

## Flash Economie

17 janvier 2020 - 78

### Zone euro : se souvenir que l'objectif d'une Union Monétaire est un objectif microéconomique

Il faut arrêter de débattre des supposés avantages macroéconomiques de l'euro (crédibilité de la Banque Centrale et absence d'inflation, absence de guerres des changes, discipline budgétaire). On construit une Union Monétaire pour obtenir des avantages microéconomiques :

- l'allocation efficace de l'épargne sur les projets d'investissement rentables, où qu'ils se trouvent ;
- la disparition du risque de change, qui permet, d'une part, d'exploiter complètement les avantages comparatifs des pays et donc d'obtenir une spécialisation productive efficace ; d'autre part de réduire l'incertitude et donc d'accroître l'investissement.

Quand on regarde la zone euro, on voit :

- depuis 2010, l'absence de mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, donc l'absence d'allocation efficace de l'épargne ;
- certainement, une utilisation plus forte des avantages comparatifs ;
- mais pas la hausse espérée de l'investissement.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

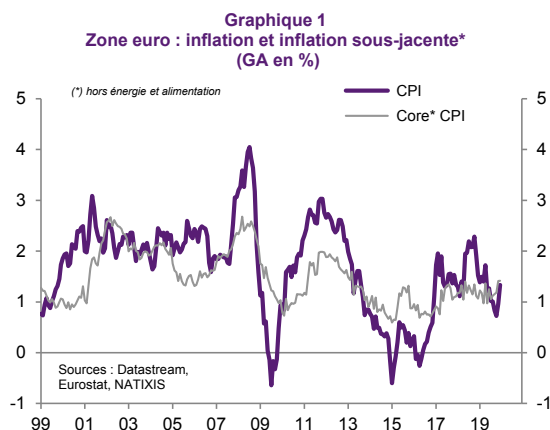
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

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

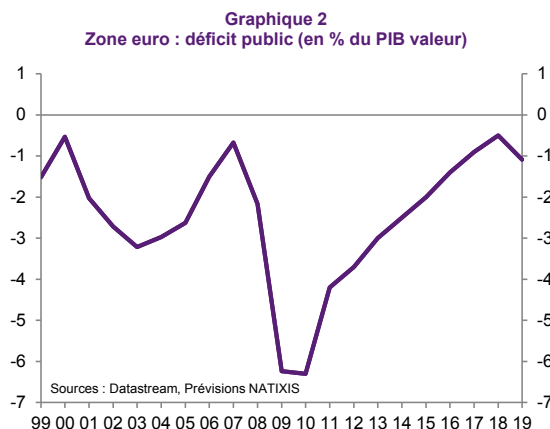
## Les effets macroéconomiques de l'unification monétaire ne sont pas les plus importants

On s'interroge souvent sur les effets macroéconomiques supposés de l'unification monétaire dans la zone euro, par exemple :

- la crédibilité de la BCE et l'inflation faible (graphique 1) ;



- l'absence de guerre des changes, les pays n'ayant pas pu essayer de déprécier leur taux de change pour soutenir leur activité lors de la crise de 2008-2009 ;
- La discipline budgétaire avec la réduction des déficits publics (graphique 2).



Mais on ne construit pas une Union Monétaire pour obtenir des avantages macroéconomiques, on construit une Union Monétaire pour obtenir des avantages de nature microéconomique.

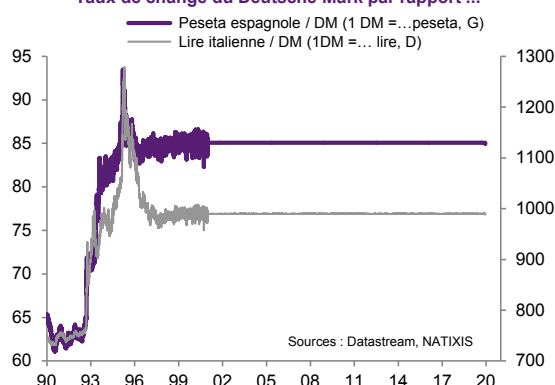
## Quels sont les avantages microéconomiques attendus de l'unification monétaire ?

### 1. L'allocation efficace de l'épargne

La disparition du risque de change (graphique 3) permet normalement la libre circulation des capitaux entre les pays de l'Union Monétaire, puisque les investisseurs ne sont plus

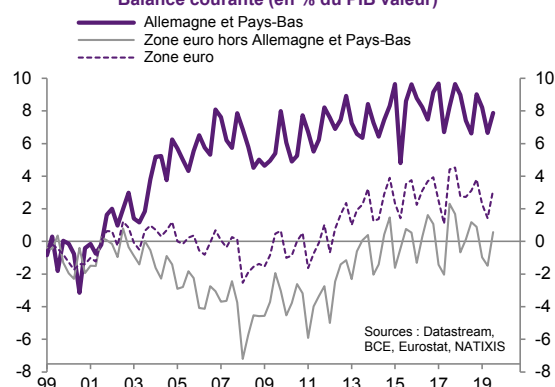
dissuadés d'investir dans les autres pays en raison du risque de change, **d'où l'affectation optimale de l'épargne aux projets d'investissement efficaces, où qu'ils se trouvent.**

