

Flash Economie

11 avril 2017 - 472

Que va-t-il se passer dans la zone euro d'un point de vue positif et non normatif ?

Il est difficile en réalité de croire :

- qu'il y aura dans la zone euro une coordination des politiques fiscales qui influencent la compétitivité-coût ; les pays veulent garder la liberté de choisir ces politiques (cotisations sociales, taxation des profits...);
- qu'il y aura un budget de la zone euro de taille suffisante ou une mutualisation des dettes publiques permettant de réduire significativement l'hétérogénéité entre les pays ; un grand nombre de pays rejettent le principe d'une « union de transferts » ;
- que l'Allemagne réduira son excédent d'épargne, alors qu'il est dû à des causes structurelles : la capacité de l'Allemagne à exporter, le vieillissement démographique ;
- que la zone euro pourrait constituer, au-delà du Plan Juncker, un grand fonds d'investissement (par exemple pour investir dans les énergies renouvelables) financé par l'excédent d'épargne des pays qui en ont un ; la rentabilité économique de ces investissements supplémentaires n'est pas assurée.

Si la zone euro reste alors sur sa trajectoire tendancielle, sans modification majeure de son organisation et de ses institutions, on continuera à voir la divergence des niveaux de revenu, les migrations de population de la périphérie vers le centre ; à terme, soit la zone euro aura éclaté, soit elle sera constituée de l'assemblage de régions pauvres (de plus en plus pauvres relativement) et de régions riches.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Une approche positive et non normative

Le débat sur la réforme de l'organisation, des institutions, de la zone euro est aujourd'hui très vif. Ce débat porte sur le processus de décision, le rôle du Parlement Européen, l'excédent extérieur de l'Allemagne, les règles budgétaires, la constitution d'un budget de la zone euro. Certains espèrent que, assez rapidement, les politiques fiscales et sociales des pays de la zone euro seront coordonnées, que des investissements publics considérables seront mis en place, qu'un budget important de la zone euro sera constitué.

Mais, si on prend un point de vue positif et non normatif, croit-on vraiment à ces évolutions ?

Quelles évolutions, d'un point de vue positif, prévisionnel ?

- (1) **On parle souvent de la coordination des politiques fiscales, et il serait effectivement nécessaire de coordonner les politiques fiscales lorsqu'elles ont un effet sur la compétitivité-coût des pays.** Il s'agit en particulier des cotisations sociales des entreprises (graphique 1), de la taxation des profits des entreprises (tableau 1).

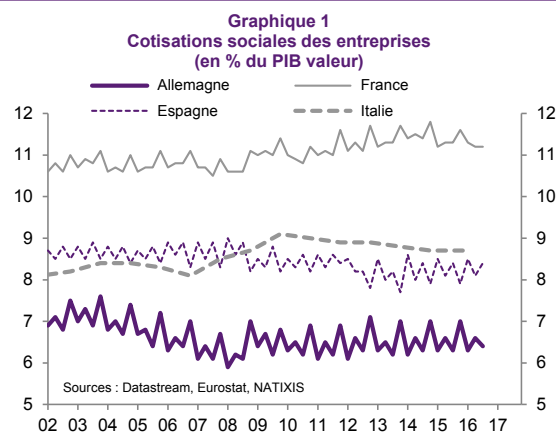


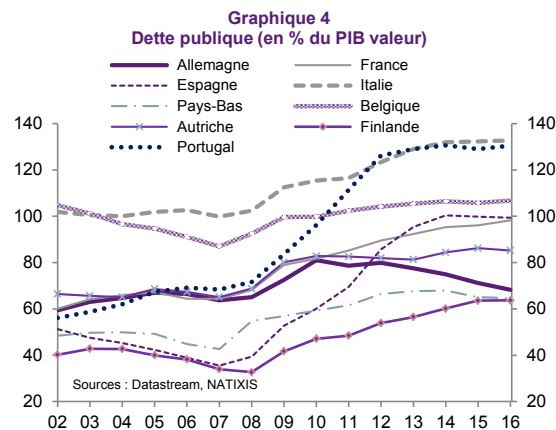
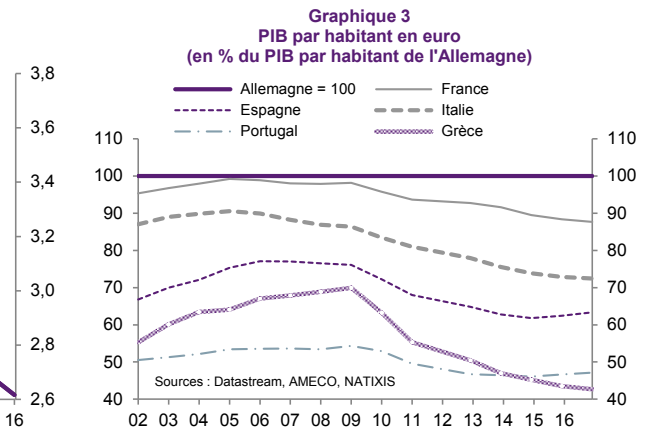
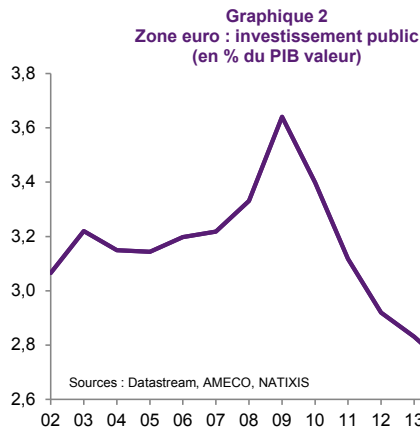
Tableau 1 : Taux d'imposition des profits des sociétés (2016, en %)

