

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

8 juillet 2015 – N°571

Zone euro : la construction institutionnelle n'est pas viable

Quels sont les principes de fonctionnement présents de la zone euro ?

- *Il s'agit d'une Union Monétaire entre pays très hétérogènes, presque sans fédéralisme, presque sans solidarité ;*
- *la réponse aux chocs asymétriques ne peut alors être que la flexibilité (des prix, des salaires) ; mais il faut réaliser que les « dévaluations internes » font peser un fort risque de déflation sur les pays ayant des taux d'endettement élevés ; la flexibilité est alors extrêmement coûteuse en activité et en emploi ;*
- *pour éviter les divergences structurelles, la zone euro multiplie les règles (portant sur les budgets, la compétitivité, les balances courantes, l'inflation...). Mais cette multiplication des règles n'évite pas l'hétérogénéité structurelle basée sur la différence entre les avantages comparatifs des pays, donc leur spécialisation productive. Il en résulte une divergence de l'évolution des revenus entre les pays de la zone euro, et une perte de croissance nécessaire alors pour satisfaire les règles vues plus haut ;*
- *la divergence des situations structurelles a conduit d'abord à celle des balances courantes, et à l'apparition dans certains pays de dettes extérieures très élevées ; puis à celle des situations budgétaires, et à l'apparition dans certains pays de dettes publiques très élevées. En conséquence, il y a dans les pays en difficulté de la zone euro excès d'endettement et « debt overhang », donc perte de croissance ;*
- *s'il y a à la fois coût très élevé de la réaction aux chocs asymétriques, perte de croissance, endettements extérieurs et publics très élevés, divergence des revenus entre les pays, on comprend que certains pays puissent avoir progressivement envie de sortir de la zone euro.*

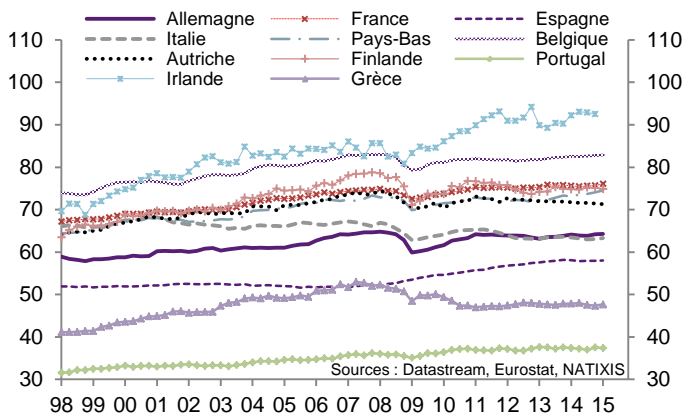
Rédacteur :
Patrick ARTUS

La zone euro est une Union Monétaire entre pays hétérogènes, avec un niveau très faible de fédéralisme

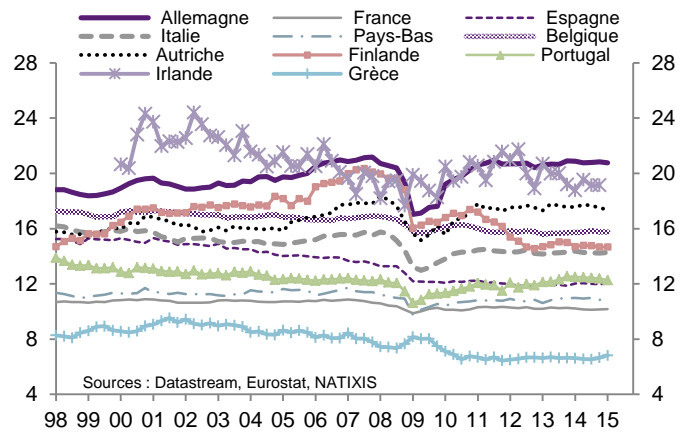
Les pays de la zone euro présentent des différences structurelles considérables :

- niveaux de productivité très différents (graphique 1) ;
- spécialisations productives très différentes, ce que montre par exemple le poids de l'industrie dans l'économie (graphique 2) ;

Graphique 1
Niveau de productivité par tête
(en milliers d'euros constants base 2010 annualisés)



