

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 février 2012 – N° 156

Le maintien de l'organisation institutionnelle présente dans la zone euro entraînera l'explosion de l'euro

L'organisation institutionnelle présente, et prévue, de la zone euro a deux caractéristiques essentielles :

- *absence de fédéralisme, c'est-à-dire de transferts publics, d'une nature ou d'une autre, entre les pays de la zone euro ;*
- *absence de « FMI européen », au sens d'un fonds jouant le rôle de Prêteur en Dernier Ressort pour les Etats, et finançant ses interventions par la création monétaire.*

Nous pensons que ces deux orientations condamnent à terme l'euro :

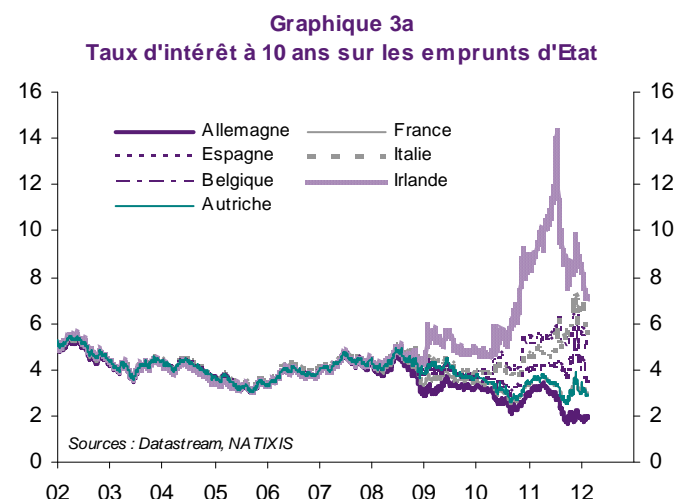
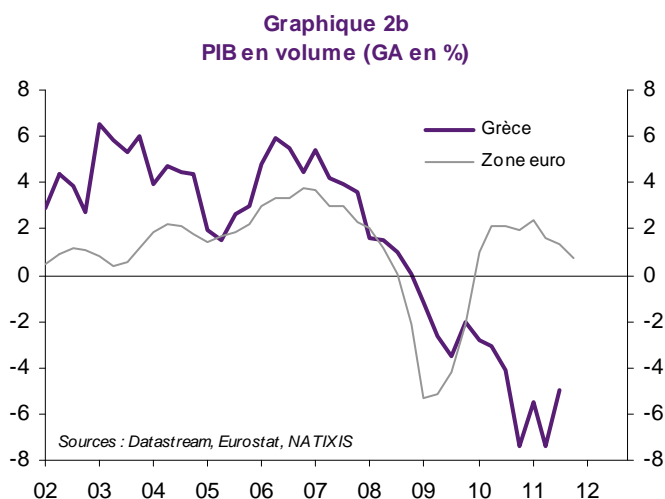
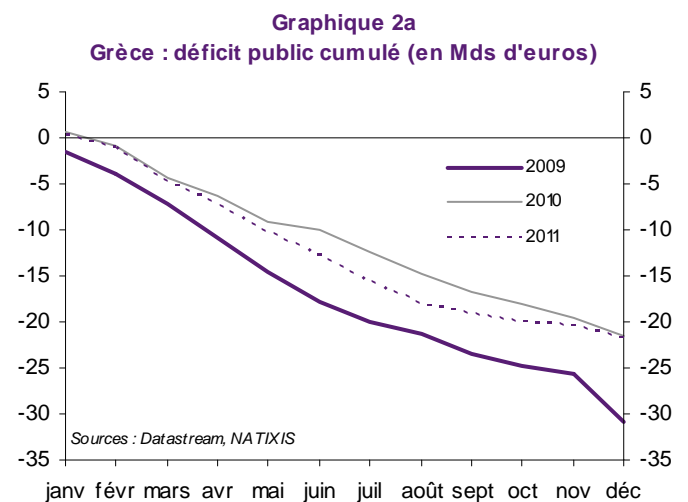
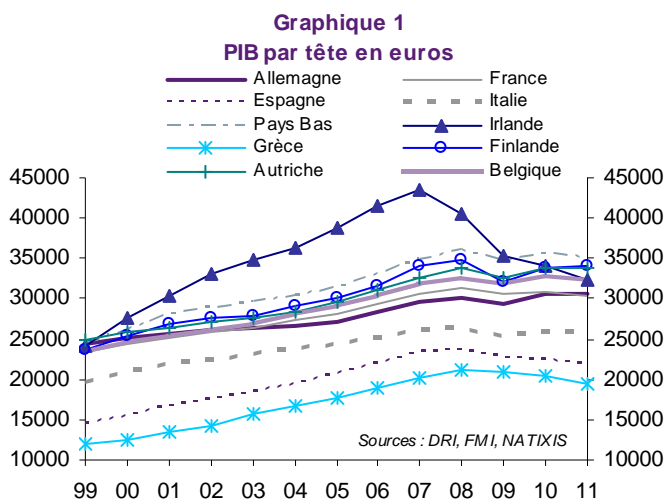
- *l'absence de fédéralisme, alors que les pays se spécialisent en fonction de leurs avantages comparatifs et de leurs dotations en facteurs de production, fera apparaître soit des crises de solvabilité, soit des crises dues à la faiblesse de la croissance, en raison de la contrainte induite d'équilibre extérieur ;*
- *l'absence de « FMI européen » et la présence de 17 émetteurs souverains en l'absence de fédéralisme, donc d'Eurobonds, fera apparaître d'autres crises de liquidité qui ne pourront pas être résolues.*