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

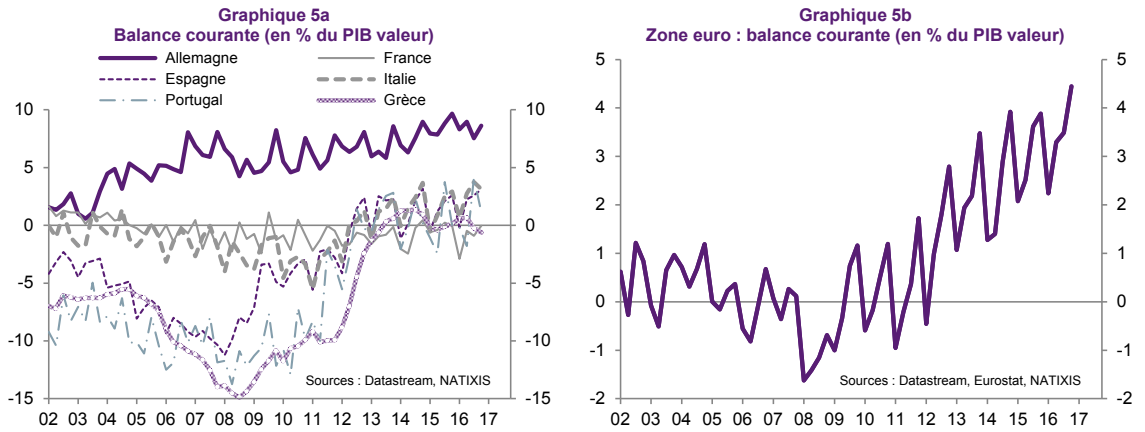
Mais croit-on vraiment que les Parlements nationaux des pays de la zone euro vont accepter de perdre la liberté de modifier la fiscalité ?

- (2) On évoque souvent la nécessité de créer un budget de taille suffisante de la zone euro, pour pouvoir développer les investissements publics (graphique 2) et pour pouvoir, avec des transferts, réduire l'hétérogénéité des niveaux de vie entre les pays (graphique 3) ; aussi de mutualiser une partie des dettes publiques (graphique 4) afin d'assurer la solvabilité budgétaire de tous les pays de la zone euro.

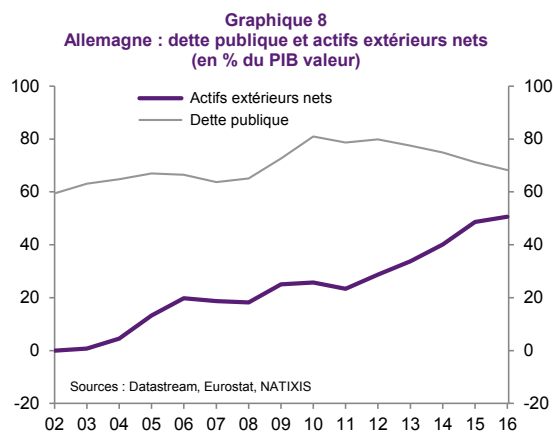
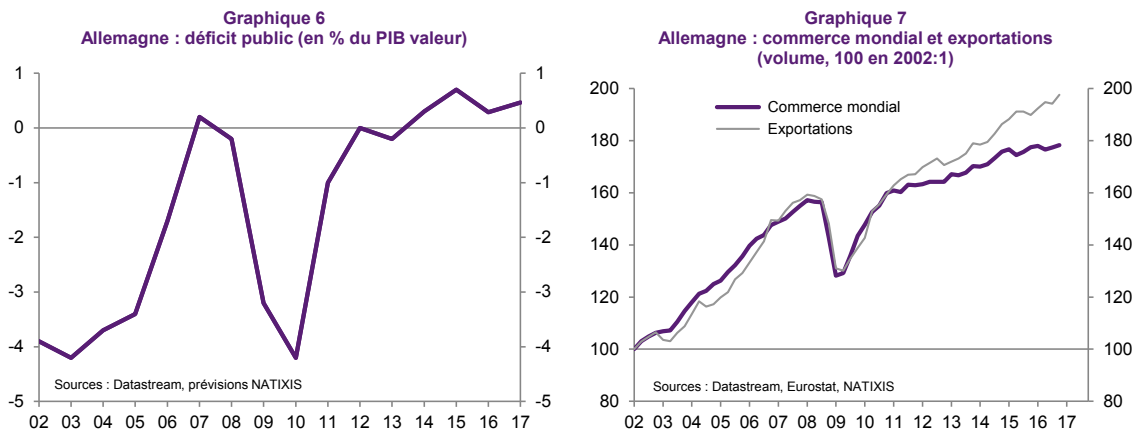


