

Flash Economie

6 novembre 2018 - 1261

Le problème central de la zone euro : l'effet au total négatif de la disparition du risque de change

L'unification monétaire a comme effet essentiel de faire disparaître le risque de change. On attend normalement de cette disparition des effets très positifs, mais, au total, ce n'est pas le cas dans la zone euro :

- la disparition du risque de change a accentué la spécialisation productive des pays, ce qui est globalement favorable, mais a aussi accru l'hétérogénéité de revenu entre les pays de la zone euro ;
- elle n'a pas eu l'effet positif attendu sur les échanges entre les pays de la zone euro ;
- elle n'a pas favorisé la diversification de portefeuille et la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

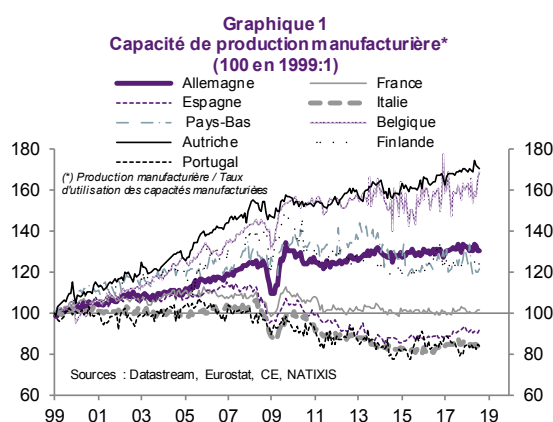
www.research.natixis.com

Spécialisation productive et inégalités de revenu

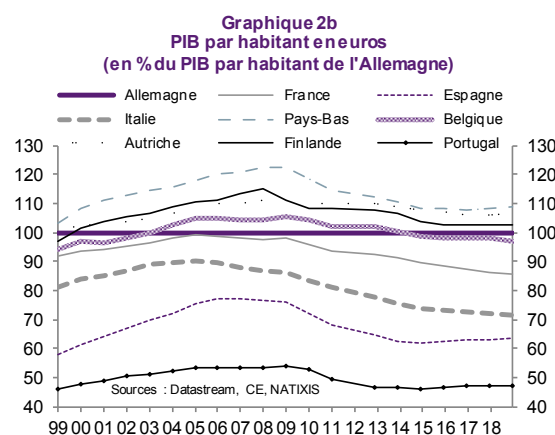
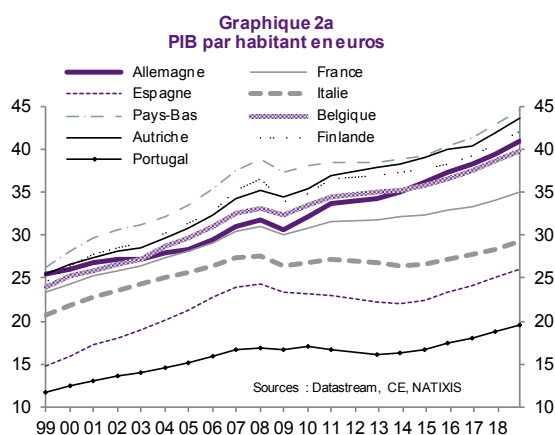
L'unification monétaire a bien entendu fait disparaître le risque de change entre les pays de la zone euro. On attend d'habitude des effets très positifs de la disparition du risque de change. Qu'en est-il dans la zone euro ?

Comme on s'y attend normalement, la disparition du risque de change facilite la spécialisation productive des pays, puisqu'il devient possible de fabriquer dans un pays pour vendre dans les autres pays.

On voit par exemple la divergence des capacités de production de l'industrie depuis la création de l'euro (graphique 1).



L'exportation des avantages comparatifs et la spécialisation productive sont globalement favorables, mais l'hétérogénéité des spécialisations productives a conduit à l'hétérogénéité des niveaux de revenu des pays de la zone euro (graphiques 2a/b).

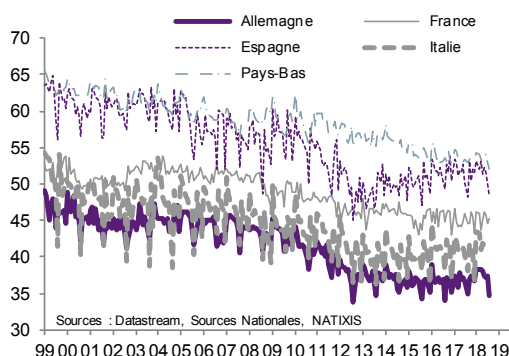


Faible développement des échanges commerciaux entre les pays de la zone euro

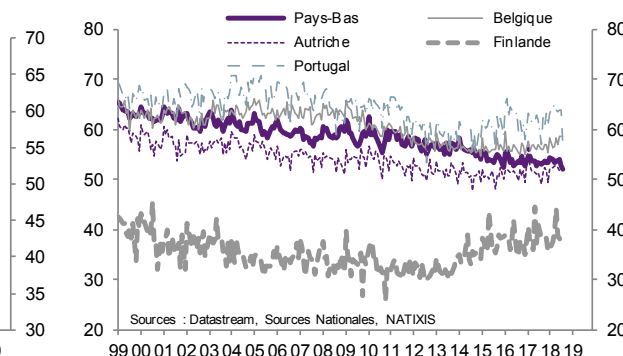
La disparition du risque de change doit normalement développer les échanges commerciaux entre les pays de la zone euro.