Graphique 2
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier
(en % du PIB volume)



- compétences de la population active très différentes (tableau 1) ;

Tableau 1
Structure de la population de 15 à 64 ans selon le niveau d'études atteint (en %)

	2014		
	Inférieur à l'enseignement primaire, enseignement primaire et premier cycle de l'enseignement secondaire (niveaux 0-2)	Deuxième cycle de l'enseignement secondaire et enseignement post-secondaire non-supérieur (niveaux 3 et 4)	Enseignement supérieur (niveaux 5-8)
Allemagne	19,7	57,1	23,2
France	25,8	44,0	30,2
Espagne	44,5	23,9	31,7
Italie	42,3	42,7	15,0
Pays-Bas	28,8	41,5	29,8
Belgique	29,5	37,8	32,6
Autriche	20,3	52,4	27,4
Finlande	20,1	45,2	34,7
Irlande	25,6	38,6	35,8
Portugal	56,3	24,0	19,7
Grèce	33,1	42,2	24,6

Sources : Eurostat, NATIXIS

Cette Union Monétaire très hétérogène présente une **absence presque complète de fédéralisme, de solidarité**, avec la faible taille du budget européen (à peine plus de 1% du PIB), l'absence de ce fait de transferts publics importants entre les pays.

Comment le « discours officiel » envisage-t-il la pérennité d'une Union Monétaire de ce type ?

Réponse aux chocs asymétriques : la flexibilité est en réalité très coûteuse

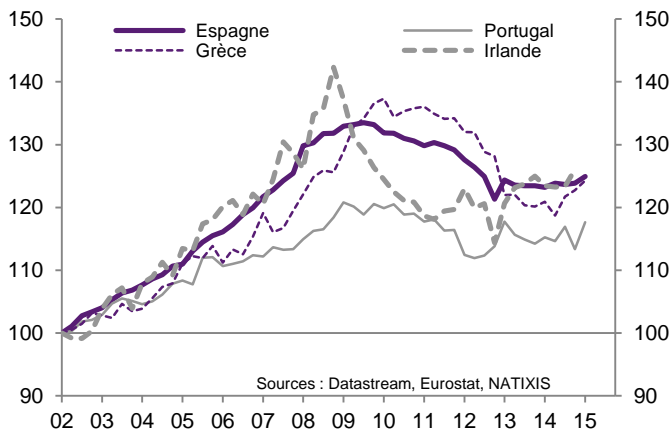
La « théorie officielle » est qu'il faut que les pays soient flexibles pour répondre aux chocs asymétriques. S'il y a recul de la demande de biens et services, il faut que les prix baissent pour soutenir la demande ; s'il y a recul de la demande de travail, il faut que les salaires baissent pour soutenir l'emploi. Il faut donc avoir recours aux « dévaluations internes ».

Mais cette « théorie officielle » oublie les coûts considérables associés aux dévaluations internes :

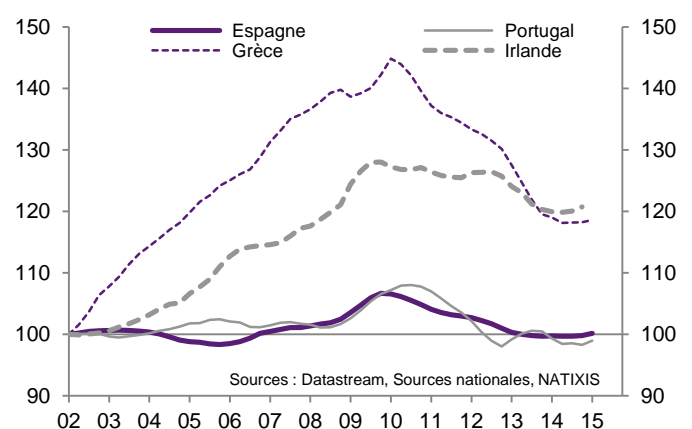
- le recul des coûts salariaux, observé par exemple depuis 2008-2009 dans les pays de la périphérie (**graphique 3a**) conduit à un **recul des salaires réels**, avec la rigidité des prix (**graphique 3b**), d'où une **forte perte de demande** (**graphique 3c**) ;
- le recul des prix et de l'activité réelle, s'il y a correction à la baisse des coûts salariaux, conduit à une **déflation par la dette** : **le PIB nominal est réduit** (**graphique 4**), ce qui fait monter les taux d'endettement et déprime encore plus la demande.

