

## Flash Economie

9 décembre 2020 - 1399

### Un problème central de la zone euro (la disparition de la mobilité des capitaux entre les pays) se corrige-t-il ?

Depuis la crise des subprimes, un problème très sévère est apparu dans la zone euro : l'arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro. Les pays périphériques ne peuvent plus emprunter l'excès d'épargne des pays du cœur (essentiellement Allemagne et Pays-Bas).

Nous nous interrogeons sur les causes (excès d'endettement extérieur des pays périphériques, mauvaise utilisation de cet endettement) et les conséquences (recul de l'investissement dans les pays périphériques, perte de croissance dans la zone euro, une partie de son épargne étant prêtée au Reste du Monde) de cette situation d'absence de mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro.

Elle a un effet dramatique : même si certains mécanismes correcteurs (Target 2, achats de la BCE) ont été mis en place, l'unification monétaire de la zone euro a perdu son intérêt essentiel qui est de permettre une utilisation optimale de l'épargne à l'intérieur de la zone euro.

Rétablir la circulation des capitaux entre les pays de la zone euro nécessite de rétablir la confiance dans les États, dans la situation des banques, ou de créer des instruments financiers nouveaux (dette de l'Union Européenne, plus généralement Eurobonds). Pour l'instant, on ne voit pas encore de signe d'amélioration concernant la mobilité des capitaux à l'intérieur de la zone euro.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

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

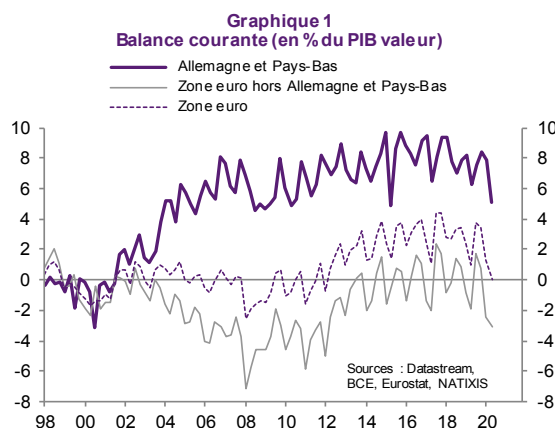
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

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

## Arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro

Depuis la crise des subprimes (2008-2009), on a vu apparaître la **disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro**.

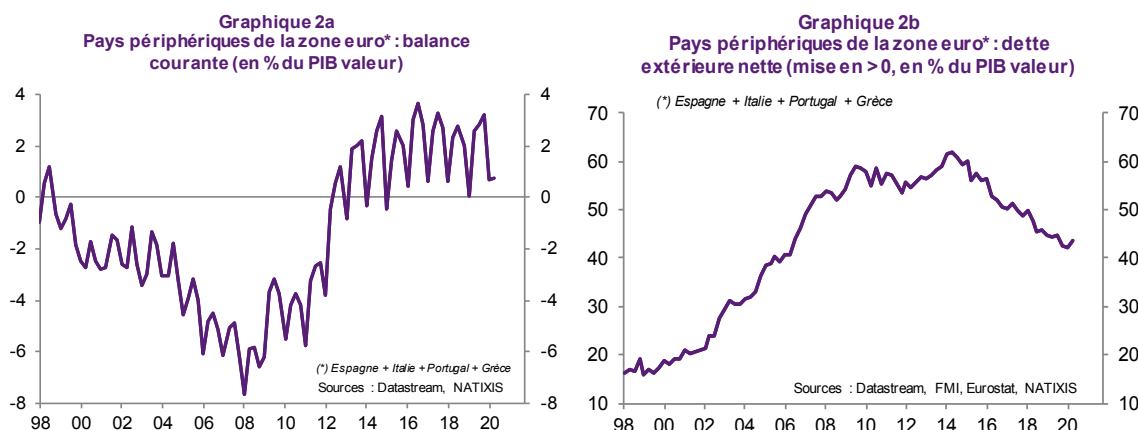
Les pays à excédent d'épargne (essentiellement Allemagne et Pays-Bas) ont arrêté de prêter cet excédent aux pays à déficit d'épargne (essentiellement les pays périphériques de la zone euro), ce qui se voit au fait que **l'excédent extérieur de l'Allemagne et des Pays-Bas n'a plus comme contrepartie un déficit extérieur des autres pays**, mais a comme contrepartie un excédent extérieur de la zone euro (**graphique 1**).



