

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

20 avril 2016 – N°434

Sans une forte mobilité des capitaux entre pays (régions), une Union Monétaire ne sert à rien et même est nuisible : c'est la situation présente de la zone euro

Nous allons bien sûr prendre l'exemple de la zone euro. Une Union Monétaire, du point de vue macroéconomique, est uniquement une source d'ennuis : il y a une seule politique monétaire pour les membres qui peuvent être dans des situations différentes ; la disparition du risque de change conduit à ce que les avantages comparatifs des pays peuvent être complètement exploités : il en résulte des spécialisations productives de plus en plus différentes et une hétérogénéité des pays et de leurs niveaux de vie de plus en plus grande ; il faut coordonner les politiques économiques (budgétaires, fiscales, salariales) qui avant l'unification monétaire étaient indépendantes.

L'intérêt d'une Union Monétaire vient de ce que, avec la disparition du risque de change, l'épargne domestique de tous les pays est utilisée pour financer les projets d'investissements les plus rentables quelle que soit leur localisation à l'intérieur de l'Union Monétaire.

Mais si la mobilité des capitaux entre les pays de l'Union Monétaire disparaît, comme c'est le cas dans la zone euro depuis 2008-2009, cet avantage de l'Union Monétaire en termes d'allocation efficace de l'épargne disparaît, et il ne subsiste que les inconvénients macroéconomiques. Une Union Monétaire sans mobilité interne forte des capitaux, comme c'est le cas aujourd'hui de la zone euro, est donc inutile et même nuisible. Il est donc très urgent de rétablir la mobilité interne des capitaux dans la zone euro, donc une confiance suffisante des épargnants des pays de la zone euro à excédent d'épargne (Allemagne, Pays-Bas) dans les autres pays de la zone euro pour qu'ils acceptent d'y investir leur épargne.

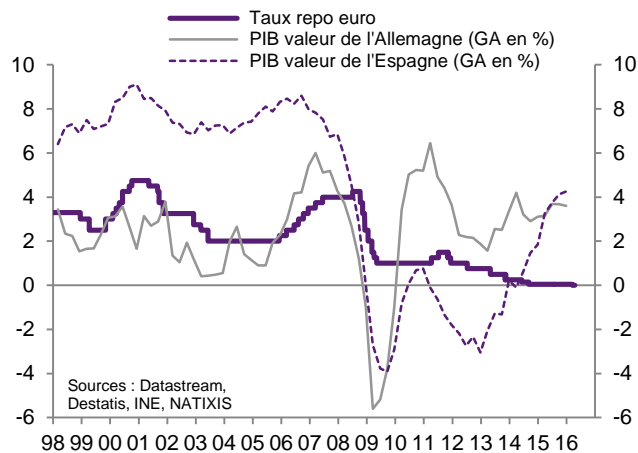
Rédacteur :
Patrick ARTUS

L'Unification Monétaire est uniquement une source d'ennuis du point de vue macroéconomique

Nous prenons bien sûr l'exemple de la zone euro. Il faut comprendre que l'unification monétaire n'est qu'une source d'ennuis du point de vue macroéconomique :

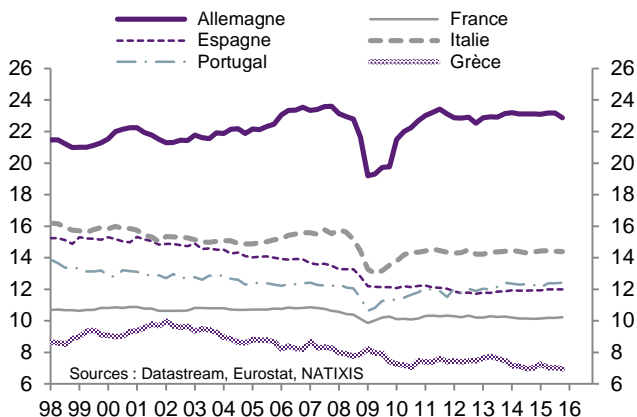
(1) il ne reste plus qu'une seule politique monétaire pour les pays membres qui peuvent être dans des situations économiques différentes. Prenons par exemple les cas de l'Allemagne et de l'Espagne. Avant la crise de 2008, les taux d'intérêt de la BCE étaient trop élevés pour l'Allemagne et trop faibles pour l'Espagne ; de 2010 à 2014, ça a été l'inverse avec le redressement de l'économie allemande et la crise en Espagne (graphique 1).

Graphique 1
Taux repo euro et PIB valeur

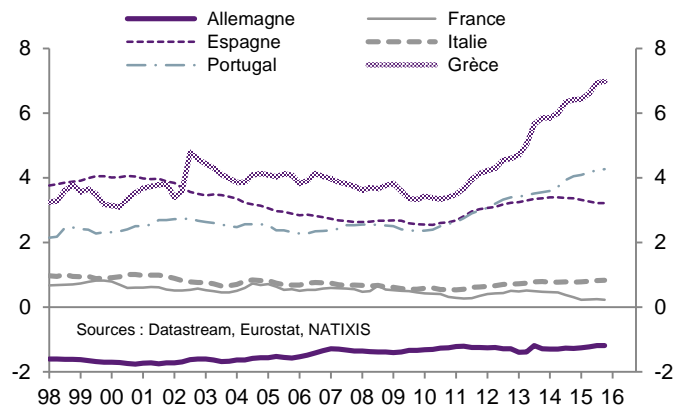


(2) La disparition du risque de change permet aux pays d'exploiter complètement leurs avantages comparatifs ; ceci conduit à des spécialisations productives différentes (les graphiques 2 a/b montrent pour quelques pays de la zone euro par exemple le poids de l'industrie et le poids du tourisme), ce qui conduit à des niveaux de sophistication de l'économie, de qualification des emplois différents, et à une hétérogénéité croissante des niveaux de revenu avec l'appauvrissement relatif des pays qui se spécialisent en milieu-bas de gamme (graphique 3).

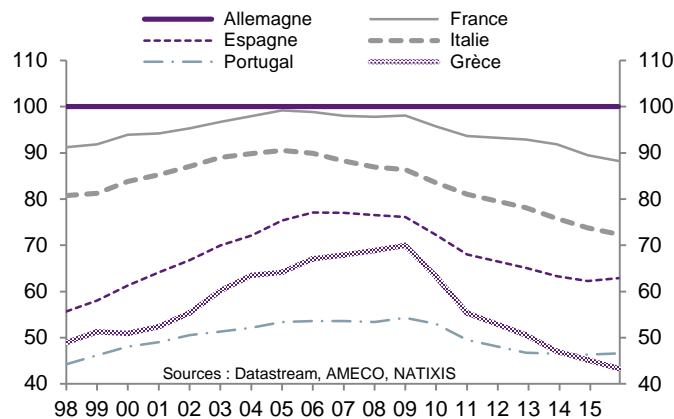
Graphique 2a
Valeur ajoutée de l'industrie manufacturière (volume, en % du PIB volume)



Graphique 2b
Balance commerciale du tourisme (en % du PIB valeur)

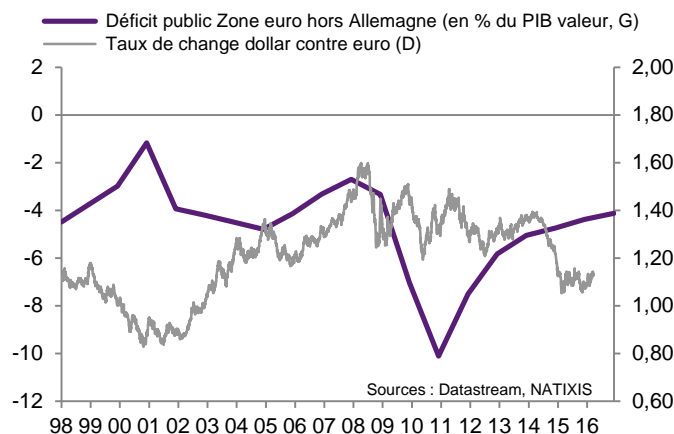


Graphique 3
PIB par habitant en €
(en % du PIB par habitant de l'Allemagne)

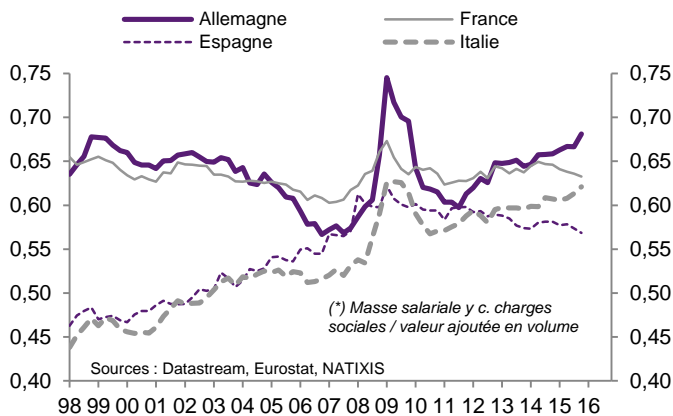


(3) L'unification monétaire nécessite de coordonner de nombreuses politiques économiques entre les pays de l'union, alors que ces politiques étaient indépendantes, autonomes, auparavant. Ceci concerne les politiques budgétaires (si un pays de la zone euro a un déficit budgétaire excessif, ceci a un effet sur les taux d'intérêt et le taux de change de l'euro, comme on l'a vu avec la crise de la zone euro en 2011-2012, **graphique 4**) ; ceci concerne aussi les politiques salariales et fiscales, qui influencent la compétitivité du pays donc ont un effet sur les autres pays. Cette coordination nécessaire n'est pourtant pas encore appliquée, comme le montre la forte amélioration de la compétitivité-coût de l'Espagne depuis 2010 qui permet à l'Espagne de faire repartir son investissement, ses exportations, son emploi largement au détriment des autres pays de la zone euro (**graphiques 5 a/b**).

