

## Flash Economie

31 décembre 2018 - 1488

### Les 20 ans de l'euro : quel bilan ?

La création de l'euro a eu les coûts macroéconomiques attendus pour les pays de la zone euro :

- avec la disparition des politiques monétaires nationales, et l'absence de budget fédéral, l'incapacité à corriger les chocs et les structures asymétriques, d'où l'hétérogénéité croissante de la zone euro ;
- le coût excessif des dévaluations internes qui empêche qu'elles soient utilisées pour corriger les handicaps de compétitivité dus aux écarts entre les fonctionnements des marchés du travail.

Mais, la création de l'euro n'a pas eu les avantages microéconomiques attendus, liés à la disparition du risque de change :

- depuis 2010, la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro a disparu, et l'épargne ne finance plus les investissements efficaces ;
- le marché unique n'a pas développé les échanges commerciaux entre les pays, ni permis l'apparition de grandes entreprises dans les secteurs stratégiques.

Au total, la création de la zone euro a eu les coûts macroéconomiques prévisibles, mais n'a pas apporté les progrès microéconomiques espérés.

**Patrick Artus**  
Tel. (33 1) 58 55 15 00  
patrick.artus@natixis.com  
 @PatrickArtus

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

## 20 ans après la création de l'euro, il est temps de faire un bilan objectif

Il ne faut pas oublier que **la création d'une monnaie unique** :

- **a nécessairement des coûts macroéconomiques**, ne serait-ce que parce que les politiques monétaires nationales disparaissent ;
- **a comme objectif un avantage de nature microéconomique**, lié à la disparition du risque de change entre les pays de l'Union Monétaire.

Il faut donc, pour évaluer les effets de la création de l'euro, regarder **la sévérité des coûts macroéconomiques et l'apparition ou non des avantages microéconomiques**.

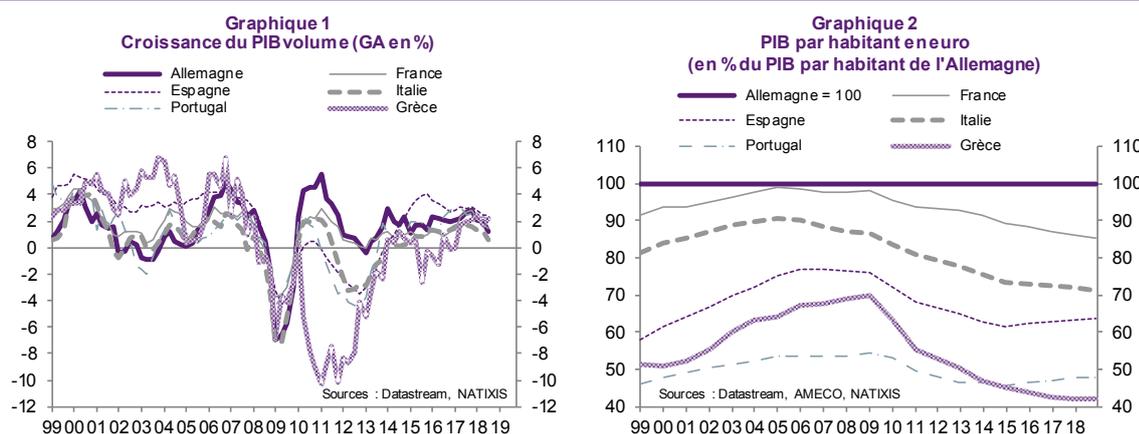
### La sévérité des coûts macroéconomiques

#### 1- L'incapacité à corriger les chocs asymétriques et les asymétries structurelles.

Avec la disparition des politiques monétaires nationales, avec l'absence d'un budget fédéral, avec la disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro (voir plus loin), qui empêche la diversification des portefeuilles entre les pays de la zone euro, et le partage des risques qui l'accompagne, **les pays de la zone euro ne peuvent pas corriger les chocs asymétriques ou les asymétries structurelles**, spécifiques aux pays.