L'excédent d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas est donc prêté au Reste du Monde hors zone euro, plus aux autres pays de la zone euro.

## Pourquoi l'arrêt de la mobilité des capitaux à l'intérieur de la zone euro ?

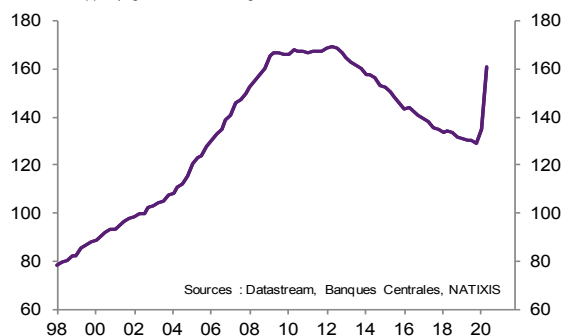
Les pays à excédent d'épargne (Allemagne, Pays-Bas), dans un environnement d'aversion pour le risque plus forte après la crise des subprimes, observent que **les pays périphériques de la zone euro ont des déficits extérieurs très importants et une dette extérieure très importante (graphiques 2a/b)**, et s'inquiètent donc de la solvabilité de ces pays.



Cette inquiétude est d'autant plus grande que l'endettement extérieur des pays périphériques a comme contrepartie une **forte hausse de l'endettement des ménages et des entreprises (graphique 3a)**, largement associée à la bulle immobilière (excès de construction, hausse forte des prix de l'immobilier, **graphiques 3b/c) dans ces pays**.

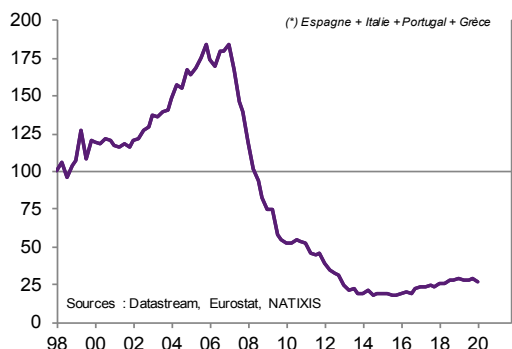
**Graphique 3a**  
Pays périphériques de la zone euro\* : dette des ménages et des entreprises (en % du PIB valeur)

(\* Espagne + Italie + Portugal + Grèce)



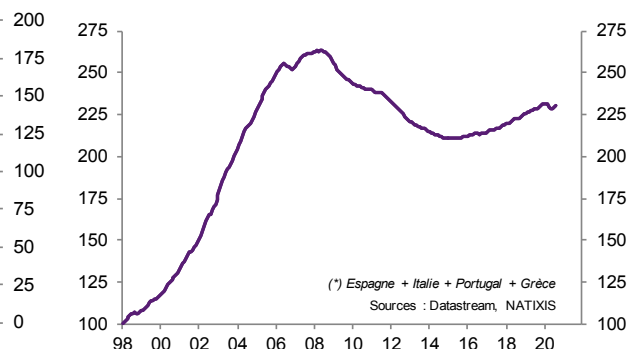
**Graphique 3b**  
Pays périphériques de la zone euro\* : permis de construire (100 en 1998:1)

(\* Espagne + Italie + Portugal + Grèce)



**Graphique 3c**  
Pays périphériques de la zone euro\* : prix des maisons (100 en 1998:1)

(\* Espagne + Italie + Portugal + Grèce)



Les pays à excédent d'épargne décident alors de ne plus prêter aux pays périphériques.

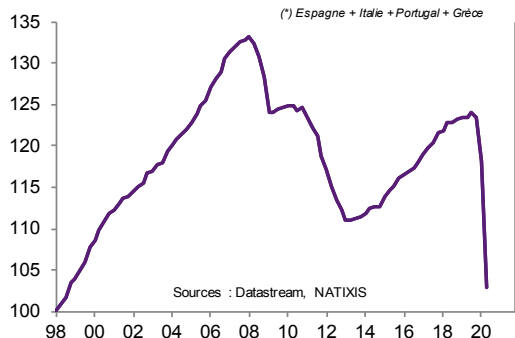
## Conséquences de l'arrêt de la mobilité des capitaux à l'intérieur de la zone euro

Les pays périphériques de la zone euro ne pouvant plus financer leur déficit extérieur doivent donc le faire disparaître (graphique 2a plus haut).

