

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

26 mai 2010 – N° 265

Peut-on envisager une « explosion » de l'euro ?

Beaucoup d'investisseurs se demandent s'il peut y avoir une « explosion de la zone euro », si non à court terme, du moins à moyen terme. Des personnalités comme P. Volcker ou P. Krugman défendent en permanence cette thèse.

L'idée est connue : les pays de la zone euro connaissent une hétérogénéité croissante due à leur spécialisation productive, et rien, dans les institutions présentes de la zone euro, ne vient corriger cette hétérogénéité.

En l'absence de fédéralisme, il en résulte une divergence des niveaux de vie, insupportable politiquement et socialement, qui finit par conduire à l'explosion de l'euro.

Le point de départ est correct : l'exploitation des avantages comparatifs conduit à l'hétérogénéité croissante, et rien n'est prévu pour la corriger. On peut penser que mettre en place des mécanismes de solidarité institutionnelle (transferts des régions riches vers les régions pauvres de la zone euro) sera très difficile.

Mais le point d'arrivée est beaucoup moins clair : la sortie de l'euro, décidée par un pays, lui apporte de la croissance par la dépréciation du change, mais cet apport est faible si le pays est devenu peu industriel. Elle conduit à une hausse des taux et à un problème massif pour les emprunteurs en euros du pays (que la dette en euro soit convertie ou non).

La situation est donc très différente de celle de l'explosion du Système Monétaire Européen en 1992-93, où l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni avaient bénéficié à la fois de la dépréciation du change et de la baisse des taux d'intérêt. Aujourd'hui, l'effet net d'une sortie de l'euro sur la croissance serait incertain, et il serait probablement négatif.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Patrick ARTUS

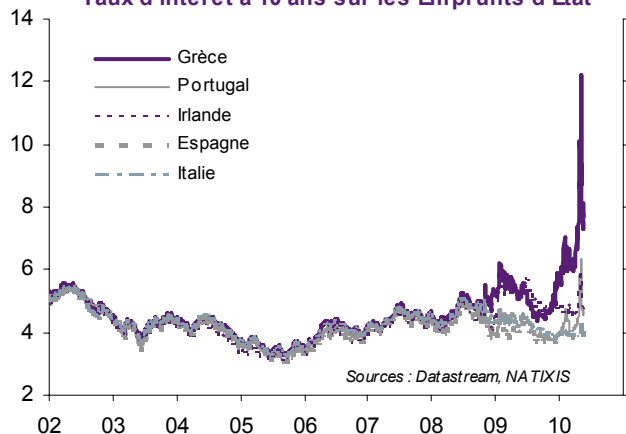
La théorie de l'explosion de la zone euro est à la mode

Les médias, les banques, et des économistes ou des banquiers centraux de renom (P. Volcker, P. Krugman) défendent **la thèse de l'explosion de la zone euro**.

A court terme, la question n'est plus intéressante : le programme d'achats de titres publics par la BCE et le programme de prêts des Etats et du FMI exclut le défaut de paiement d'un pays de la zone euro, et a corrigé fortement à la baisse, depuis le 10 mai 2010, les taux d'intérêt sur les dettes publiques concernées (**graphiques 1a/b**).

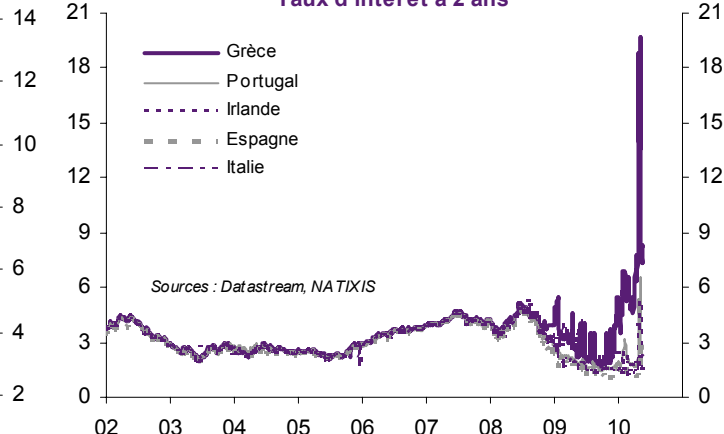
Graphique 1a

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



Graphique 1b

Taux d'intérêt à 2 ans



La question reste intéressante à long terme : la soutenabilité de l'euro en face de l'hétérogénéité croissante des économies des pays de la zone euro est une question pertinente. C'est celle qui est posée par les défenseurs « intelligents » de la thèse de l'explosion de la zone euro.

