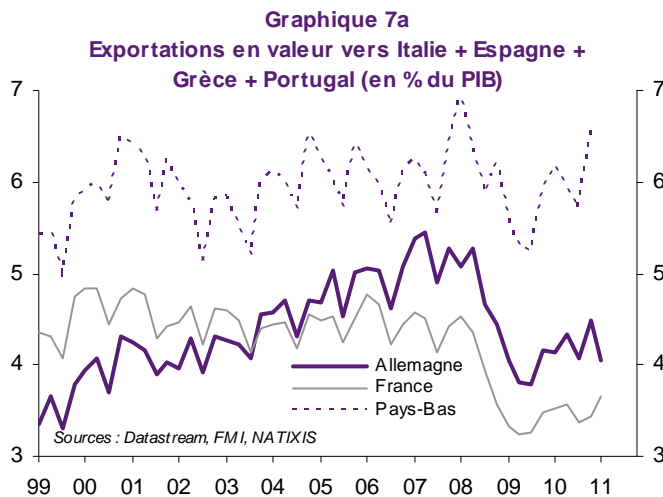


**Graphique 6b**  
Italie : taux de change effectif réel\*, exportations et balance commerciale

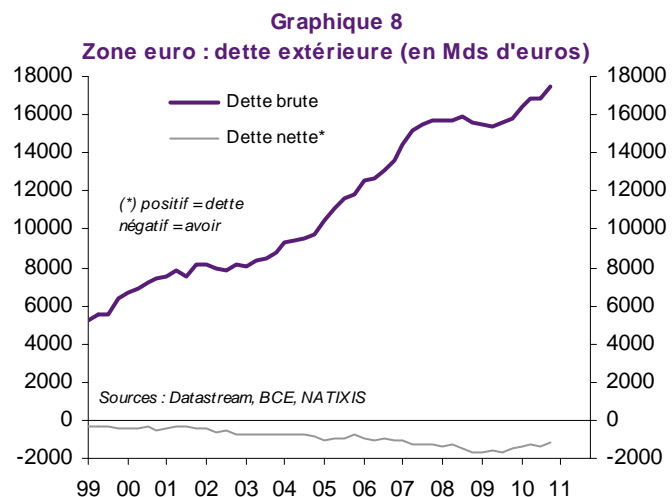


(2) Pour les pays (du Nord) qui restent dans la zone euro, les coûts viennent :

(a) de l'appréciation de leur devise vis-à-vis du pays du Sud, si le poids des exportations de ces pays (du Nord) vers les pays du Sud est grand. Supposons un effondrement complet de l'euro, avec sortie de l'Italie, de l'Espagne, de la Grèce, du Portugal. **Quel est le poids des exportations vers ces 4 pays dans le PIB des pays du Nord ?** Il est surtout élevé aux Pays Bas et en Belgique, faible en Finlande et en France (graphiques 7a-7b) ;



(b) du risque de perte de crédibilité de l'euro dans le reste du Monde, donc de remontée des taux d'intérêt auxquels ces pays se financent. La zone euro a des avoirs extérieurs nets mais elle a une forte dette extérieure brute (graphique 8), c'est-à-dire que le potentiel de vente d'actifs en euros par les non résidents est considérable.



(c) des pertes pour les pays du Nord qui viennent de leurs créances sur les pays du Sud (tableaux 1-2), avec à la fois la dévaluation des devises de ces pays et le probable défaut des emprunteurs.

**Tableau 1**  
**Détention par les banques de la dette totale des pays (Mds d'euros, 2010 Q4)**

Banque de Pays	Allemagne	France	Pays Bas	Autriche	Belgique
Grèce	26	40	3	2	1
Italie	89	28	14	2	34
Portugal	27	20	4	1	1
Espagne	137	107	58	5	15
Total	279	195	80	11	52

Source : BRI

**Tableau 2**  
**Détention géographique et sectorielle des titres de dette publique en 2009**  
**(Mds USD cours au T4-09)**