Ceci leur impose **une politique économique restrictive pour faire baisser la demande intérieure (graphique 4a)** et ainsi faire disparaître le déficit extérieur : taux d'intérêt élevés (**graphique 4b**), politique budgétaire devenant plus restrictive (**graphique 4c**).

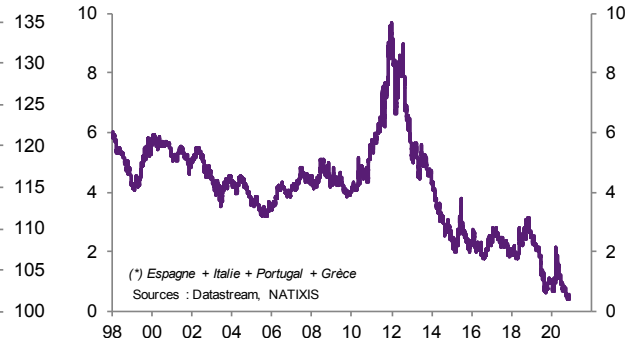
**Graphique 4a**  
Pays périphériques de la zone euro\* : demande intérieure (volume, 100 en 1998:1)

(\* Espagne + Italie + Portugal + Grèce)

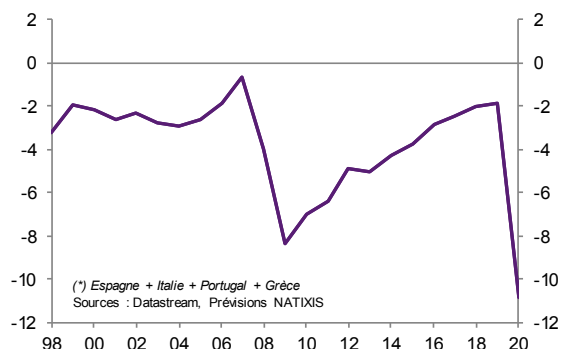


**Graphique 4b**  
Pays périphériques de la zone euro\* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

(\* Espagne + Italie + Portugal + Grèce)

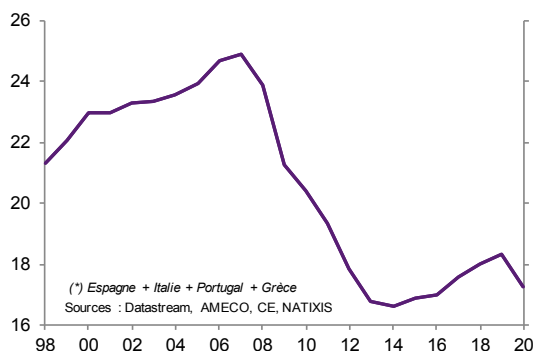


**Graphique 4c**  
Pays périphériques de la zone euro\* : déficit public  
(en % du PIB valeur)

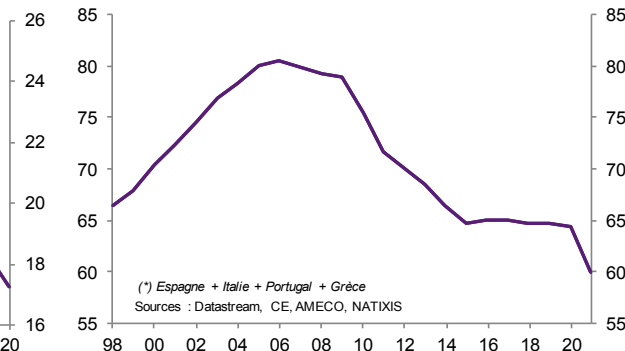


Le résultat pour l'économie des pays périphériques est très négatif : **recul de l'investissement (graphique 5)**, donc de la croissance potentielle ; **recul du niveau de vie (graphique 6)**.