La flexibilité n'est donc pas utilisable puisqu'elle entraîne la déflation.

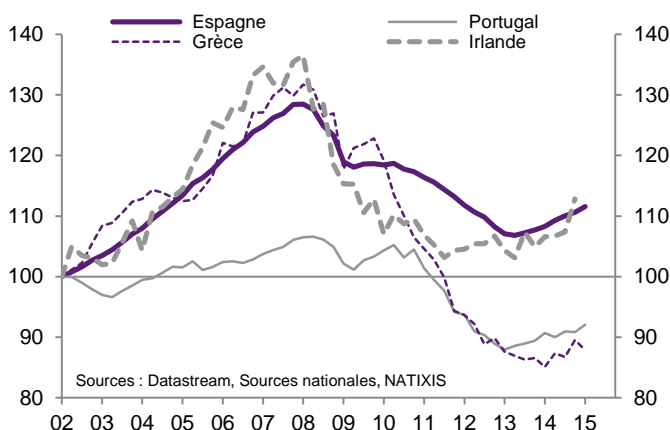
Graphique 3a
Coût salarial unitaire
(100 en 2002:1)



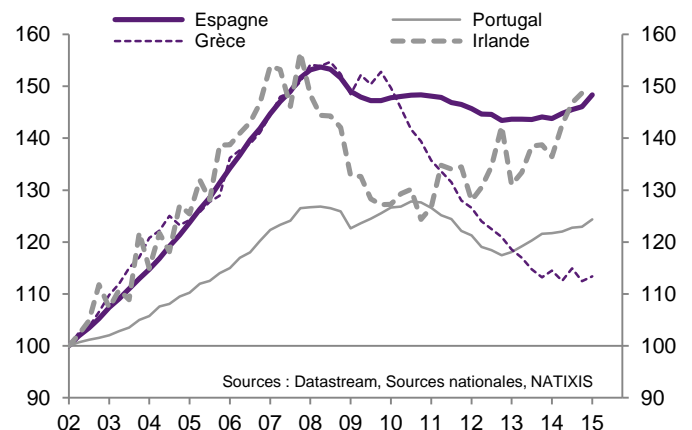
Graphique 3b
Salaire réel par tête
(déflaté par le prix conso, 100 en 2002:1)



Graphique 3c
Demande intérieure
(volume, 100 en 2002:1)



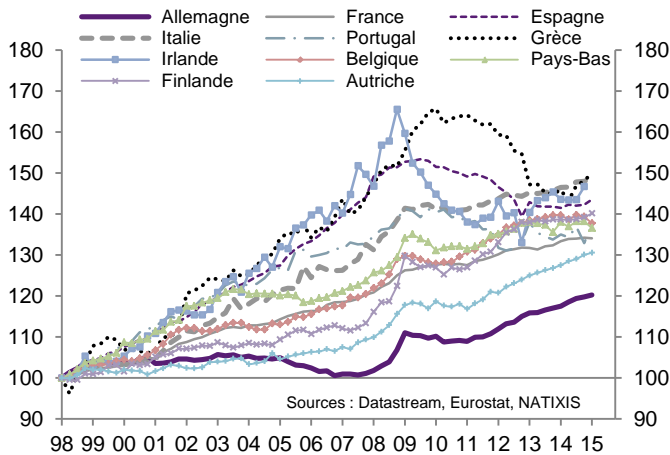
Graphique 4
PIB en valeur
(100 en 2002:1)



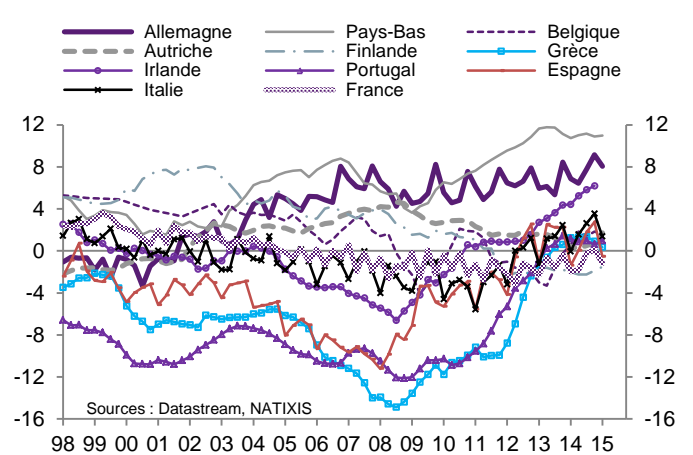
Spécialisation productive et hétérogénéité structurelle

