

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

25 avril 2016 – N°459

Certains investisseurs craignent l'éclatement de la zone euro. Il ne peut pas se produire pour des raisons objectives

Avec l'annonce du référendum au Royaume-Uni, le référendum négatif aux Pays-Bas, l'impossibilité de former un gouvernement en Espagne, la tension sur les réfugiés, les nouvelles négociations difficiles entre la Grèce et la « Troïka » ; avec aussi l'absence de réformes institutionnelles dans la zone euro, alors qu'elles sont très nécessaires, avec l'absence de mobilité du capital entre les pays de la zone euro, certains investisseurs pensent à nouveau qu'il y a un risque d'éclatement de la zone euro, ce qui se voit périodiquement dans les primes de risque souverain. Nous pensons que l'éclatement de la zone euro est impossible pour une raison objective : l'ampleur des pertes en capital dues à la taille très importante des dettes et des actifs extérieurs bruts en euros des pays de la zone euro.

Rédacteur :
Patrick ARTUS

Inquiétudes à nouveau sur la stabilité de la zone euro

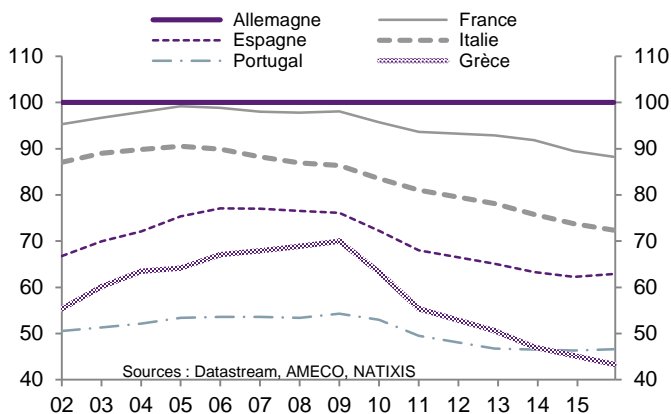
Les sources d'inquiétudes sur la stabilité (l'intégrité) de la zone euro se sont à nouveau multipliées dans la période récente :

- risque de Brexit ;
- référendum aux Pays-Bas ;
- impossibilité de former un gouvernement en Espagne ;
- nouvelles tensions entre la Grèce et la « Troïka » ;
- conflits entre les pays au sujet de l'accueil des réfugiés.

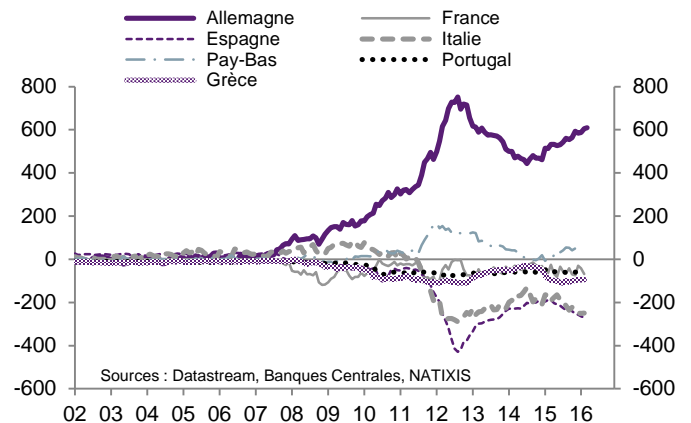
De plus, l'hétérogénéité de la zone euro continue à s'accroître, comme le montre l'accroissement des inégalités de revenu par habitant entre les pays (graphique 1), mais aucune réforme institutionnelle n'est envisagée pour réduire cette inégalité, avec le rejet croissant du fédéralisme.

Enfin, la mobilité des capitaux à l'intérieur de la zone euro redevient très faible, avec des marchés financiers segmentés comme le montre par exemple l'évolution des positions Target 2 des Banques Centrales (graphique 2).

Graphique 1
PIB par habitant en €
(en % du PIB par habitant de l'Allemagne)

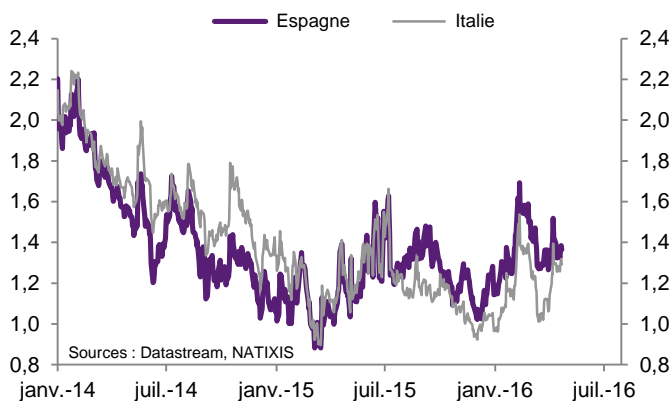


Graphique 2
Position Target 2 des Banques Centrales
(en Mds d'euros)

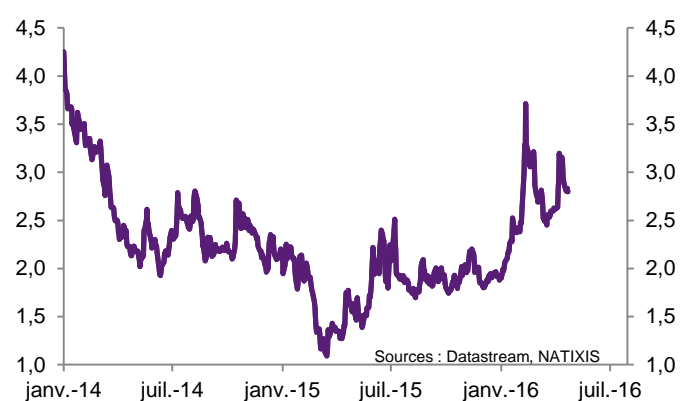


Tout ceci explique que certains investisseurs croient à nouveau qu'il va y avoir « explosion » de la zone euro, ce qui se traduit périodiquement par l'ouverture des primes de risque souverain sur les pays périphériques, comme en juin-juillet 2015 et depuis février 2016 (graphiques 3 a/b/c).

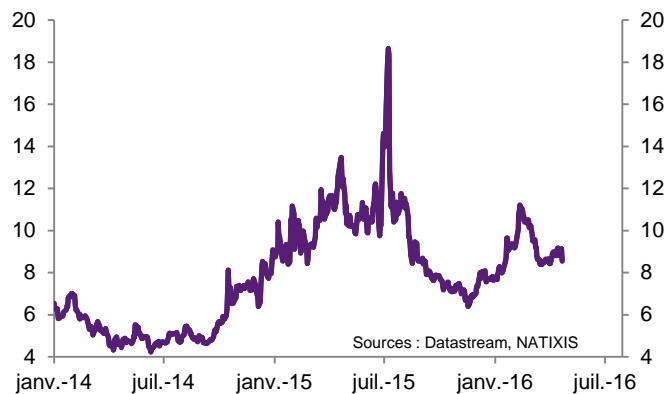
Graphique 3a
Ecart avec le taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat avec l'Allemagne (en %)



Graphique 3b
Portugal : écart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat avec l'Allemagne (en %)



Graphique 3c
Grèce : écart de taux d'intérêt à 10 ans sur
les emprunts d'Etat avec l'Allemagne (en %)

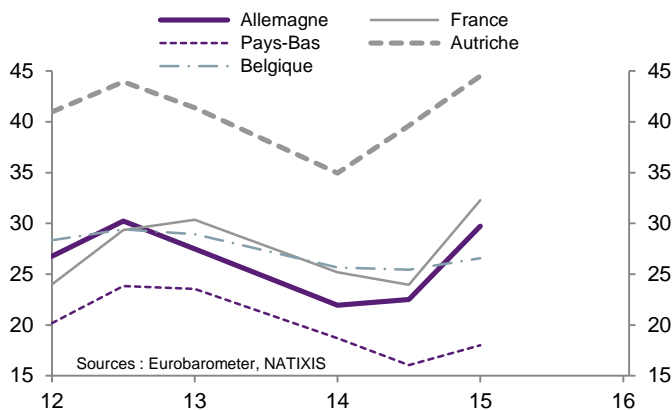


Mais, quels que soient les problèmes, la zone euro ne peut pas éclater pour une raison objective forte

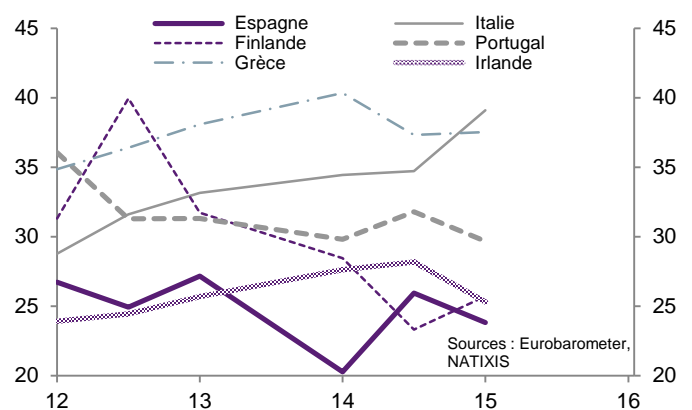
Il ne faut pas nier :

- les tensions politiques ;
- le sentiment anti-européen dans plusieurs pays (**graphiques 4 a/b**) ;

Graphique 4a
Eurobarometer : Notre pays pourrait mieux faire
face au futur s'il/elle était en dehors de l'UE
(en %, total d'accord)



Graphique 4b
Eurobarometer : Notre pays pourrait mieux faire
face au futur s'il/elle était en dehors de l'UE
(en %, total d'accord)

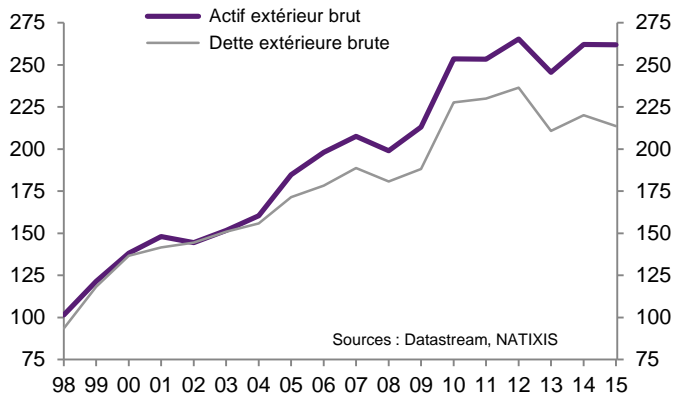


- l'absence de réformes institutionnelles ;
- l'effet très négatif (allocation inefficace de l'épargne) de l'arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro.

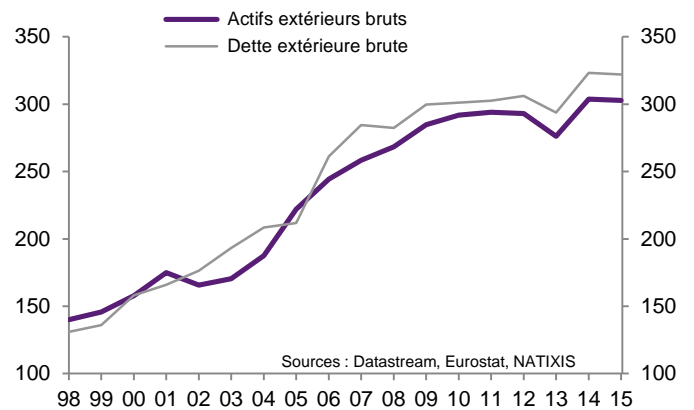
Mais, quelles que soient ces inquiétudes légitimes, il faut rappeler qu'il est impossible de sortir de la zone euro.

En effet, **la création de l'euro a conduit à une augmentation considérable de la taille des actifs et dettes extérieurs bruts en euros des pays de la zone euro** : sur la période 1999-2008 (depuis 2008, on l'a vu, la mobilité des capitaux à l'intérieur de la zone euro a beaucoup diminué) les pays de la zone euro ont beaucoup investi les uns chez les autres (se sont beaucoup prêtés les uns aux autres). **Les graphiques 5a à 5j montrent sur 10 exemples cette hausse des dettes et des actifs extérieurs.**

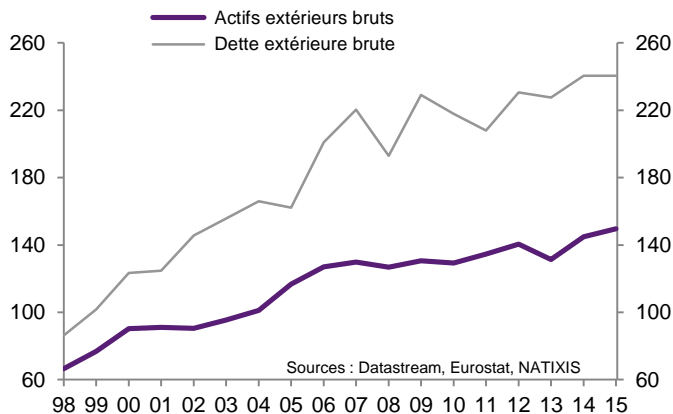
Graphique 5a
Allemagne : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



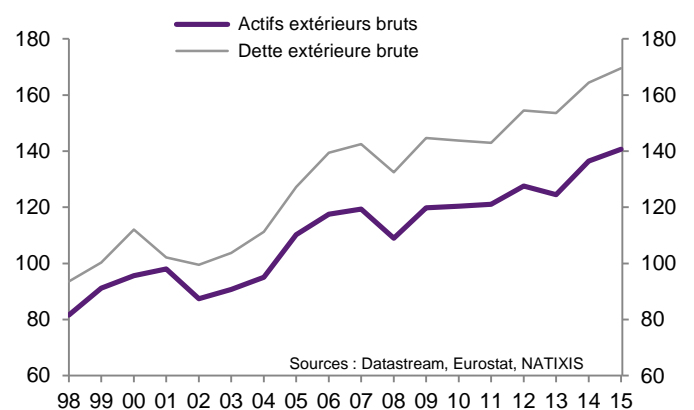
Graphique 5b
France : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



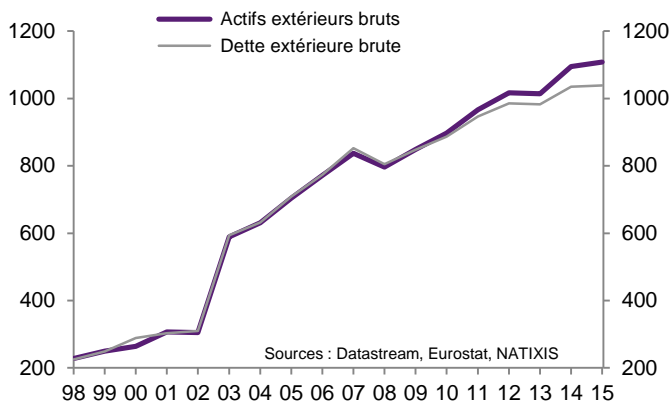
Graphique 5c
Espagne : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



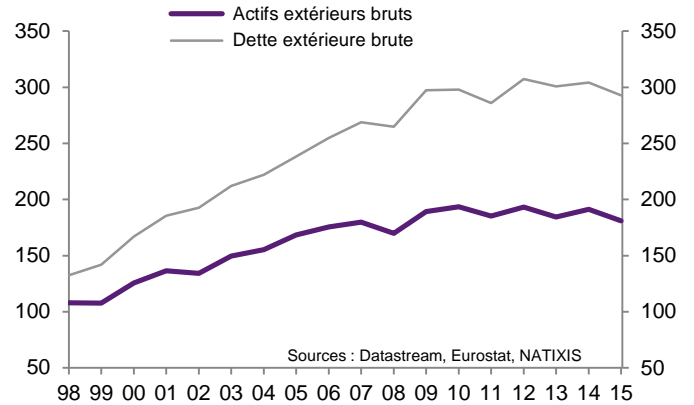
Graphique 5d
Italie : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



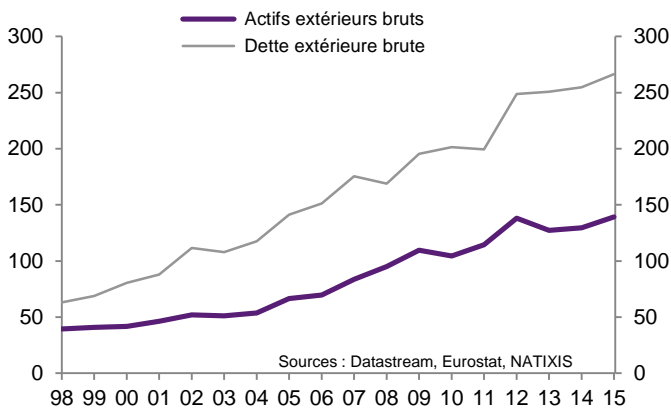
Graphique 5e
Pays-Bas : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



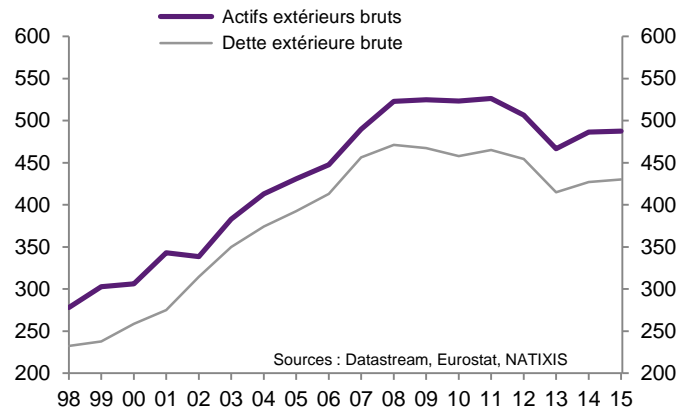
Graphique 5f
Portugal : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



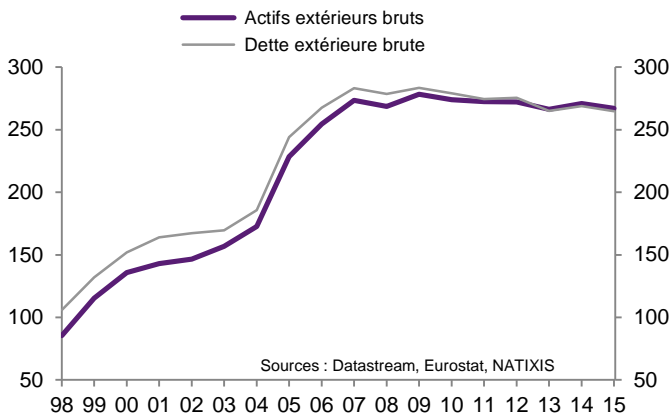
Graphique 5g
Grèce : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



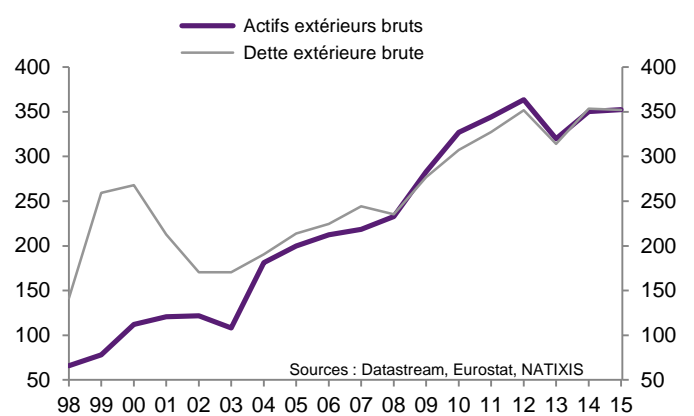
Graphique 5h
Belgique : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



Graphique 5i
Autriche : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



Graphique 5j
Finlande : actifs et dette extérieurs bruts
(en % du PIB valeur)



Que se passe-t-il si un pays sort de l'euro :

- si c'est un pays dont la monnaie se déprécie, la valeur dans sa monnaie nationale nouvelle de sa dette extérieure brute augmente du montant de la dévaluation, et tous les agents économiques ayant des dettes détenues par les non-résidents sont ruinés (ce qui est le cas aussi pour les Etats, **tableau 1**) ;

Tableau 1
Pourcentage de la dette Publique détenue par les non-résidents

Allemagne	72,5
Autriche	72,0
Belgique	50,0
Espagne	51,0
Finlande	82,0
France	61,9
Irlande	60,0
Italie	39,0
Luxembourg	98,0
Malte	33,0
Pays-Bas	70,0
Portugal	66,0
Slovénie	69,0

Sources : PDMA, AFT, Tesoro Publico, Banca d'Italia, NTMA, Eurostat, NATIXIS

- si c'est un pays dont la monnaie s'apprécie, la valeur dans sa monnaie nationale nouvelle de ses actifs extérieurs bruts diminue du montant de la dévaluation, et tous les prêteurs sont ruinés.

Synthèse : quelles que soient les difficultés de la zone euro, elle ne peut pas éclater

La zone euro est confrontée :

- à des tensions politiques, au sentiment anti-européen ;
- à l'absence de réformes institutionnelles ;
- à la disparition de la mobilité des capitaux entre les pays.

Quelle que soit la gravité de ces difficultés, la zone euro ne peut pas éclater, et il faut que les investisseurs s'en convainquent. En effet, l'existence de très importantes dettes brutes extérieures et de très importants actifs bruts extérieurs rend impossible la sortie de l'euro et la variation du taux de change, dans un sens ou dans l'autre, car elle ruinerait soit les emprunteurs, soit les prêteurs.