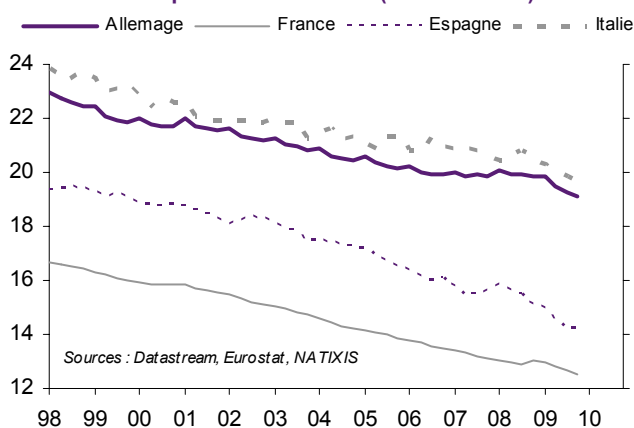
L'idée de base : hétérogénéité croissante de la zone euro

Pour simplifier, nous allons nous limiter à l'analyse des quatre plus grands pays de la zone euro : Allemagne, France, Espagne, Italie.

L'hétérogénéité croissante des économies de ces pays vient de ce qu'ils font des choix de spécialisation productive très différents ; poids différents de l'industrie (**graphique 2a**), du secteur de la construction avant la crise (**graphique 2b**) ; progressions différentes de la taille des services domestiques (distributions, services aux particuliers, transports, hôtel, restaurations, loisirs, **graphique 2c**) ; du fait de ces choix différents, capacités différentes à exporter (**graphiques 3a/b**).

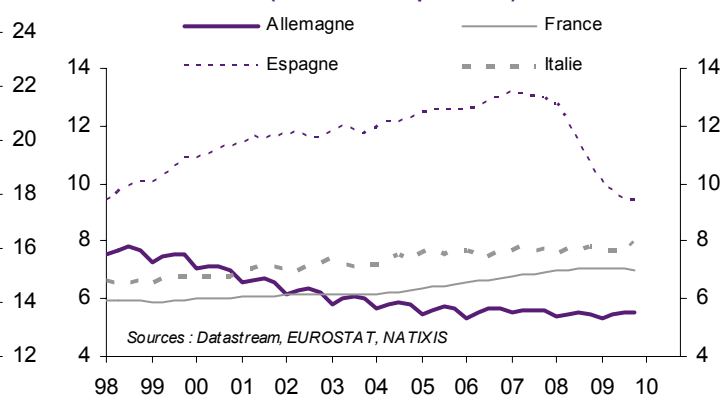
Graphique 2a

Emploi manufacturier (en % du total)

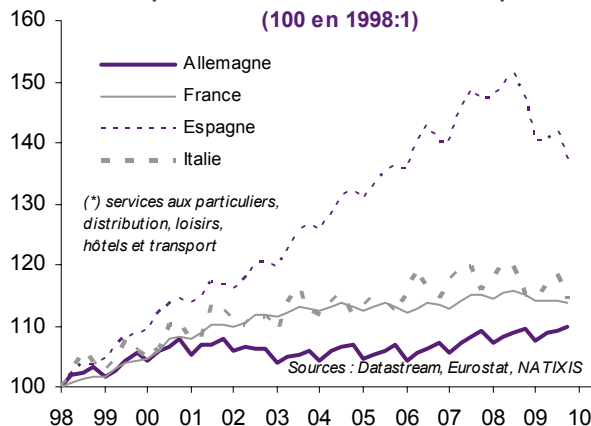


Graphique 2b

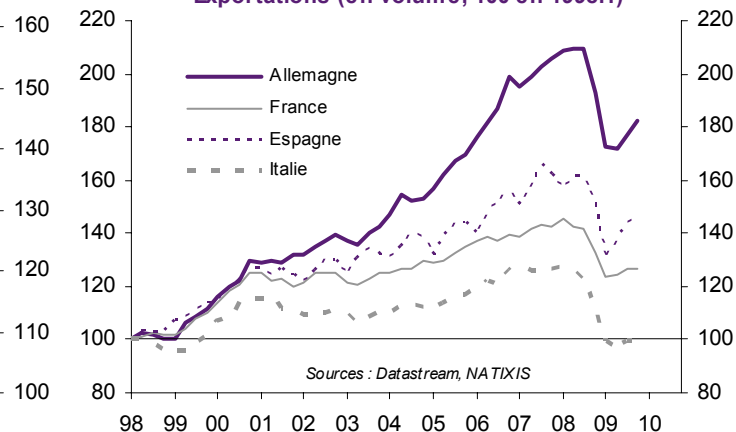
Emploi dans la construction (en % de l'emploi total)