Pour limiter l'hétérogénéité structurelle entre les pays de la zone euro, la zone euro a choisi la voie « allemande » : multiplier les règles. Elles portent maintenant sur la compétitivité (graphique 5a), la balance courante (graphique 5b), bien sûr les déficits publics (graphique 5c).

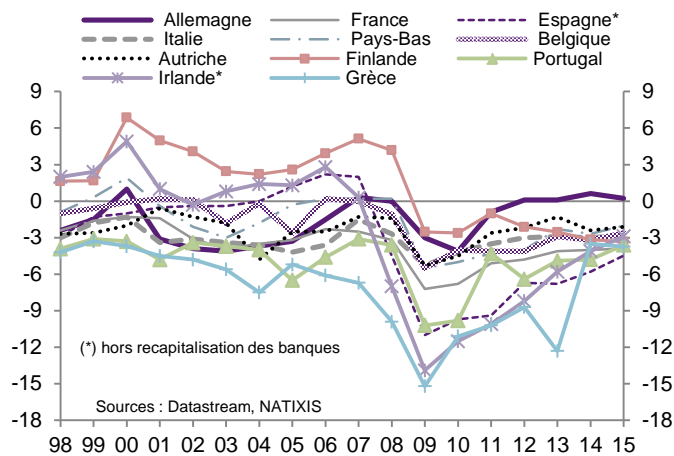
Graphique 5a
Coût salarial unitaire (100 en 1998:1)



Graphique 5b
Balance courante (en % du PIB valeur)

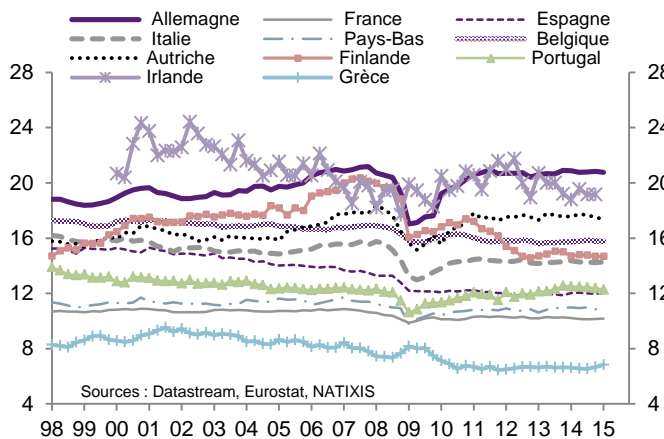


Graphique 5c
Déficit public (en % du PIB valeur)

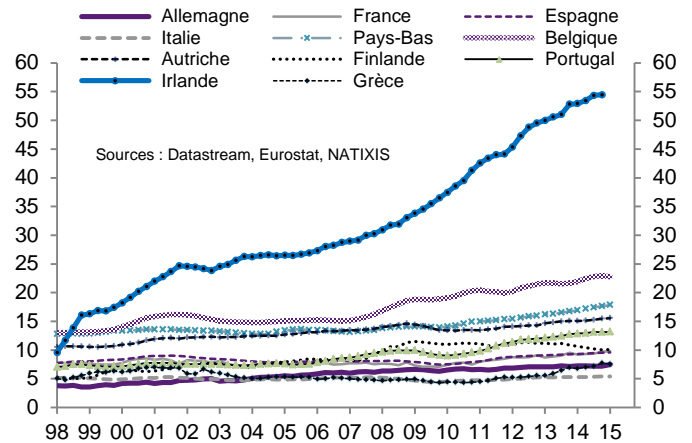


Mais ces règles n'empêchent pas l'hétérogénéité structurelle qui vient des spécialisations productives différentes des pays, qui, dans une Union Monétaire, exploitent librement leurs avantages comparatifs. On voit en particulier les poids très différents de l'industrie (graphique 6a) ou des services exportables (graphique 6b) entre ces pays.