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Les caractéristiques institutionnelles, présentes et futures, de la zone euro

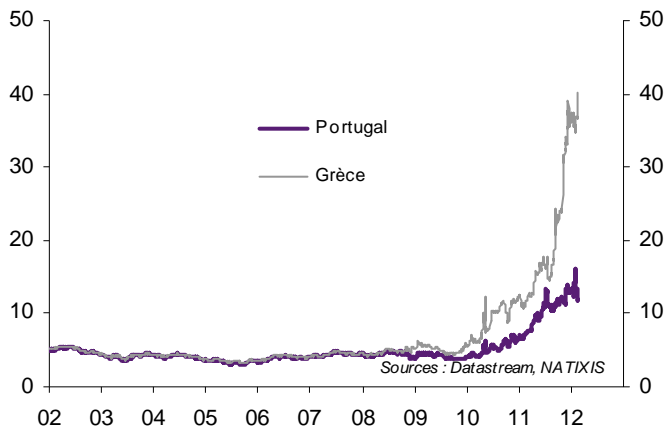
Nous nous intéressons à **deux caractéristiques institutionnelles essentielles de la zone euro** : l'absence de fédéralisme, l'absence de FMI européen.

1. Dès le départ, la zone euro a été conçue comme **une Union Economique et Monétaire sans fédéralisme**, c'est-à-dire :
 - **sans transferts publics entre les pays** assurant une harmonisation du revenu de chaque pays (**graphique 1**) ;
 - **sans impôt commun, sans composante commune de la protection sociale**, ce qui aurait une action contracyclique sur les pays touchés par des chocs asymétriques, spécifiques. Ceci explique par exemple la dégradation des finances publiques de la Grèce (**graphique 2a**) avec la chute de l'activité (**graphique 2b**) ;
 - **sans financement commun des déficits publics** (sans Eurobonds), ce qui explique la dispersion des taux d'intérêt des différents pays (**graphiques 3a/3b/3c**).