Les graphiques 3a/b montrent que le poids de la zone euro dans les exportations des pays de la zone euro n'a augmenté depuis la création de l'euro dans aucun pays de la zone euro.

Graphique 3a
Exportations vers la Zone euro (en % des exportations totales du Pays)



Graphique 3b
Exportations vers la Zone euro (en % des exportations totales du Pays)



Pas de diversification de portefeuille ou de mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro

On attend d'habitude de la disparition du risque de change un des effets plus favorables de l'unification monétaire : **la diversification des portefeuilles entre les actifs des différents pays de l'Union Monétaire, une forte mobilité des capitaux entre ces pays** qui permet d'utiliser l'épargne pour financer les investissements les plus efficaces, où qu'ils se trouvent à l'intérieur de l'Union Monétaire.

Or, on observe aujourd'hui dans la zone euro :

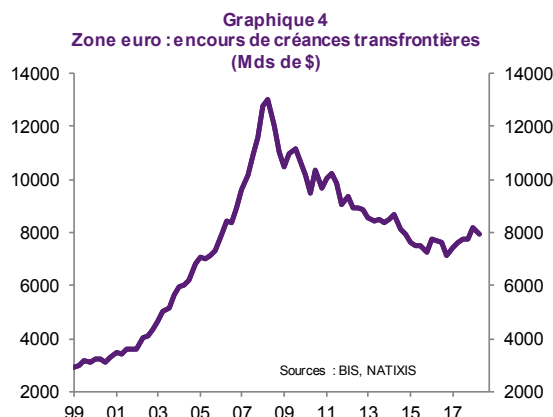
- **une faible diversification de portefeuilles** : les banques par exemple détiennent essentiellement les dettes publiques de leur pays (**tableau 1**) ; le niveau des créances transfrontières de la zone euro a reculé depuis 10 ans (**graphique 4**) ;

Tableau 1 : Dettes souveraines* détenues par les banques des pays de la zone euro (en Mds d'euro)

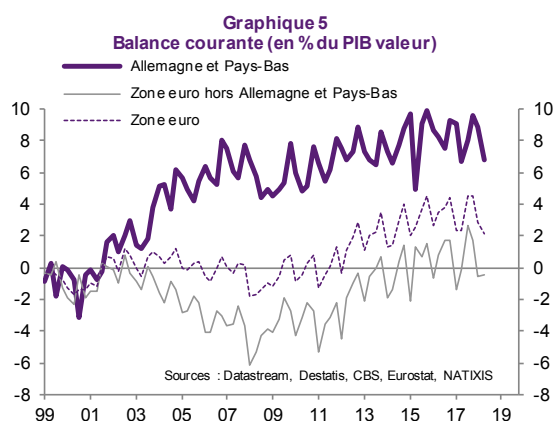
Banques -->	Autriche	Belgique	Allemagne	Espagne	Finlande	France	Irlande	Italie	Pays-Bas
Dettes souveraines									
Autriche	9,77	0,45	6,31	0,02	0,11	6,85	0,03	13,03	5,58
Belgique	0,17	48,31	5,17	0,25	0,11	27,43	0,43	0,99	17,07
Chypre	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estonie	0,00	0,00	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,21	0,05	3,74	0,18	0,92	2,45	0,06	0,23	5,69
France	0,72	4,38	13,89	2,15	0,10	272,86	1,23	8,94	15,73
Allemagne	1,03	0,16	217,53	0,00	2,17	17,19	0,21	33,09	24,76
Grèce	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Irlande	0,21	0,91	1,62	0,00	0,00	1,72	19,28	0,21	0,01
Italie	1,14	4,93	14,70	24,73	0,00	30,47	1,48	171,95	4,31
Lettonie	0,02	0,02	0,26	0,00	0,00	0,01	0,00	0,05	0,00
Lituanie	0,02	0,01	0,33	0,01	0,02	0,07	0,00	0,07	0,00
Luxembourg	0,01	0,01	3,14	0,00	0,00	0,48	0,00	0,05	0,36
Malte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	0,49	0,24	9,03	0,52	1,22	8,38	0,39	0,88	76,02
Portugal	0,21	0,26	2,02	12,45	0,00	2,73	0,15	0,15	0,00
Slovaquie	7,41	2,58	0,37	0,00	0,00	0,43	0,05	2,85	0,14
Slovénie	0,32	0,02	0,63	0,00	0,00	0,41	0,01	1,03	0,00
Espagne	0,98	2,50	9,00	211,47	0,00	13,76	1,50	22,10	3,77
Total (Banques)	22,73	64,83	287,79	251,78	4,68	385,23	24,83	255,64	153,44

(*) Stress test avec les données de juillet 2006

Sources : European Banking Association



- **l'arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays** ; l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas n'est plus prêté aux autres pays, mais au Reste du Monde, comme le montre le fait que l'excédent extérieur de l'Allemagne et des Pays-Bas n'a plus comme contrepartie le déficit extérieur des autres pays de la zone euro mais l'excédent extérieur de la zone euro (graphique 5).



Synthèse : un bilan global négatif de la disparition du risque de change

La disparition du risque de change entre les pays de la zone euro :

- a favorisé la spécialisation productive des pays, ce qui est globalement favorable ;
- mais a accru l'hétérogénéité du niveau de vie entre les pays ;
- n'a pas favorisé les échanges commerciaux entre les pays ;
- depuis 10 ans, n'a pas empêché l'absence de diversification entre les pays de la zone euro des portefeuilles et l'arrêt de la mobilité des capitaux entre ces pays.