Graphique 6a
Valeur ajoutée dans le secteur manufacturier
(en % du PIB volume)



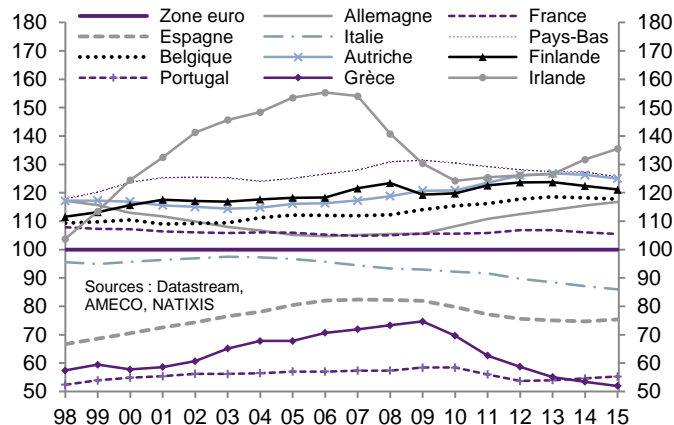
Graphique 6b
Exportations de services (valeur, en % du PIB)



Cette hétérogénéité structurelle dans les structures productives conduit :

- à la divergence des évolutions des revenus (graphique 7) ;

Graphique 7
PIB par habitant
(en % du PIB par habitant de la Zone euro)



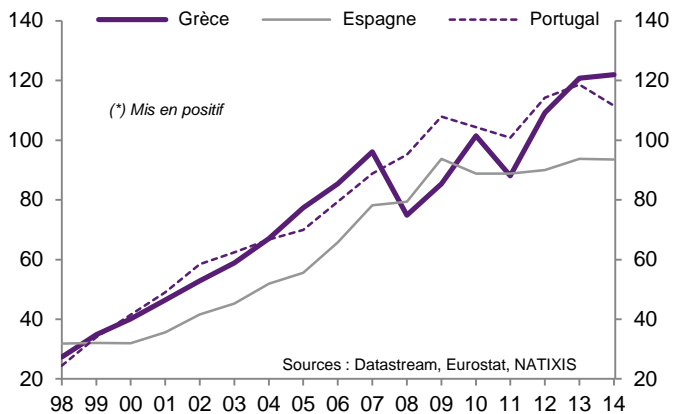
- à ce que les règles de politique économique conduisent à une perte de croissance. Les pays peu industriels (Grèce, Espagne par exemple) développent des déficits extérieurs, et sont donc contraints de réduire leur demande intérieure (graphique 3c plus haut) pour faire disparaître ce déficit extérieur. Mais ils développent alors un déficit public (graphique 5c plus haut), qu'il faut aussi faire ultérieurement disparaître.

On ne peut donc pas, sans un coût très élevé en divergence des revenus et en croissance, gérer l'hétérogénéité structurelle par des règles de politique économique.

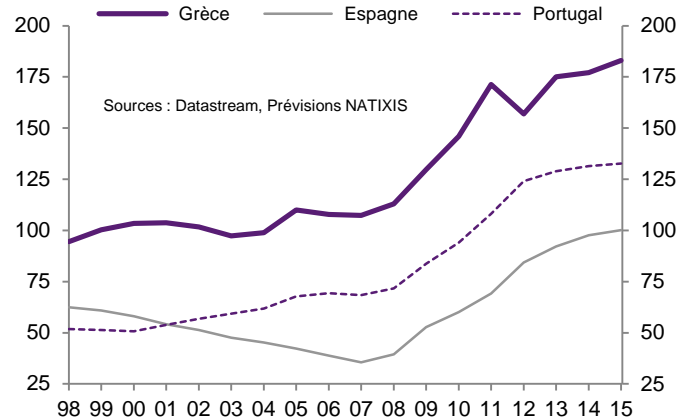
Hétérogénéité structurelle, excès d'endettement, crises financières

On vient de le voir, la spécialisation productive à l'intérieur de la zone euro a conduit à ce que certains pays aient des secteurs exportateurs de petite taille (Grèce, Espagne, Portugal), donc aient naturellement un problème de déficit extérieur (graphique 5b plus haut), donc d'endettement extérieur excessif (graphique 8a), puis, avec la nécessité de faire disparaître cet endettement extérieur, une perte d'activité qui conduit aux déficits publics (graphique 5c plus haut) et à un endettement public extérieur (graphique 8b).