**Graphique 5**  
Pays périphériques de la zone euro\* : taux  
d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)

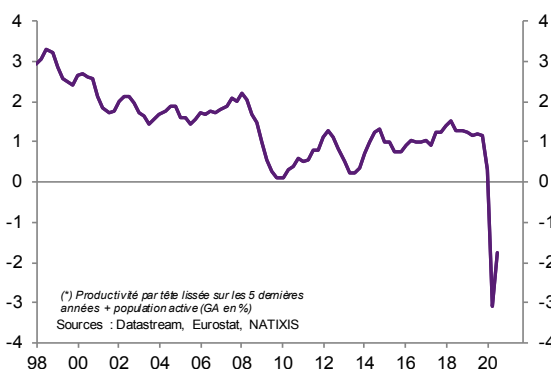


**Graphique 6**  
Pays périphériques de la zone euro\* : PIB par  
habitant (en % du PIB par habitant de l'Allemagne)

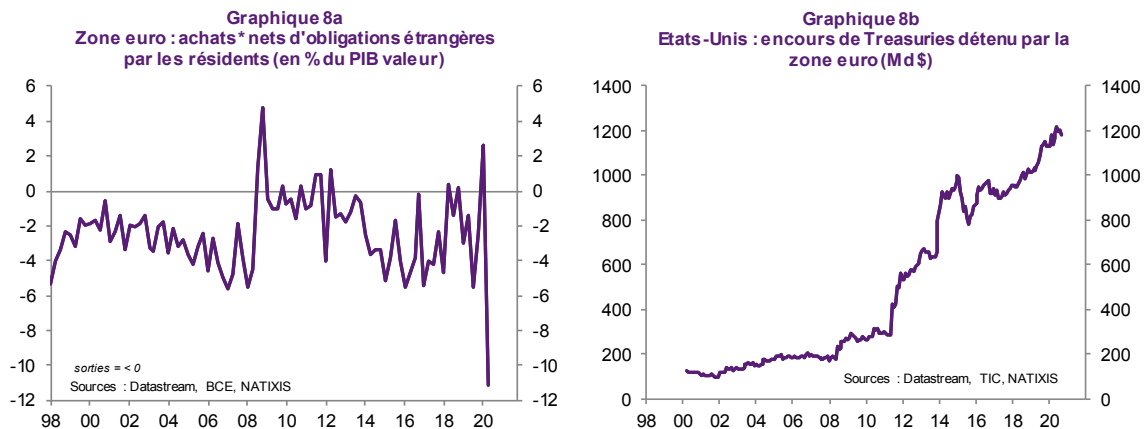


Pour la zone euro dans son ensemble, il y a recul de la croissance potentielle (graphique 7) puisqu'une partie de son épargne est prêtée au Reste du Monde au lieu d'être investie dans la zone euro.

**Graphique 7**  
Zone euro : croissance potentielle\* (volume)



On voit d'ailleurs que cette épargne prêtée au Reste du Monde est assez mal utilisée, d'une manière qui ne soutient pas la croissance et avec une rentabilité faible pour les épargnants de la zone euro, puisqu'elle est **investie essentiellement en obligations (graphique 8a)**, en particulier du Trésor des États-Unis (graphique 8b).



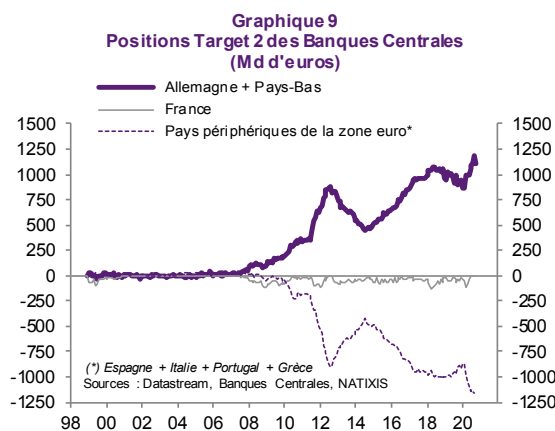
On voit que cette situation est absurde : l'épargne de la zone euro est prêtée au Trésor des États-Unis pour financer le déficit public des États-Unis au lieu d'être investie dans la zone euro.

## Une situation qui fait disparaître l'intérêt central de l'unification monétaire

Pourquoi crée-t-on une union monétaire ? **Un des objectifs centraux est de faciliter la mobilité des capitaux grâce à la disparition du risque de change.** Il s'agit d'investir l'épargne de la zone d'union monétaire là où c'est le plus efficace dans l'union. **La disparition de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro fait donc disparaître un des avantages essentiels de la participation à l'Union Monétaire.** Sans allocation optimale de l'épargne, avec la segmentation des marchés des capitaux, il ne reste de la zone euro que les contraintes macroéconomiques (règles budgétaires, politique monétaire unique pour tous les pays).