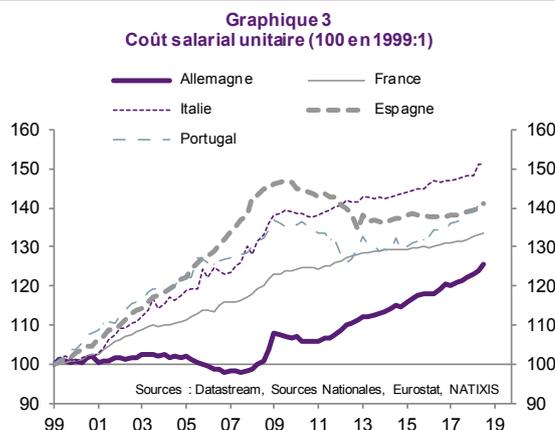
Ceci implique :

- d'une part une **forte dispersion des taux de croissance (graphique 1)** ;
- d'autre part, **la divergence des niveaux de revenu**, puisque les asymétries structurelles ne sont pas corrigées (graphique 2).



## 2- L'incapacité à corriger les écarts de compétitivité-coût

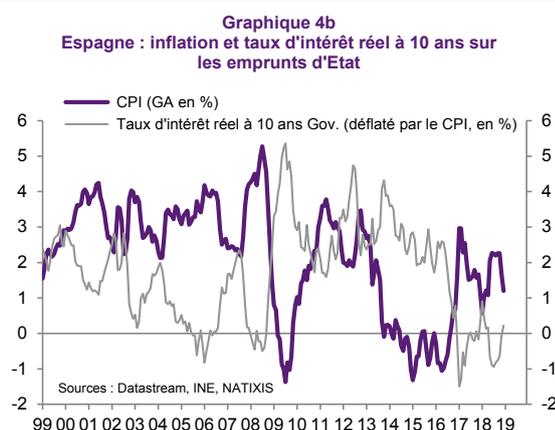
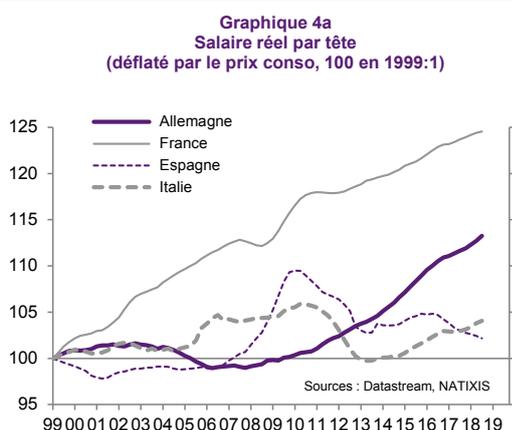
Les marchés du travail des pays de la zone euro fonctionnent de manières très différentes. Ceci explique la divergence des coûts salariaux unitaires, donc de la compétitivité-coût (graphique 3).



La théorie usuelle dit que, si, dans une Union Monétaire, un pays a un handicap de compétitivité, alors il doit mener une dévaluation interne, c'est-à-dire réduire ses coûts salariaux.

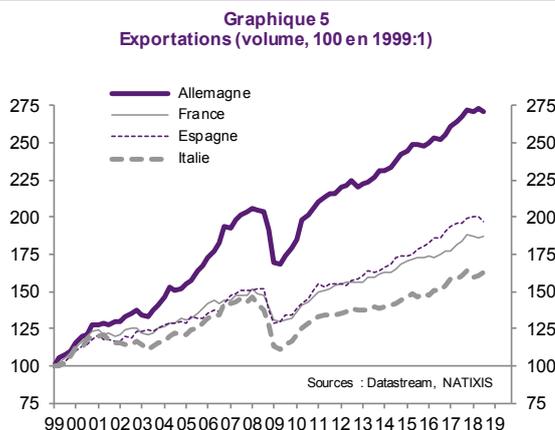
C'est ce qu'a fait l'Espagne depuis 2009 (graphique 3 ci-dessus) mais le coût de cette politique est très élevé :

- recul du salaire réel (graphique 4a) et de la demande des ménages ;
- recul de l'inflation, hausse des taux d'intérêt réels (graphique 4b), donc aggravation de l'endettement comme en Espagne de 2013 à 2016.