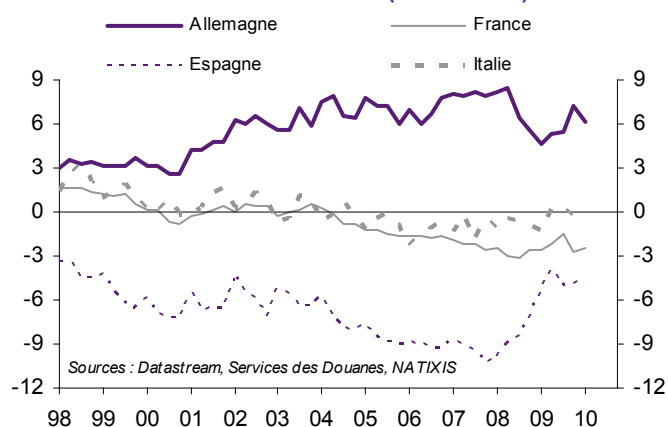
Graphique 2c
Emploi dans les services domestiques*
(100 en 1998:1)



Graphique 3a
Exportations (en volume, 100 en 1998:1)



Graphique 3b
Balance commerciale (en % du PIB)

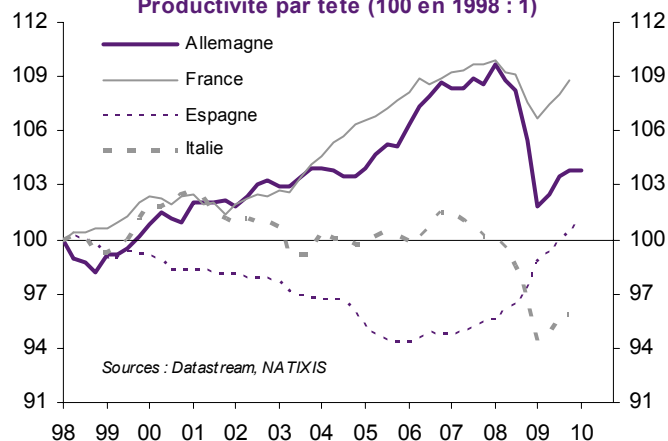


On voit s'opposer une spécialisation industrielle (Allemagne) et une spécialisation dans la construction et les services domestiques (Espagne).

Cette spécialisation productive différente selon les pays est une conséquence normale de l'exploitation des avantages comparatifs qui apparaît dans une Union Economique et Monétaire avec la libre circulation des biens et la disparition du risque de change.

Elle conduit évidemment à **des différences fortes entre les gains tendanciels de productivité (graphique 4) donc les croissances potentielles des différents pays de la zone euro.**

Graphique 4
Productivité par tête (100 en 1998 : 1)



L'argument fondamental de ceux qui annoncent l'explosion à moyen terme de l'euro est donc correct : la zone euro va connaître une divergence croissante des trajectoires des différents pays due à leur spécialisation productive.

Ceci va amener une divergence des niveaux de vie, qui ne sera pas corrigée en l'absence de fédéralisme (absence de transferts publics automatiques ou organisés entre les pays riches et les pays pauvres) **et de mobilité forte du travail.**

La probabilité que la zone euro adopte une structure fédérale, avec des transferts publics des régions à revenu élevé vers les régions à revenu plus faible est réduite. Ce qui a été mis en place le 10 mai 2010 est **une solidarité en cas de crise, pas une solidarité permanente institutionnalisée.**

La conclusion des tenants de l'explosion de l'euro est donc simple une divergence des revenus entre les pays non compensée par de la redistribution (donc de la solidarité, du fédéralisme) ne peut aboutir qu'à la fin de l'euro.