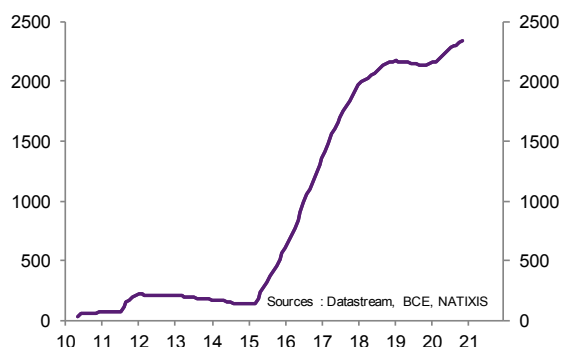
Notons que **le pire a été évité :**

- **puisque les prêts entre les Banques Centrales** (par le système **Target 2**, **graphique 9**) ont rétabli la circulation des capitaux entre les banques, pas directement, mais par l'intermédiaire des Banques Centrales ;



- parce que **les achats de dette publique par la BCE** (**graphique 10**) ont compensé l'arrêt des achats de dette publique des pays périphériques par les investisseurs privés des autres pays.

**Graphique 10**  
Zone euro : encours de dette du secteur public  
détenu par la BCE (Md €)

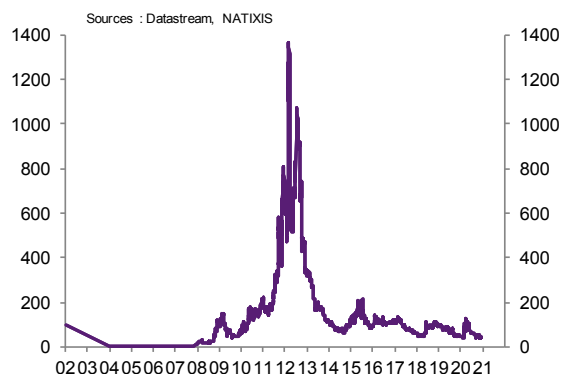


## Synthèse : peut-on espérer une amélioration ?

Quelles évolutions pourraient rétablir une forte mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro ?

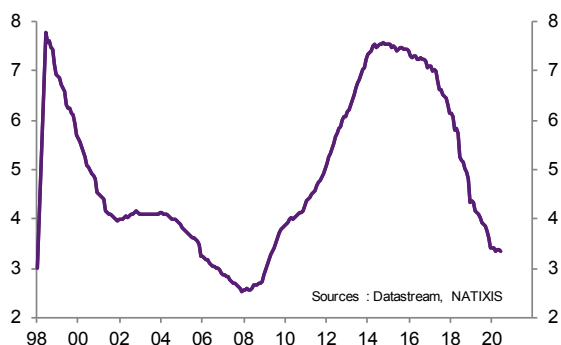
- la confiance dans la solvabilité des États, qui est redevenue forte (graphique 11), avec en particulier les interventions de la BCE ;

**Graphique 11**  
Zone euro : CDS souverain (5 ans, enpb)



- la confiance dans la solidité des banques, nécessaire au rétablissement d'un marché interbancaire commun, qui s'améliore avec le recul des dettes risquées des banques (graphique 12), mais qui pourrait se redégrader après la crise de la Covid ;

**Graphique 12**  
Zone euro : prêts non performants  
(en % du total des prêts)



- **la création d'une dette importante de la zone euro** (ou de l'Union Européenne) **d'Eurobonds** ; cette dette serait attirante pour les épargnants de tous les pays, et financerait des investissements dans tous les pays. La dette européenne émise pour financer le chômage partiel (SURE, pour 100 milliards d'€) et la dette qui va être émise pour financer le plan de relance européen (750 milliards d'€) vont bien dans ce sens.

Voit-on aujourd'hui **des signes d'amélioration de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro ?**

Quand on regarde ;

- **les achats de Treasuries** par la zone euro (graphique 8b), qui reflètent l'utilisation extérieure à la zone euro de l'épargne de la zone euro ;
- **les positions Target 2** (graphique 9), qui sont d'autant plus élevées que la mobilité des capitaux privés entre les pays de la zone euro est faible, on voit **qu'il n'y a pas encore d'amélioration de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro.**