Corriger les handicaps de compétitivité-coût par une dévaluation interne est donc très coûteux, ce qui explique probablement pourquoi la France et l'Italie n'utilisent pas aujourd'hui une dévaluation interne alors que leur compétitivité-coût est dégradée.

Le rejet de la dévaluation interne conduit alors à l'absence de correction des écarts de compétitivité-coût et à la dispersion des parts de marché (graphique 5).



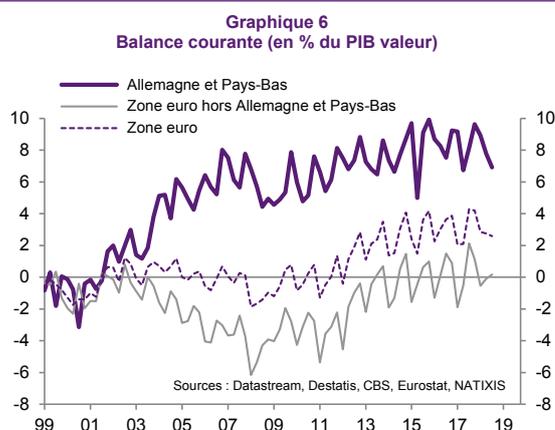
## Les avantages microéconomiques escomptés sont-ils présents ?

En échange des coûts macroéconomiques de l'unification monétaire, dont nous venons de voir qu'ils sont sévères, on attend usuellement des avantages microéconomiques liés à la disparition du risque de change entre les pays de l'Union Monétaire.

### 1- Mais la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro a disparu en 2010

La disparition du risque de change devait d'abord accroître la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, c'est-à-dire permettre que l'épargne finance les investissements efficaces, où qu'ils se trouvent dans la zone euro.

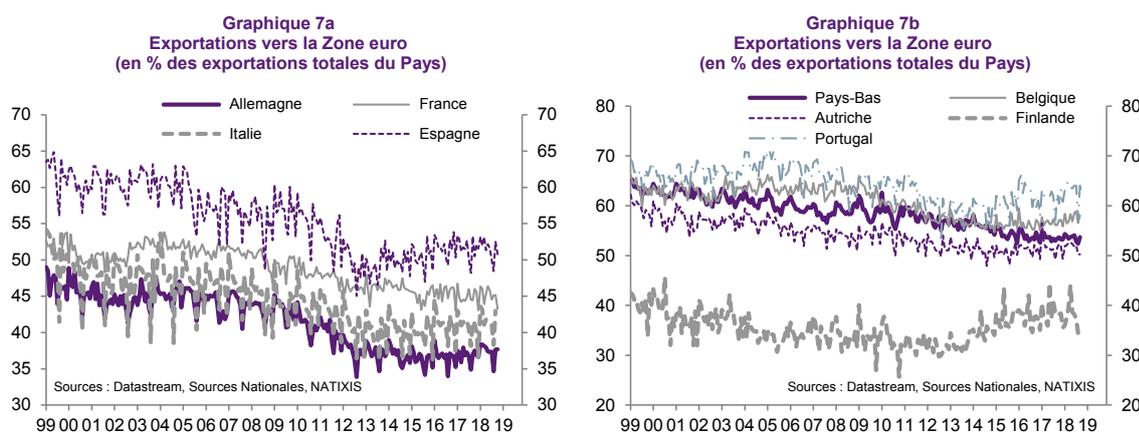
Mais ceci n'est plus le cas depuis 2010 : l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas ne finance plus les investissements dans le reste de la zone euro, ce que montre la disparition du déficit extérieur des autres pays de la zone euro, et le fait que l'excédent extérieur de l'Allemagne et des Pays-Bas a maintenant comme contrepartie l'excédent extérieur de la zone euro dans son ensemble (graphique 6).