Première partie de l'analyse juste, conclusion hâtive

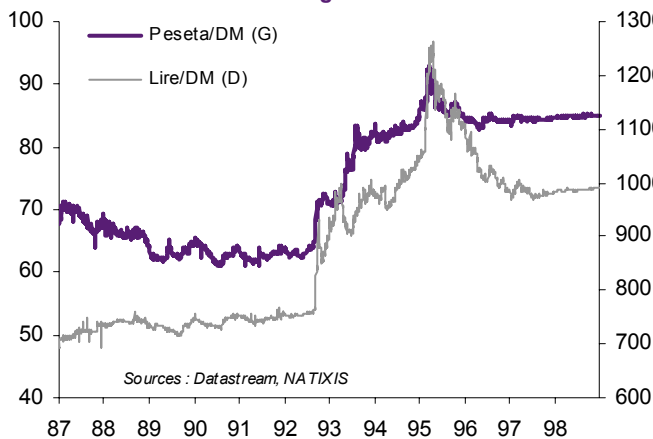
Il est tout à fait juste que la zone euro, si des mécanismes fédéralistes (une solidarité institutionnalisée) ne sont pas mis en œuvre, va connaître une divergence des niveaux de vie des pays membres.

Faut-il en conclure qu'il y aura explosion de l'euro ?

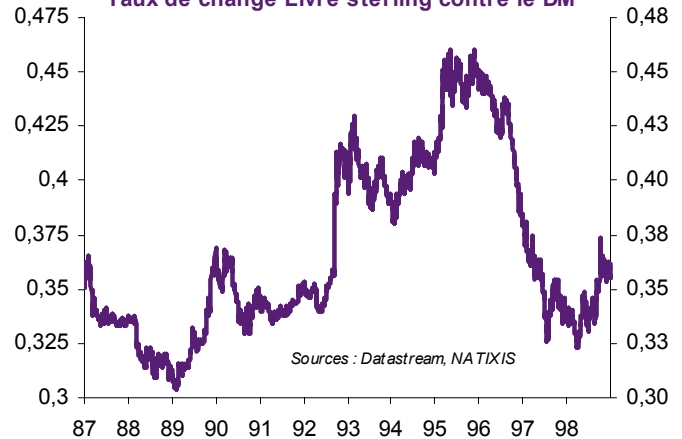
L'explosion de l'euro viendrait de pays en difficulté jugeant que quitter la zone euro améliorerait leur situation économique et sociale.

On se rappelle **l'explosion du Système Monétaire Européen (SME) en 1992-93** : la sortie du SME (**graphiques 5a/b**) était une réaction à la dégradation de la balance commerciale (**graphique 5c**) et de l'économie (**graphique 5d**) qui impliquait pour l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni la stabilisation de leurs devises vis-à-vis du mark allemand.

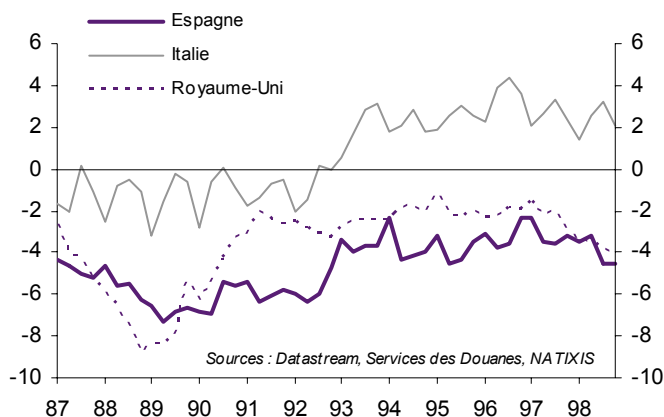
Graphique 5a
Taux de change contre le DM



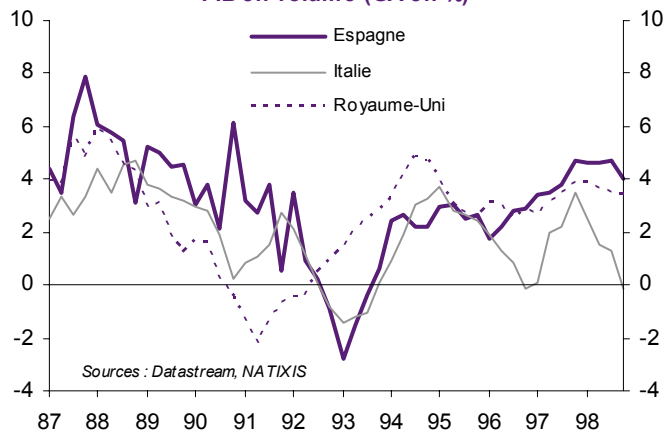
Graphique 5b
Taux de change Livre sterling contre le DM