	Espagne	Irlande	Grèce	Portugal
France	69,2	17,4	76,3	43,9
Autorités monétaires	3,2	0,0	0,0	0,0
Banques	19,7	5,5	36,9	17,4
Autres institutions financières 2)	44,5	11,5	37,6	25,6
Gouvernement	0,7	0,1	1,2	0,4
Secteur non financier 3)	1,1	0,3	0,5	0,4
Allemagne	71,4	21,4	36,6	22,8
Banques 4)	45,7	13,5	19,8	14,9
Non-banques 4)	25,8	7,9	16,8	7,9
Italie	11,8	7,5	16,5	6,8
Autorités monétaires	1,7	0,0	0,3	0,1
Banques	2,1	3,7	4,4	2,8
Autres institutions financières 2)	7,6	3,0	11,2	3,8
Gouvernement	0,0	0,1	0,0	0,0
Secteur non financier 3)	0,4	0,6	0,6	0,2
Pays-Bas	20,7	3,8	19,0	6,1
Autorités monétaires	0,8	0,1	0,8	0,3
Banques	8,4	0,8	5,6	3,2
Autres institutions financières 2)	11,4	2,8	12,6	2,6
Secteur non financier 3)	0,0	0,1	0,0	0,0
Royaume-Uni	22,9	18,8	1,6	5,2
Banques	-	-	-	-
Autres institutions financières 2)	-	-	-	-
Secteur non financier 3)	-	-	-	-
Suisse	1,9	2,2	2,8	1,0
Irlande	21,1	7,6	10,4	7,4
Belgique	16,1	4,9	17,4	7,6
Luxembourg	26,0	6,8	16,7	8,4
Etats-Unis	8,8	6,2	1,7	0,5
Japon	9,9	6,4	7,8	4,2
Banques	1,4	3,1	0,0	0,4
Autres institutions financières 2)	8,4	1,4	7,5	3,7
Gouvernement	0,0	0,0	0,0	0,0
Secteur non financier 3)	0,2	1,9	0,3	0,1
Titres de dette publique détenus par les 11 pays énumérés	279,8	95,4	206,8	113,9
Titres de dette publique détenus par les non résidents	394,7	108,3	304,8	138,6
Titres de dette publique émis (total)	651,3	111,0	385,7	160,3

1) Estimations NATIXIS à partir de la base JEDH

2) Assurances, fonds et autres

3) Entreprises non financières et ménages

4) Estimation NATIXIS à partir de la Bundesbank

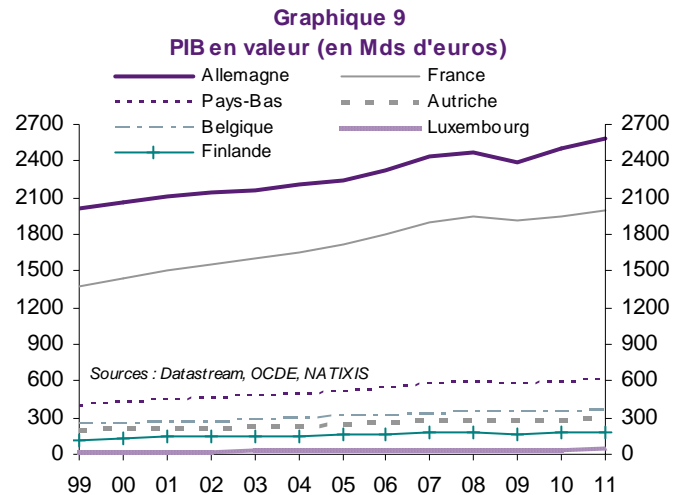
5) Selon la base JEDH

Sources : Datastream, CPIS, JEDH, NATIXIS

**Les pertes potentielles rapportées au PIB sont élevées dans tous les pays, sauf en Autriche.**

**Synthèse : qui souffrirait le plus ?**

Au total, quand on regarde les exportations et la taille des créances sur les pays du Sud, dans l'absolu ou relativement au PIB (**graphique 9**), on voit que les pays du Nord de la zone euro les plus pénalisés par une éventuelle explosion de l'euro seraient les Pays Bas, la Belgique, à un moindre degré l'Allemagne et la France.



Mais rappelons aussi **le caractère très improbable de cette explosion en raison de la taille des coûts que subiraient les pays qui sortent** : hausse des prix des importations et des taux d'intérêt, contraction de la demande dans l'impossibilité de financer les déficits extérieurs, défauts inévitables des emprunteurs.