Au début de la zone euro (1999-2008), l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas a financé des investissements inefficaces (bulle immobilière, infrastructures publiques inutiles) dans le reste de la zone euro. Ceci a découragé les épargnants allemands et hollandais de continuer à le faire, et aujourd'hui leur épargne n'est plus investie dans le reste de la zone euro, ce qui fait disparaître un des avantages attendus essentiels de l'unification monétaire.

**2- Mais les échanges commerciaux entre les pays de la zone euro n'ont pas augmenté, et la zone euro n'a pas été capable de faire apparaître de grandes entreprises dans l'Internet ou les Nouvelles Technologies.**

Les graphiques 7a/b montrent la baisse du poids des exportations des pays de la zone euro vers les autres pays de la zone euro.



On sait par ailleurs que **les grandes entreprises de l'Internet sont américaines ou chinoises ; que les fabricants de cellules solaires ou de batteries électriques sont en Asie (tableaux 1 et 2).**

**Tableau 1 : producteurs de cellules solaires (par taille de production et de capacité)**

Compagnie	Pays	Production (MWp)	Capacité (MWp)
JinkoSolar	Chine	6555	7680
Trina Solar	Chine	6405	6700
Canadian Solar	Chine	6031	8110
Hanwha Q-Cells	Corée	5603	6400
JA Solar	Chine	5407	7000
LONGi Green Energy Technology	Chine	4801	6500
GCLSI	Chine	4605	5300
Risen Energy	Chine	3429	4200
Yingli Green Energy	Chine	3428	4000
Talasun Solar	Chine	3048	3600

Sources : IHS, Markit

**Tableau 2 : les plus grands producteurs de batteries électriques (2016)**

Compagnie	Pays	Production (MWh)
PANASONIC	Japon	6665
BYD	Chine	4020
LG Chem	Corée	2285
AESC (Nissan / Nec)	Japon	1622
Mitsubishi / GS Yuasa	Japon	600
Samsung	Corée	1157
Epower	Chine	489
Beijing Pride Power	Chine	397
Air Litium (Lyoyang)	Chine	283
Wanxiang	Chine	268

Sources : FT, EV, CleanTechnica, Natixis

**La zone euro n'a donc pas su utiliser la constitution du marché unique avec la disparition du risque de change** pour développer les échanges commerciaux entre les pays ou pour faire apparaître de grandes entreprises de l'Internet ou des Nouvelles Technologies.

**Synthèse : aujourd'hui, la zone euro, après 20 ans d'existence, a fait apparaître, pour les pays membres, des coûts macroéconomiques très importants sans avantage macroéconomique visible**

**Quel est aujourd'hui le bilan de la zone euro après 20 ans d'existence ?**

- **les coûts macroéconomiques pour les pays membres sont très élevés** : disparition de la capacité à corriger les chocs asymétriques ou les asymétries structurelles, coût très élevé de la correction des handicaps de compétitivité par une dévaluation interne ;
- **les avantages microéconomiques pour les pays membres sont inexistant** : disparition de la mobilité des capitaux entre les pays membres, donc de la capacité à allouer efficacement l'épargne, en 2010 ; absence d'utilisation du marché unique pour développer les échanges commerciaux ou pour faire apparaître de grandes entreprises de l'Internet ou des Nouvelles Technologies.

**Les coûts macroéconomiques sont inhérents à la création d'une Union Monétaire** : le plus urgent est donc de faire apparaître les avantages microéconomiques, ce qui implique :

- **de restaurer la confiance des pays prêteurs dans la solvabilité des Etats, des banques, des entreprises des pays emprunteurs** ; ceci conduit à respecter les contraintes qui assurent la solvabilité budgétaire, à améliorer la solidité des bilans des banques et des entreprises ;
- **de mener une politique industrielle et de la concurrence** permettant de développer de grandes entreprises dans les secteurs d'avenir qui se développent sur le marché intérieur de la zone euro.

## Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et 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. 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 ne doit accepter 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 a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière 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.

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 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 supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 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'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR 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 est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>