Graphique 8a
Dettes extérieure nette*
 (en % du PIB valeur)



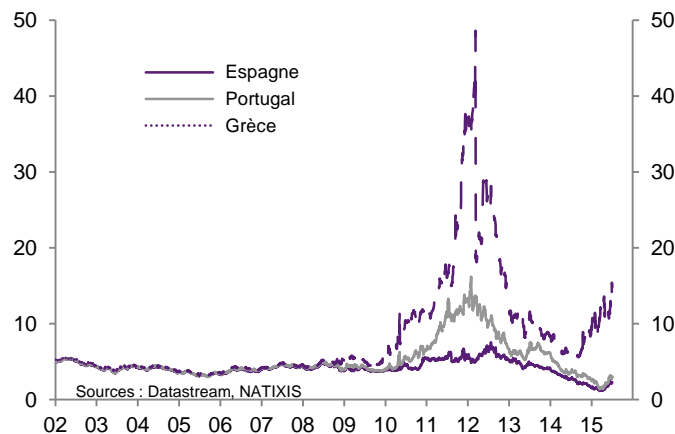
Graphique 8b
Dettes publique
 (en % du PIB valeur)



Ces pays ont donc, avec l'endettement extérieur et public excessif, subi :

- **une crise de balance des paiements** (arrêt du financement du déficit extérieur en 2008-2009) ;
- **une crise de la dette souveraine**, en 2011-2012, d'où avec ces deux crises la hausse des taux d'intérêt (**graphique 8c**) ;
- **le « debt overhang »** : l'effet négatif de l'excès d'endettement sur la demande.

Graphique 8c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat
 (en %)



Synthèse : on comprend pourquoi la zone euro n'est pas viable avec les institutions présentes

La zone euro, étant une Union Monétaire hétérogène et sans fédéralisme, est affectée de nombreuses difficultés :

- la flexibilité (des prix, des salaires...), les dévaluations internes, nécessaires pour répondre aux chocs asymétriques, conduisent à la déflation par la dette ;

- les nombreuses règles de politique économique mises en place (selon le « modèle allemand » d'Union Monétaire) n'empêchent pas la présence d'une forte hétérogénéité structurelle des pays liée aux spécialisations productives différentes, d'où divergence de l'évolution de revenus entre les pays et perte de croissance nécessaire pour respecter les règles ;
-
- l'hétérogénéité structurelle conduit aussi dans certains pays à l'excès d'endettement extérieur et d'endettement public, d'où la compression de la demande intérieure.

Ces inconvénients sont si graves qu'ils peuvent détruire la zone euro si une dose suffisante de fédéralisme, pour lutter contre les asymétries conjoncturelles et structurelles, n'est pas mise en place.

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 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 conseillers, 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 conseillers 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 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 par l'ACPR et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional de 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 analystes 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.

DISCLAIMER

The information contained in this publication and any attachment thereto is exclusively intended for a client base consisting of professionals and qualified investors. This document and any attachment thereto are strictly confidential and cannot be divulged to a third party without the prior written consent of Natixis. If you are not the intended recipient of this document and/or the attachments, please delete them and immediately notify the sender. Distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are required to inform themselves of and comply with all such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers or any other person accepts any liability to any person in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document has been developed by our economists. It does not constitute a financial analysis and has not been developed in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly, there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

This document and all attachments are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalized investment recommendation. They are intended for general distribution and the products or services described herein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. This document and any attachment thereto shall not be construed as an offer nor a solicitation for any purchase, sale or subscription. Under no circumstances should this document be considered as an official confirmation of a transaction to any person or entity and no undertaking is given that the transaction will be entered into under the terms and conditions set out herein or under any other terms and conditions. This document and any attachment thereto are based on public information and shall not be used nor considered as an undertaking from Natixis. All undertakings require the formal approval of Natixis according to its prevailing internal procedures.

Natixis has neither verified nor carried out independent analysis of the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, either express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the relevance, accuracy or completeness of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. Information does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties: as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. The statements, assumptions and opinions contained in this document may be changed or may be withdrawn by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to change at any time without notice depending on, *inter alia*, market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not anticipate any future results. The information contained in this document may include results of analyses from a quantitative model, which represent potential future events that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. Information may be changed or may be withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisers as to or in relation to the characteristics of this information. The statements, assumptions and forecasts contained in this document reflect the judgment of its author(s), unless otherwise specified, and do not reflect the judgment of any other person or of Natixis.

The information contained in this document should not be assumed to have been updated at any time subsequent to the date shown on the first page of this document and the delivery of this document does not constitute a representation by any person that such information will be updated at any time after the date of this document.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information disclosed in this presentation and Natixis does not provide any advice, including in case of investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting adviser, or any other specialist, in order to verify in particular that the transaction described in this document complies with your objectives and constraints and to obtain an independent valuation of the transaction, its risk factors and rewards.

Natixis is authorized in France by the *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation* (ACPR) as a Bank -Investment Services Provider and subject to its supervision.

Natixis is regulated by the *Autorité des Marchés Financiers* in respect of its investment services activities.

Natixis is authorized by the ACPR in France and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Prudential Regulation Authority in the United Kingdom. Details on the extent of regulation by the FCA and the Prudential Regulation Authority are available from Natixis' branch in London upon request.

Natixis is authorized by the ACPR and regulated by the BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) for the conduct of its business under the right of establishment in Germany.

Natixis is authorized by the ACPR and regulated by Bank of Spain and the CNMV (*Comisión Nacional de Mercado de Valores*) for the conduct of its business under the right of establishment in Spain.

Natixis is authorized by the ACPR and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (*Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*) for the conduct of its business under the right of establishment in Italy.

Natixis is authorized by the ACPR and regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA) for the conduct of its business in and from the Dubai International Financial Centre (DIFC). The document is being made available to the recipient with the understanding that it meets the DFSA definition of a Professional Client; the recipient is otherwise required to inform Natixis if this is not the case and return the document. The recipient also acknowledges and understands that neither the document nor its contents have been approved, licensed by or registered with any regulatory body or governmental agency in the GCC or Lebanon.

All of the views expressed in this research report accurately reflect the research analyst's personal views regarding any and all of the subject securities or issuers. No part of analyst compensation was, is or will be, directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

(I)WE, ANALYST(S), WHO WROTE THIS REPORT HEREBY CERTIFY THAT THE VIEWS EXPRESSED IN THIS REPORT ACCURATELY REFLECT OUR(MY) PERSONAL VIEWS ABOUT THE SUBJECT COMPANY OR COMPANIES AND ITS OR THEIR SECURITIES, AND THAT NO PART OF OUR COMPENSATION WAS, IS OR WILL BE, DIRECTLY OR INDIRECTLY, RELATED TO THE SPECIFIC RECOMMENDATIONS OR VIEWS EXPRESSED IN THIS REPORT.

The personal views of analysts may differ from one another. Natixis, its subsidiaries and affiliates may have issued or may issue reports that are inconsistent with, and/or reach different conclusions from, the information presented herein.

Natixis, a foreign bank and broker-dealer, makes this research report available solely for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6 under the U.S. securities

Exchange Act of 1934. This document shall not be distributed to any other persons in the United States. All major U.S. institutional investors receiving this document shall not distribute the original nor a copy thereof to any other person in the United States. Natixis Securities Americas LLC, a U.S. registered broker-dealer and member of FINRA, is a subsidiary of Natixis. Natixis Securities Americas LLC did not participate in the preparation of this research report and as such assumes no responsibility for its content. This research report has been prepared and reviewed by research analysts employed by Natixis, who are not associated persons of Natixis Securities Americas LLC and are not registered or qualified as research analysts with FINRA, and are not subject to the rules of the FINRA. In order to receive any additional information about or to effect a transaction in any security or financial instrument mentioned herein, please contact your usual registered representative at Natixis Securities Americas LLC, by email or by mail at 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020