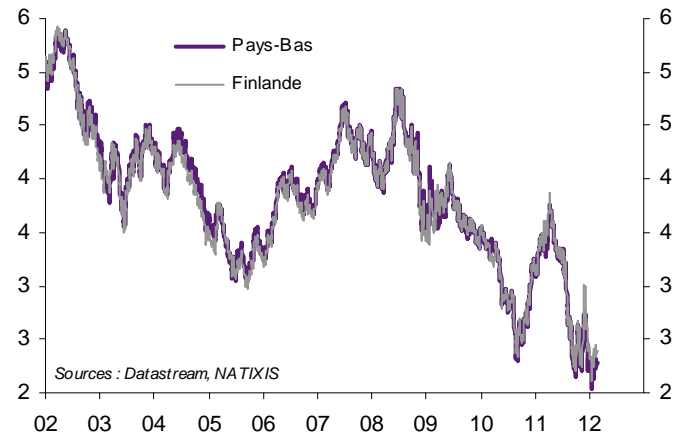
Graphique 3b

Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 3c

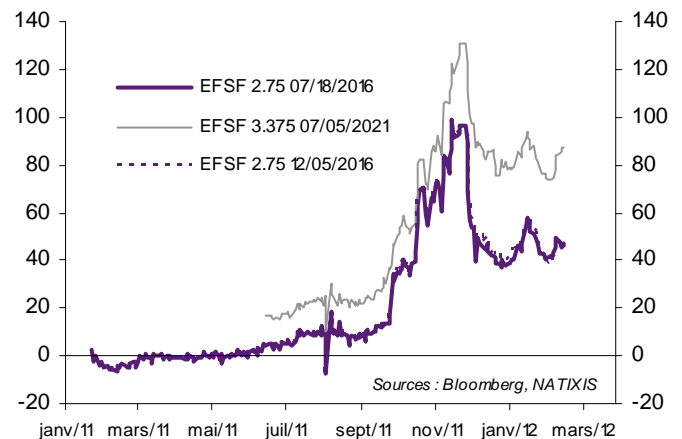
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



2. **Le mécanisme (« firewall ») envisagé pour venir en aide aux pays ayant des difficultés de financement est l'EFSF-ESM, c'est-à-dire un émetteur obligataire, et non, comme le FMI, une institution ayant accès à la création monétaire. Il est très improbable qu'un émetteur obligataire puisse mobiliser rapidement des sommes importantes, ce que seule la création monétaire permet. On voit d'ailleurs que les primes de risque sur l'EFSF-ESM sont déjà larges (graphique 4) alors qu'il a émis moins de 20 Mds €.**

Graphique 4

EFSF : spread de taux contre swap (2011-2012)



Il n'est donc pas prévu qu'il y ait un FMI européen. Ces deux caractéristiques institutionnelles de la zone euro nous paraissent extrêmement dangereuses, et peuvent menacer dans le futur l'existence de l'euro.

Risque de crise de solvabilité ou de crise de croissance

Les pays de la zone euro, avec la disparition du risque de change, se spécialisent en fonction de leurs avantages comparatifs et de leurs dotations en facteurs de production. Les pays qui ont une main-d'œuvre en moyenne moins qualifiée (Espagne, Italie, Portugal, Grèce, **tableau 1**), ou un effort d'innovation insuffisant (Espagne, Italie, Portugal, Grèce, même France, **tableaux 2a/2b**), ou qui ont accumulé un capital par tête faible (Grèce, Portugal, Espagne, **graphique 5**) se spécialisent normalement dans les services et se désindustrialisent.

Tableau 1
Structure de la population active par niveau d'éducation

En %	Allemagne			France			Espagne			Italie		
	Inférieur au 2e cycle du secondaire	2e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaire	Tertiaire	Inférieur au 2e cycle du secondaire	2e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaire	Tertiaire	Inférieur au 2e cycle du secondaire	2e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaire	Tertiaire	Inférieur au 2e cycle du secondaire	2e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaire	Tertiaire
1999	19	58	23	38	40	21	65	14	21	58	33	9
2000	18	58	23	37	41	22	62	16	23	58	33	9
2001	17	59	23	36	41	23	60	16	24	57	33	10
2002	17	60	23	35	41	24	59	17	24	56	34	10
2003	17	59	24	35	41	24	57	18	25	52	38	10
2004	16	59	25	34	41	24	55	19	26	51	37	12
2005	17	59	25	33	41	25	51	21	28	50	38	12
2006	17	59	24	33	41	26	50	21	28	49	38	13
2007	16	60	24	31	42	27	49	22	29	48	39	14
2008	15	60	25	30	43	27	49	22	29	47	39	14
2009	15	59	26	30	41	29	48	22	30	46	40	15