Graphique 5c
Balance commerciale (en % du PIB)



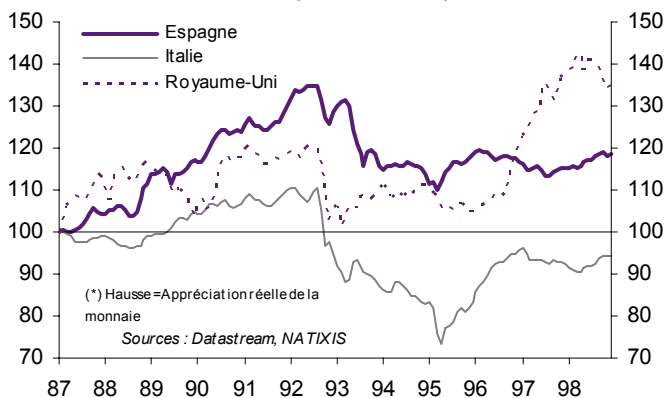
Graphique 5d
PIB en volume (GA en %)



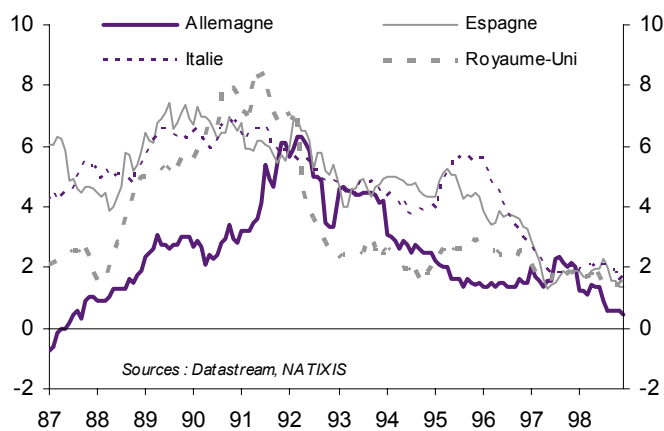
L'Espagne, l'Italie et le Royaume-Uni souffraient en effet à la fois :

- **de la surévaluation réelle de leur devise**, due à l'ancrage au mark alors qu'ils avaient encore des taux d'inflation très supérieurs à ceux de l'Allemagne (graphiques 6a/b) ;
- **des taux d'intérêt élevés qu'ils devaient maintenir pour stabiliser leur taux de change vis-à-vis du mark** surtout après la hausse des taux allemands après la réunification (graphique 7).

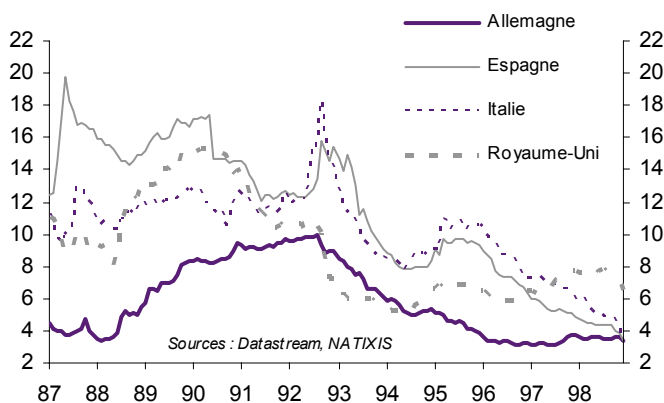
Graphique 6a
Taux de change effectif réel déflaté par les coûts* (100 en 1987:1)



Graphique 6b
Inflation (CPI, GA en %)