**Graphique 3**  
Taux de change du Deutsche Mark par rapport ...



Malheureusement, **depuis 2010, la mobilité des capitaux a disparu entre les pays de la zone euro.** Le **graphique 4** montre que l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas n'est plus prêté aux autres pays de la zone euro, mais est prêté au Reste du Monde, en dehors de la zone euro : ceci explique que les pays de la zone euro autres que l'Allemagne et les Pays bas aient dû faire disparaître leur déficit extérieur et que la zone euro globalement ait un excédent extérieur.

**Graphique 4**  
Balance courante (en % du PIB valeur)

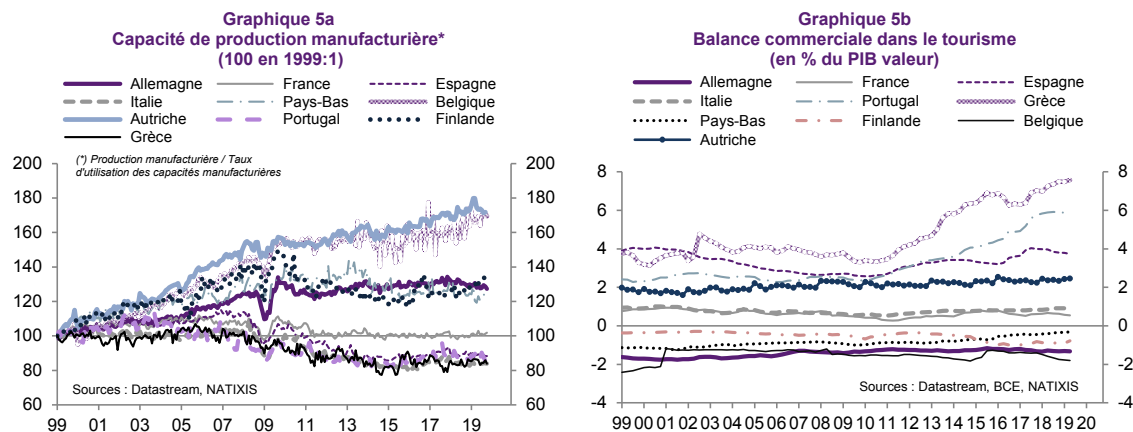


**Depuis 2010, la zone euro n'assure donc plus l'allocation efficace de l'épargne.**

## 2. L'exploitation des avantages comparatifs

**La disparition du risque de change permet normalement d'obtenir une organisation plus efficace de la production, puisqu'il n'y a plus d'obstacle à ce que les pays exploitent complètement leurs avantages comparatifs** (s'il y a risque de change, il est difficile de produire dans un pays pour vendre dans un autre pays).

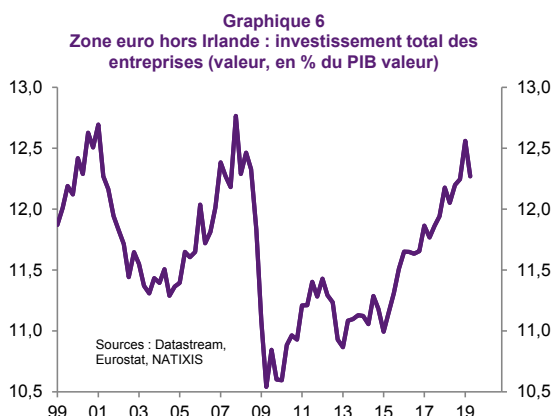
On voit effectivement que **la spécialisation productive des pays s'est renforcée depuis la création de l'euro** ; par exemple, la taille de l'industrie manufacturière (**graphique 5a**) ou du secteur du tourisme (**graphique 5b**) devient de plus en plus différente entre les pays de la zone euro.



### 3. La diminution de l'incertitude et la hausse de l'investissement

La disparition du risque de change doit amener une **diminution de l'incertitude économique, favorable normalement à une hausse de l'investissement des entreprises.**

Le **graphique 6** montre que **le taux d'investissement des entreprises de la zone euro a en réalité diminué depuis la création de l'euro.**



### Synthèse : quelle est la performance de la zone euro dans le domaine microéconomique ?

Construire une Union Monétaire a des objectifs microéconomiques et non macroéconomiques.

On observe dans la zone euro :

- effectivement, une spécialisation productive plus poussée des pays, ce qui va dans le bon sens ;
- mais l'absence d'effet positif de la baisse de l'incertitude due à la disparition du risque de change sur l'investissement des entreprises ;
- et la disparition en 2010 de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, donc de la capacité à réaliser une allocation efficace de l'épargne dans la zone euro.

Pour deux critères sur trois, la zone euro n'a donc pas rempli son rôle dans le domaine de la performance microéconomique.