En %	Grèce			Portugal			Pays-Bas		
	Inférieur au 2e cycle du secondaire	2e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaire	Tertiaire	Inférieur au 2e cycle du secondaire	2e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaire	Tertiaire	Inférieur au 2e cycle du secondaire	2e cycle du secondaire et post-secondaire non tertiaire	Tertiaire
1999	52	31	17	81	10	9	45	32	23
2000	51	31	18	81	11	9	35	41	23
2001	50	32	18	80	11	9	35	42	23
2002	48	33	19	80	11	9	32	43	25
2003	47	34	19	77	12	11	31	42	28
2004	44	35	21	75	13	13	29	41	30
2005	43	36	21	74	14	13	28	42	30
2006	41	37	22	72	14	13	28	42	30
2007	40	37	23	73	14	14	27	42	31
2008	39	38	23	72	14	14	27	41	32
2009	39	38	24	70	15	15	27	41	33

Sources : Regards sur l'éducation 2011 (OCDE)

Tableau 2a
Dépenses totales en R&D (en % du PIB)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Allemagne	2,41	2,47	2,47	2,5	2,54	2,5	2,51	2,54	2,53	2,69	2,82	2,82
France	2,16	2,15	2,2	2,24	2,18	2,16	2,11	2,11	2,08	2,12	2,26	2,26
Espagne	0,86	0,91	0,92	0,99	1,05	1,06	1,12	1,2	1,27	1,35	1,39	1,39
Italie	1,02	1,04	1,08	1,12	1,1	1,09	1,09	1,13	1,17	1,21	1,26	1,26
Grèce	0,6	0,59	0,58	0,575	0,57	0,55	0,6	0,59	0,6	0,58	0,57	-
Portugal	0,69	0,73	0,77	0,73	0,71	0,75	0,78	0,99	1,17	1,5	1,64	1,59

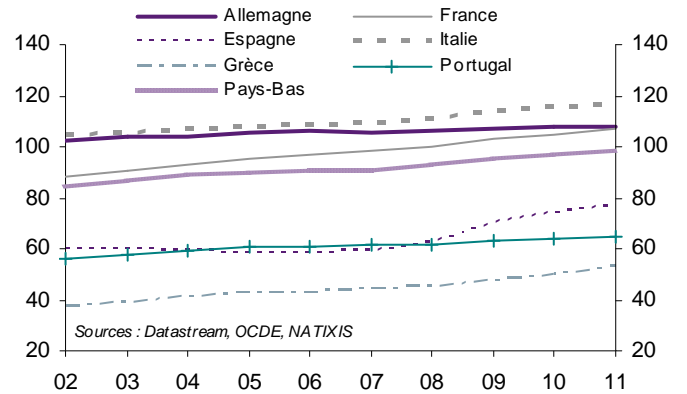
Sources : OCDE, Eurostat

Tableau 2b
Nombre de brevets triadiques (par million d'habitants)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Allemagne	77,82	75,87	75,63	74,22	69,42	69,00	69,84	73,72	73,39	71,13	70,01
France	38,04	37,50	36,93	38,26	36,40	39,11	38,02	39,72	40,45	40,02	39,97
Espagne	2,86	3,73	4,03	4,07	3,91	5,11	5,13	4,98	5,46	5,55	5,59
Italie	13,45	11,47	11,98	11,45	12,13	13,32	12,74	13,26	12,93	12,63	12,36
Grèce	1,04	0,85	0,57	0,85	1,13	0,86	1,37	1,31	1,29	1,21	1,05
Portugal	0,50	0,40	0,60	0,70	0,90	0,65	1,22	1,58	2,33	2,03	2,02

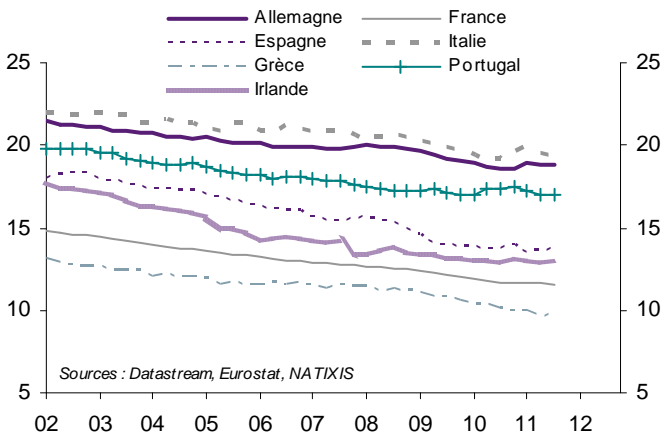
Sources : Principaux indicateurs de la science et de la technologie 2010