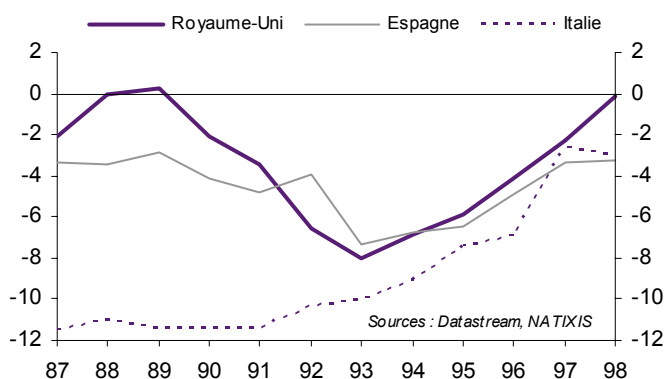


Graphique 7
Taux d'intérêt 3 mois

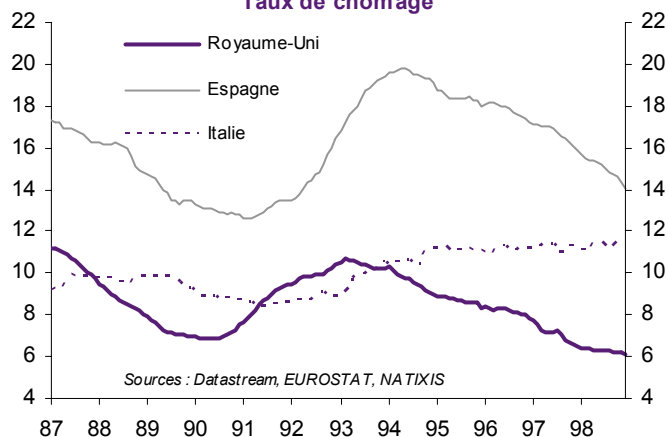


La sortie du Système Monétaire Européen en 1992-93 a donc permis à l'Espagne, à l'Italie, au Royaume-Uni de bénéficier à la fois d'une dépréciation réelle forte du taux de change et d'une baisse forte des taux d'intérêt, d'où amélioration de la balance commerciale (**graphiques 5c**, plus haut), reprise de la croissance (**graphique 5d**, plus haut), réduction des déficits publics (**graphique 8a**), baisse du chômage (**graphique 8b**), baisse de l'épargne des ménages (**graphique 8c**) avec les politiques monétaires plus expansionnistes.

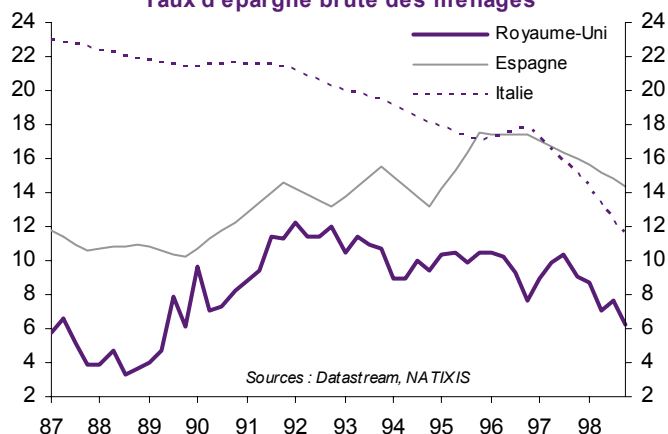
Graphique 8a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 8b
Taux de chômage



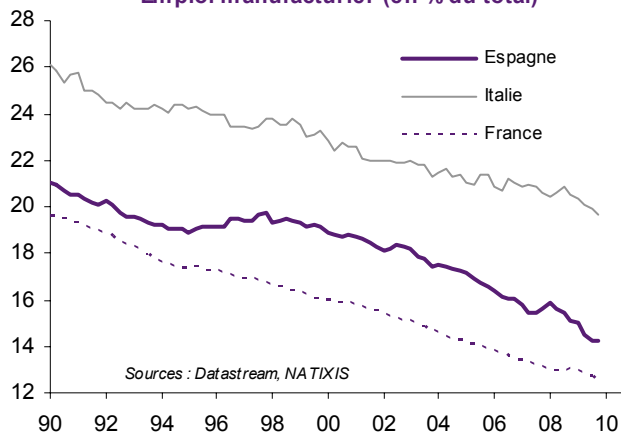
Graphique 8c
Taux d'épargne brute des ménages