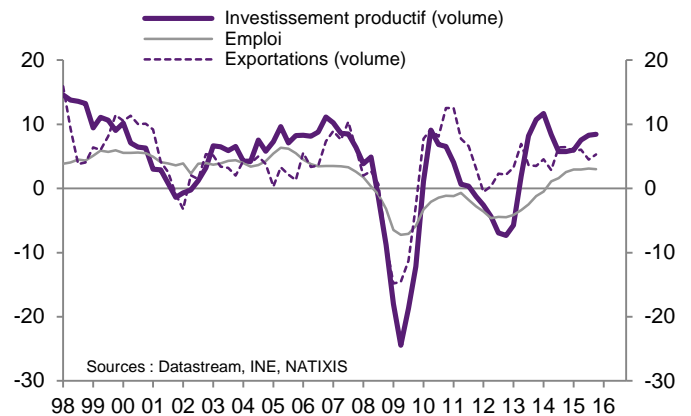
Graphique 4
Zone euro : déficit public et
taux de change avec le dollar



Graphique 5a
Niveau du coût salarial unitaire dans l'industrie manufacturière



Graphique 5b
Espagne : investissement productif, emploi et exportations (GA en %)



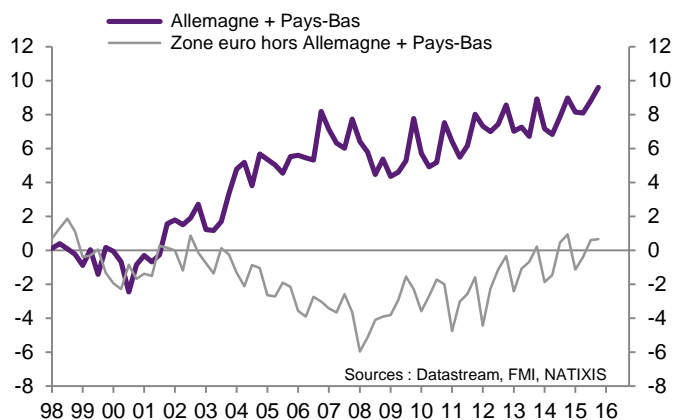
L'intérêt de l'unification monétaire est de permettre une allocation efficace de l'épargne

L'unification monétaire a donc de multiples inconvénients du point de vue macroéconomique. Son intérêt est de permettre une allocation efficace de l'épargne à l'intérieur de l'Union Monétaire. Avec la disparition du risque de change, l'épargne circule en effet librement, et l'épargne de chacun des pays membres peut financer les projets d'investissement efficaces dans les autres pays, d'où une hausse de l'efficacité de l'utilisation de l'épargne.

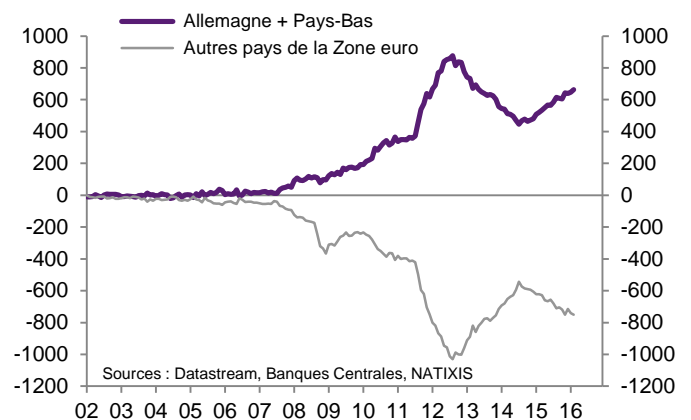
Mais cet intérêt de l'unification monétaire a disparu dans la zone euro avec la crise de 2008-2009 : à partir de cette date, les pays à excédent d'épargne (Allemagne et Pays-Bas) refusent de prêter leur épargne aux pays à insuffisance d'épargne. Ceci se voit à ce que ces pays ont dû faire disparaître leur déficit extérieur, qui n'était plus finançable (graphique 6), à la taille importante des positions Target 2 (graphique 7) qui révèlent la segmentation des marchés interbancaires.

La mobilité des capitaux est donc devenue très faible depuis 2008-2009 à l'intérieur de la zone euro.

Graphique 6
Balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 7
Position Target 2 des Banques Centrales (en Mds d'€)



**Synthèse :
aujourd'hui, la zone
euro ne sert à rien et
est même nuisible**

La zone euro subit les inconvénients macroéconomiques de l'unification monétaire (unicité de la politique monétaire, hétérogénéité croissante des pays et de leur niveau de revenu, nécessité de coordonner les politiques économiques) **et ne profite plus de ses avantages puisque, avec la disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, l'épargne n'y est plus utilisée efficacement.**

Il est donc urgent de rétablir la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, c'est-à-dire une confiance suffisante des pays à excédent d'épargne (Allemagne, Pays-Bas) dans les autres pays de la zone euro pour qu'ils acceptent d'y investir leur épargne.

Il s'agit d'une confiance dans la solvabilité de ces pays, dans la solidité de leurs banques, dans la rentabilité de leurs projets d'investissement, d'où l'importance d'éviter les dérives budgétaires, d'avoir des banques suffisamment capitalisées, de faire dans certains cas valider les projets d'investissement par une expertise extérieure (comme dans le cas du plan Juncker).