Graphique 5
Capital net en volume des entreprises par tête
(en milliers d'euros)

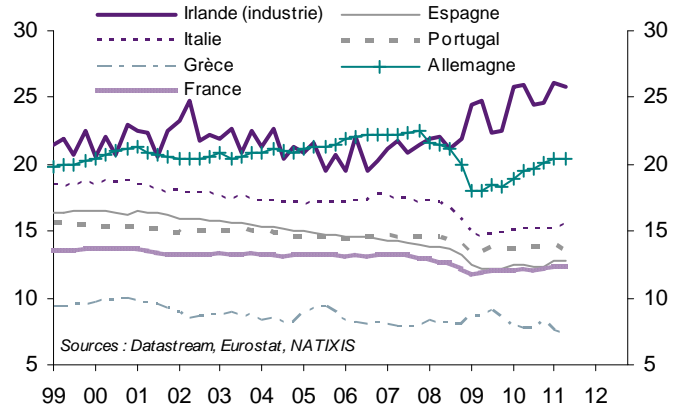


Il est donc parfaitement normal, avec ces écarts entre les avantages comparatifs et les dotations factorielles, d'observer **des écarts importants des structures économiques, avec un certain nombre de pays désindustrialisés** (Espagne, Grèce, France, à un moindre degré Portugal, **graphiques 6a/6b**), donc présentant un déficit extérieur structurel (**graphique 7**). Le cas de l'Irlande est différent, le déficit extérieur venant de l'excès de demande intérieure, pas de la désindustrialisation.

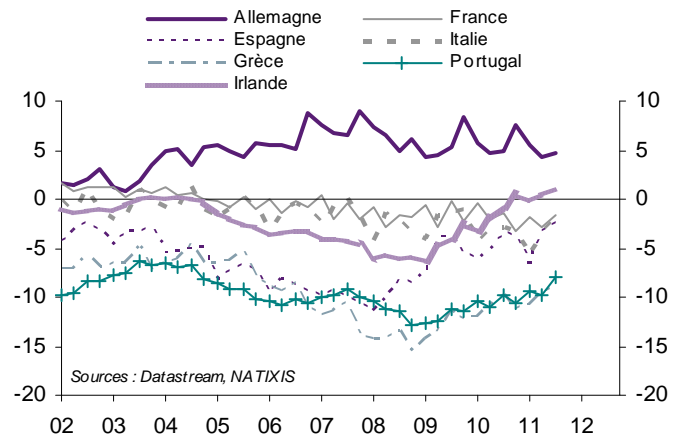
Graphique 6a
Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 6b
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier
(volume, en % du PIB)



Graphique 7
Balance courante (valeur, en % du PIB)



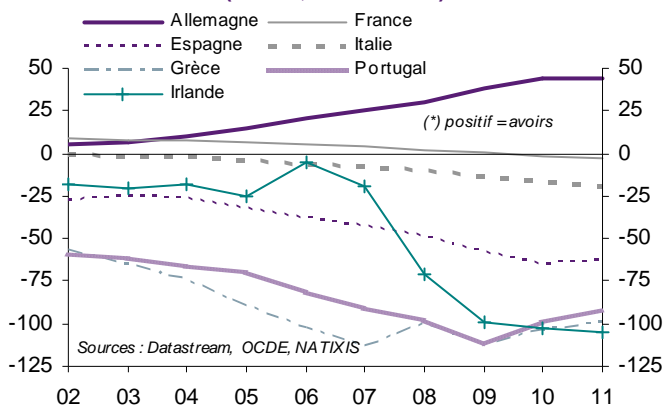
Qu'implique alors l'absence de fédéralisme ?