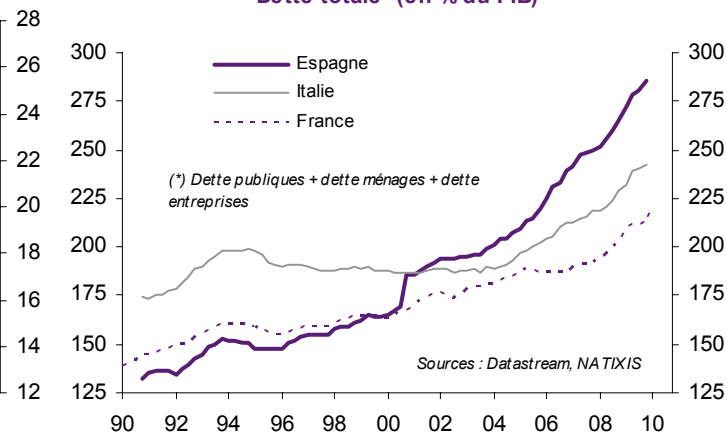
Mais aujourd'hui, la situation dans la zone euro serait différente :

- les pays se sont beaucoup désindustrialisés depuis le début des années 1990 (graphique 9), ce qui rend le gain en compétitivité prix avec la dévaluation moins utile. Une économie de services a plutôt besoin d'une monnaie forte pour importer à prix bas les produits manufacturés qu'elle ne fabrique plus ;
- les pays ont des dettes totales (publiques et privées) en euros très élevées (graphique 10).

Graphique 9
Emploi manufacturier (en % du total)



Graphique 10
Dettes totale* (en % du PIB)



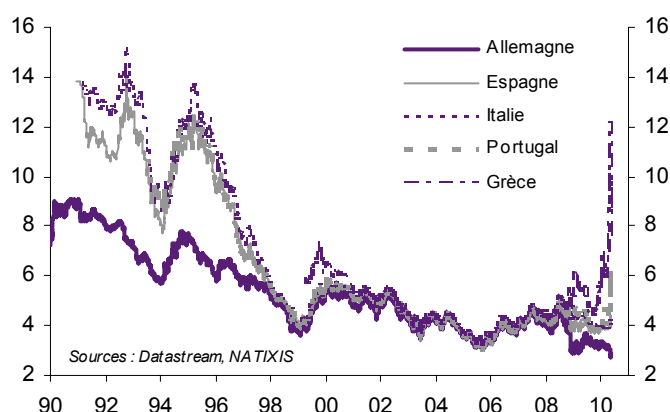
La sortie de l'euro et la dévaluation induite de la monnaie nationale recréée :

- soit rendent insupportable le niveau de dette en euros si elle n'est pas convertie en monnaie nationale, avec la dépréciation du change ;
- soit la rendent insupportable aussi si elle est convertie en monnaie nationale, avec la hausse des taux d'intérêt (voir ci-dessous).

La sortie de l'euro pour un pays de la zone euro impliquerait probablement le défaut sur sa dette publique et ses dettes privées :

- le Système Monétaire Européen, de 1987 à 1992, était une machine à pousser à la hausse les taux d'intérêt des pays autres que l'Allemagne, qui devaient lier leur monnaie au mark (graphique 7, plus haut) ; la zone euro est une machine à pousser à la baisse les taux d'intérêt des pays autres que l'Allemagne, même aujourd'hui (graphique 11), avec la crédibilité de la BCE et la solidarité en cas de crise.

Graphique 11
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



La sortie de la zone euro donnerait donc au pays qui la demanderait :

- un gain plus faible que dans le passé dû à l'avantage de compétitivité ;
- un risque majeur de défaut sur les dettes publiques et privées ;
- une forte hausse des taux d'intérêt

le bilan est probablement négatif.

**Synthèse : explosion
de l'euro : une analyse
juste, une conclusion
fausse**

Le point de départ de ceux qui pensent que l'euro va exploser est juste : la spécialisation productive et les avantages comparatifs différents des pays conduisent **à une divergence des trajectoires de croissance**, insupportable à long terme.

Mais les pays qui sortiraient alors de la zone euro aggraverait leur situation : s'ils sont désindustrialisés, la dépréciation de l'euro les aide peu ; la présence de fortes dettes en euros générerait un risque majeur de défaut pour les emprunteurs publics et privés ; il y aurait forte hausse des taux d'intérêt (et non forte baisse comme en 1992 avec l'explosion du Système Monétaire Européen).

Si les gouvernements des pays en croissance faible sont rationnels, ils essaieront alors d'améliorer leur situation par d'autres armes que la sortie de l'euro : concurrence fiscale et réglementaire par exemple.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne accepte d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA