

## Flash Economie

15 septembre 2016 - 927

### **Zone euro : elle fonctionne très mal, mais elle ne peut pas éclater ; va-t-elle alors nécessairement améliorer ses institutions ?**

On connaît les raisons pour lesquelles la zone euro fonctionne très mal :

- l'absence de coordination des politiques économiques qui pourtant génèrent des externalités ;
- l'absence de fédéralisme alors que l'hétérogénéité de la zone euro s'accroît ;
- la disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, alors que l'unification monétaire sert précisément à allouer optimalement l'épargne.

Mais l'existence de dettes et d'actifs extérieurs bruts considérables en euros rend impossible aux pays de la zone euro la sortie de l'euro et l'ajustement du change.

Si la zone euro fonctionne très mal mais ne peut pas exploser, alors on peut, peut-être, devenir optimiste : la zone euro est condamnée à réformer ses institutions et son organisation, et pas seulement d'une manière défensive.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 01 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

---

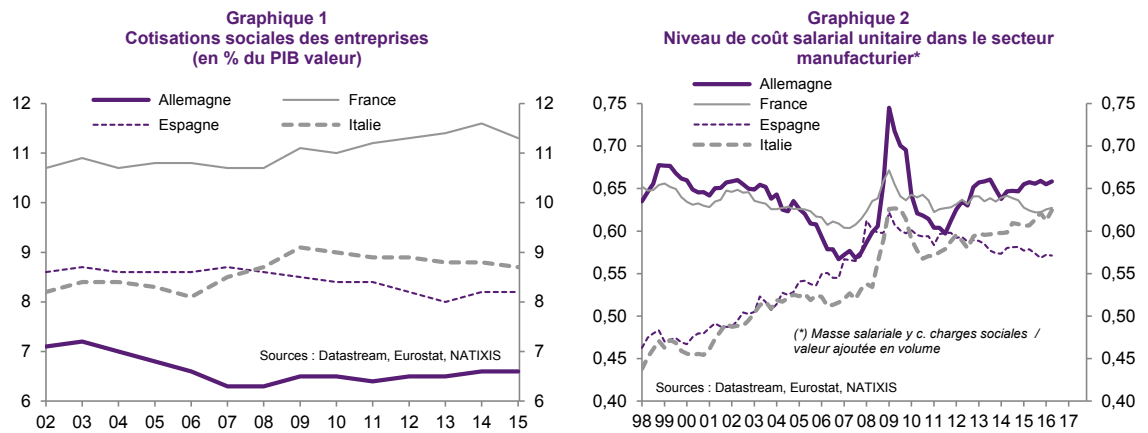
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## La zone euro fonctionne très mal

On connaît **les trois raisons structurelles essentielles** pour lesquelles la zone euro fonctionne très mal.

- (1) **Les politiques économiques qui génèrent des externalités** (qui ont un effet sur l'équilibre économique des autres pays) **ne sont pas coordonnées**. Ceci est le cas pour les cotisations sociales des entreprises (**graphique 1**), pour la taxation des profits des entreprises (**tableau 1**), pour les politiques salariales (avec par exemple les politiques de baisse des coûts salariaux en Espagne, en France, **graphique 2**).



**Tableau 1 : Pays de la zone euro : taux d'imposition des profits des sociétés (2016, en %)**

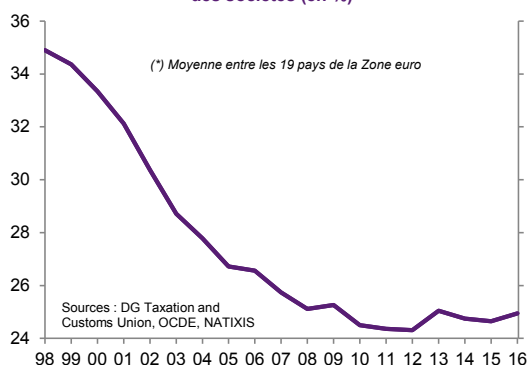
Allemagne	30,2
France	34,4
Espagne	25,0
Italie	31,3
Pays-Bas	25,0
Belgique	34,0
Autriche	25,0
Finlande	20,0
Portugal	29,5
Grèce	29,0
Irlande	12,5
Slovaquie	22,0
Slovénie	17,0
Luxembourg	29,2
Estonie	20,0
Lettonie	15,0
Lituanie	15,0
Malte	35,0
Chypre	12,5

Sources : OCDE, Commission Européenne, Natixis

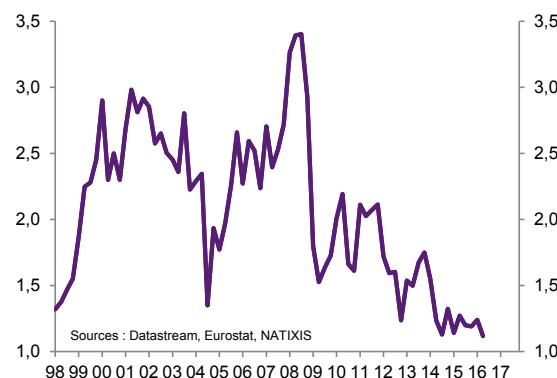
### Les conséquences de cette absence générale de coordination sont :

- **une baisse continue des taux d'imposition** (le **graphique 3** montre le cas de la taxation des profits), qui impose une baisse des dépenses publiques ;
- **une dépression des salaires (graphique 4)** avec la concurrence par les coûts, qui déprime la demande des ménages.

**Graphique 3**  
Zone euro\* : taux moyen d'imposition des profits des sociétés (en %)

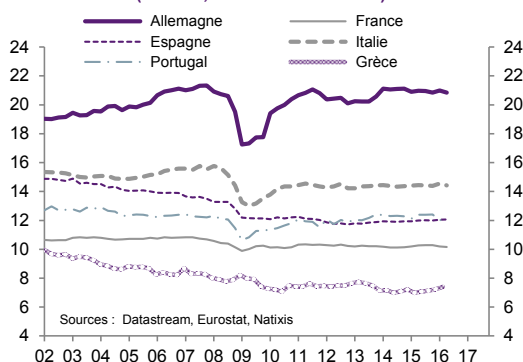


**Graphique 4**  
Zone euro : salaire nominal par tête (GA en %)

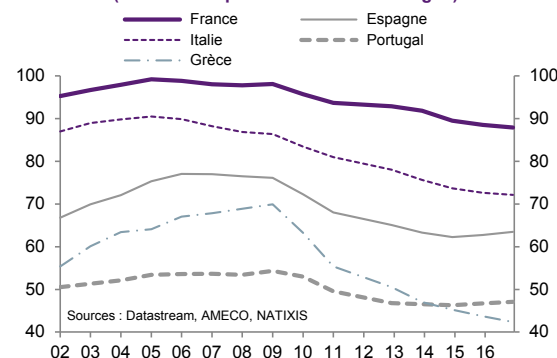


(2) **Malgré l'hétérogénéité croissante des économies de la zone euro** (le graphique 5a montre le poids de l'industrie dans le PIB, le graphique 5b les niveaux relatifs de revenu), **il n'y a pas de fédéralisme**, ce qui implique une **divergence perpétuelle des niveaux de revenu**, d'où un risque politique croissant.

**Graphique 5a**  
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (volume, en % du PIB volume)



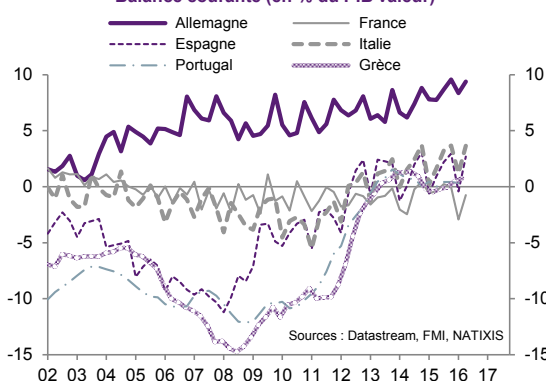
**Graphique 5b**  
PIB par habitant en euro (en % du PIB par habitant de l'Allemagne)



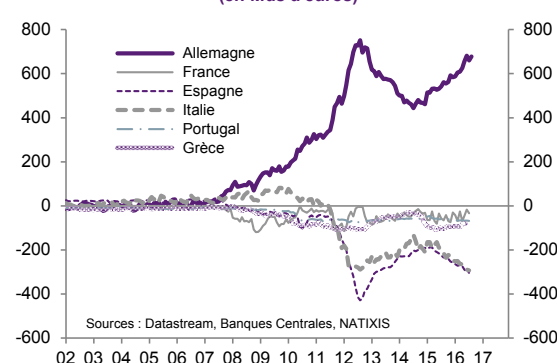
(3) **Disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro**

**A partir de 2008-2009, la mobilité des capitaux s'est arrêtée entre les pays de la zone euro**, l'épargne des pays du Nord (Allemagne essentiellement) n'étant plus prêtée aux autres pays, ce que montrent le fait que l'excédent extérieur de l'Allemagne ne correspond plus à des déficits extérieurs des autres pays (**graphique 6a**) ou l'ouverture des positions Target 2 (**graphique 6b**).

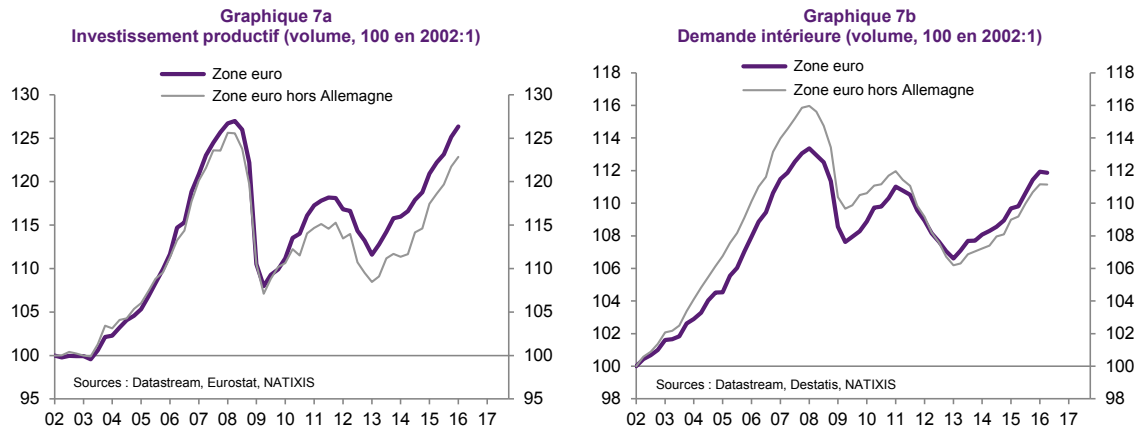
**Graphique 6a**  
Balance courante (en % du PIB valeur)



**Graphique 6b**  
Positions Target 2 des banques Centrales (en Mds d'euros)

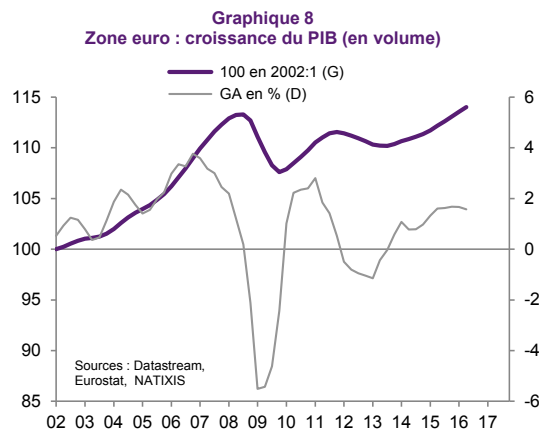


La disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro est très grave puisqu'elle fait disparaître l'avantage central de l'unification monétaire : la capacité d'allouer efficacement l'épargne aux projets d'investissement dans tous les pays de la zone euro. Elle conduit à la **dépression de l'investissement et de la demande** dans les pays ayant antérieurement un déficit extérieur (graphiques 7a/b).

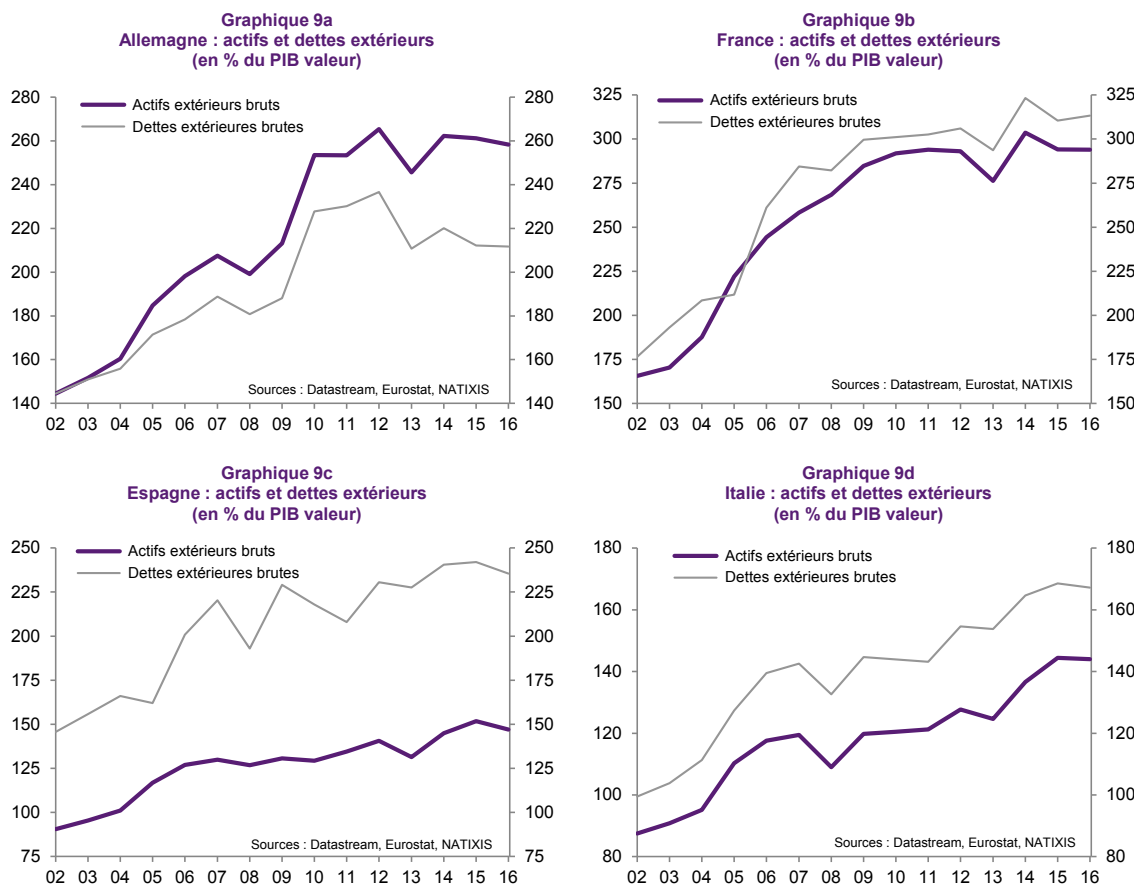


## Mais l'euro ne peut pas exploser

Les **problèmes structurels graves de la zone euro** (absence de coordination des politiques économiques, absence de fédéralisme, disparition de la mobilité des capitaux) **affaiblissent la croissance de la zone euro** (graphique 8) et font diverger les niveaux de vie des pays (graphique 5b plus haut).



Beaucoup d'analystes s'inquiètent alors, à juste titre, du risque d'explosion de la zone euro. Mais la zone euro ne peut pas exploser. En effet, les pays de la zone euro ont accumulé des dettes et des actifs extérieurs bruts considérables, qui sont essentiellement en euros (les graphiques 9a/b/c/d montrent les exemples de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, de l'Italie).



**Si un pays sort de la zone euro et dévalue, la valeur de sa dette extérieure brute en euros devient insupportable dans sa monnaie nationale ; si un pays sort de la zone euro et réévalue, la valeur de ses actifs extérieurs bruts en euros chute dans sa monnaie nationale.**

Les problèmes de solvabilité de tous les agents économiques ayant des dettes extérieures seraient très graves en cas de sortie et de dévaluation, ce qui rend l'explosion de l'euro extrêmement improbable.

## Synthèse : un message optimiste

**La zone euro fonctionne donc très mal** avec l'absence de coordination des politiques économiques, l'absence de fédéralisme malgré l'hétérogénéité, la disparition de la mobilité des capitaux.

**Mais la zone euro ne peut pas exploser**, avec la taille considérable des dettes et des actifs extérieurs bruts des pays en euros.

**Ceci conduit peut-être à un message optimiste : la zone euro est condamnée à améliorer son organisation et ses institutions.**

**L'amélioration institutionnelle a pour l'instant été surtout défensive** : création de l'ESM, rôle de la BCE pour éviter les crises de la dette.

**Il faudrait qu'elle devienne plus offensive** : en plus du Plan Juncker, création d'éléments communs aux pays de la zone euro des systèmes de protection sociale, harmonisation des bases fiscales puis des taux d'imposition.