Les pays qui ont des déficits extérieurs chroniques, en raison de leur spécialisation productive, ont le choix entre deux possibilités :

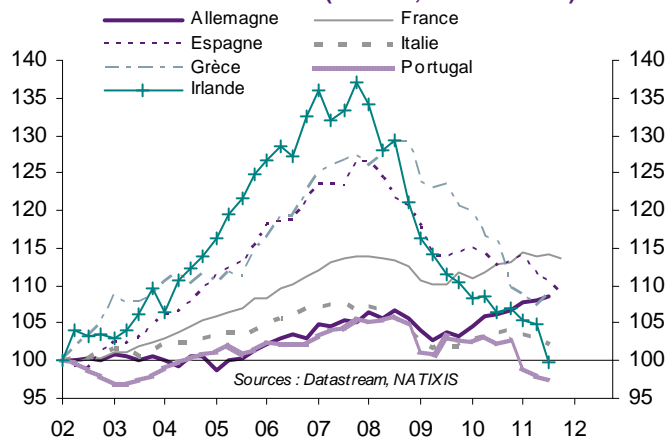
- accumuler continuellement de la dette extérieure (graphique 8, ce qu'on voit pour l'Espagne, la Grèce, le Portugal, l'Irlande), et être confrontés finalement à une crise de solvabilité avec l'excès d'endettement extérieur, ce qu'on vient d'observer ;
- contracter la demande intérieure jusqu'à ce que le déficit extérieur disparaisse pour éviter la crise de solvabilité extrême (graphique 9a), ce qu'on a observé en Irlande, ce qui est en cours en Espagne, en Grèce, au Portugal.

Les pays sont alors confrontés à une crise de faible croissance (graphique 9b), de montée du chômage (graphique 9c).

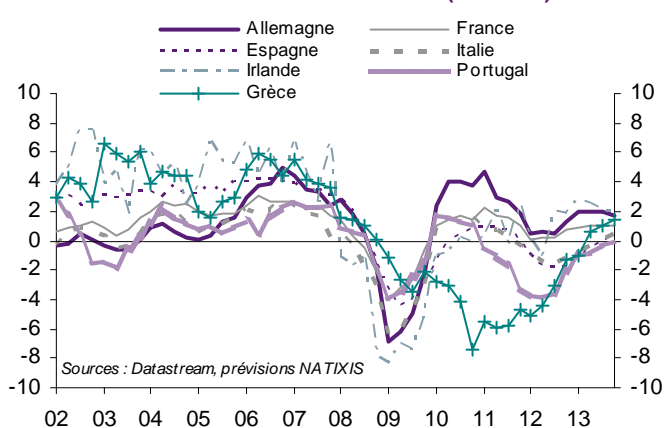
Graphique 8
Actifs ou dettes nets extérieurs*
(valeur, en % du PIB)



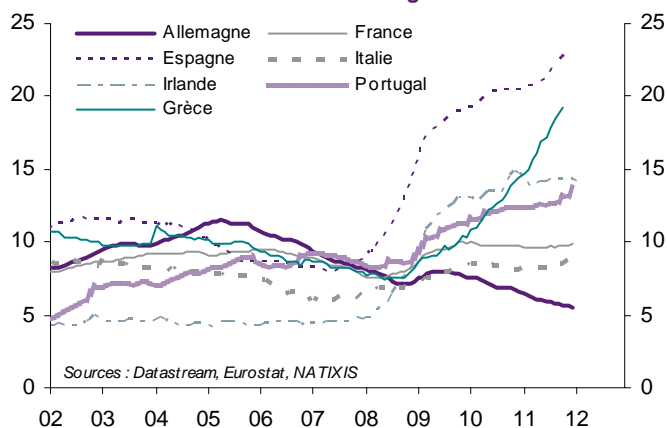
Graphique 9a
Demande intérieure (volume, 100 en 2002:1)



Graphique 9b
Croissance du PIB en volume (GA en %)



Graphique 9c
Taux de chômage



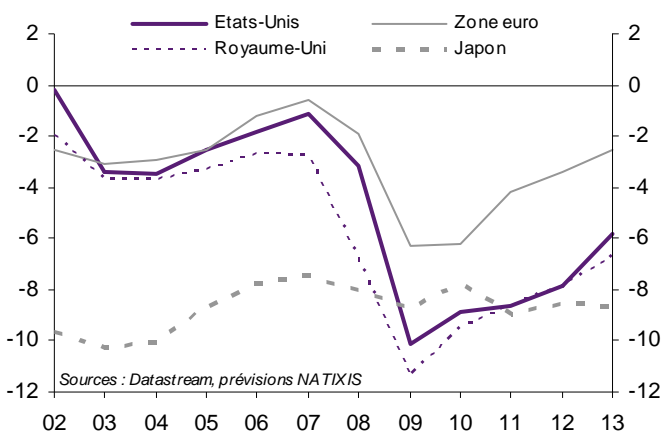
Risque de crise de liquidité

L'absence de fédéralisme interdit qu'il y ait des Eurobonds : chaque pays de la zone euro doit financer séparément son déficit public. **Ceci, bien que le déficit public de la zone euro soit plus faible que celui des Etats-Unis, du Royaume-Uni ou du Japon (graphique 10), fait courir un risque perpétuel de crise de liquidité sur les pays (les Etats, les Trésors) de la zone euro.**

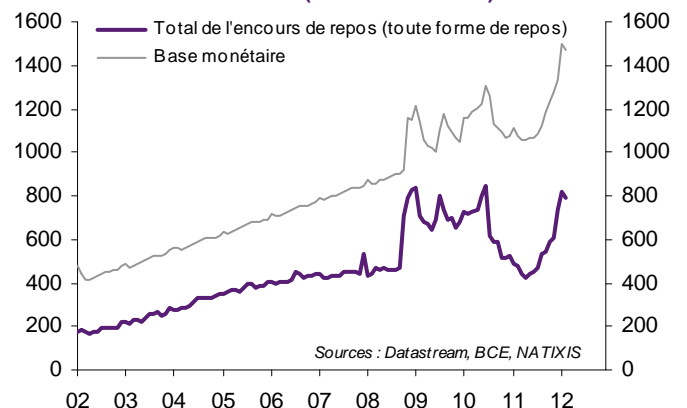
En effet, **les investisseurs peuvent toujours choisir de financer certains pays de la zone euro et pas les autres**, d'où l'écartement des taux d'intérêt sur les dettes publiques (graphiques 3a/3b/3c). **Il faut donc dans la zone euro un mécanisme de réaction aux crises de liquidité, un FMI européen. Nous avons vu plus haut qu'il n'y en avait pas** ; que l'EFSF-ESM, étant un émetteur obligataire sans accès à la création monétaire, ne pouvait pas en être un.

La crise de liquidité qui menaçait l'Italie et l'Espagne a été combattue par l'intervention de la BCE, avec le repo à 3 ans de montant illimité (graphique 11) qui a incité les banques à acheter des titres publics. C'est donc bien la création monétaire, comme le montre l'évolution de la base monétaire (graphique 11) qui a été utilisée pour réagir à une crise de liquidité. Mais on sait que cette piste n'est pas retenue pour le futur, d'où **le risque de crises de liquidité répétées.**

Graphique 10
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 11
Zone euro : encours total de repos et base monétaire (en mds d'euros)



Synthèse : les institutions présentes et prévues pour le futur de la zone euro menacent l'existence de l'euro

Nous l'avons vu :

- **en l'absence de fédéralisme, les pays qui, en raison de leur spécialisation productive doivent normalement avoir un déficit extérieur structurel sont menacés soit d'une crise de solvabilité (excès de dette extérieure pouvant conduire au défaut), soit d'une crise d'absence de croissance (avec la contraction de la demande intérieure visant à faire disparaître le déficit extérieur) ;**
- **en l'absence de fédéralisme, donc d'Eurobonds, et en l'absence d'un FMI européen (d'une institution de lutte contre les crises de liquidité utilisant la création monétaire et non des émissions obligataires), d'autres crises de liquidité sont à craindre.**

Les pays atteints par des crises de solvabilité ou par la hausse du chômage, atteints par des crises de liquidité à répétition, finiront par penser que l'euro n'est pas une solution attrayante.