Mais croit-on vraiment que l'Allemagne va accepter la mise en place d'une « union de transferts » avec un budget fédéral, et de supporter une partie du risque souverain des autres pays ?

- (3) On critique souvent l'excédent extérieur très important de l'Allemagne, d'autant plus que l'excès d'épargne correspondant n'est plus prêté aux autres pays de la zone euro qui ont dû faire disparaître leur déficit extérieur (graphique 5a), ce qui explique que la zone euro globalement a aussi un excédent extérieur (graphique 5b).



Une relance de la demande intérieure en Allemagne soutiendrait donc la demande de la zone euro. **Mais croit-on vraiment que l'Allemagne va renoncer à son excédent extérieur (graphique 5a), à son excédent budgétaire (graphique 6) alors que l'excédent extérieur vient de sa forte capacité à exporter (graphique 7), que le vieillissement démographique pousse l'Allemagne à réduire sa dette publique et à accroître ses actifs extérieurs (graphique 8) ?**



(4) On suggère souvent la création d'un grand fonds d'investissement de la zone euro, allant bien au-delà du Plan Juncker (tableau 2).

Tableau 2 : Etat des lieux du Plan Juncker (mars 2017)

Total des investissements lié aux approbations du EFSI

Montant total	Nombre de transactions approuvées
177,7	461

Participation financière du EFSI approuvée*

Montants approuvés	Montants signés
32,8	

* EIB : 24,3 en Mds d'€ 22,9 en Mds d'€

* EIF : 8,5 en Mds d'€

EFSI investissement par secteur

Energie	24%
Petites entreprises	29%
Recherche et innovation	21%
Numérique	10%
Transports	9%
Environnement et efficacité des ressources	4%
Infrastructure sociale	3%

Sources : Commission Européenne, Natixis

Ce plan servirait en particulier à **développer les émergents renouvelables** plus vite qu'aujourd'hui (tableau 3).

Tableau 3 : Zone euro : structure de production de l'énergie (en %)

Année	Pétrole	Gaz naturel	Charbon*	Energie nucléaire	Energies renouvelables**	Total
1996	3,6	22,7	22,2	38,2	13,3	100,0
1997	3,6	21,1	21,9	39,6	13,7	100,0
1998	3,6	20,9	20,6	40,3	14,6	100,0
1999	3,3	19,9	20,3	41,5	14,9	100,0
2000	3,3	19,1	19,2	43,0	15,4	100,0
2001	3,1	19,5	18,3	43,0	16,1	100,0
2002	3,6	18,9	18,3	43,4	15,7	100,0
2003	3,7	18,1	18,0	43,2	17,1	100,0
2004	3,5	19,2	17,1	42,7	17,5	100,0
2005	3,5	17,9	17,1	43,0	18,4	100,0
2006	3,4	17,6	16,3	43,0	19,7	100,0
2007	3,5	17,2	16,3	41,1	21,9	100,0
2008	3,2	17,7	14,8	41,1	23,2	100,0
2009	3,0	17,3	14,6	39,8	25,3	100,0
2010	2,8	17,5	13,6	39,6	26,5	100,0
2011	2,8	16,8	14,1	39,7	26,6	100,0
2012	2,8	16,4	14,0	37,8	28,9	100,0
2013	2,8	16,6	13,2	36,6	30,7	100,0
2014	3,0	13,9	13,2	37,9	32,0	100,0
2015	3,0	11,6	12,9	38,7	33,8	100,0

(*) Inclut les résidus de charbon.

(**) Inclut l'énergie électrique obtenue par l'utilisation du gaz de décharge, hydraulique, des déchets biogènes, l'énergie éolienne, photovoltaïque et solaire thermique.

Sources : IEA, Natixis

L'autre intérêt de ce plan d'investissement serait **d'utiliser l'excès d'épargne de l'Allemagne pour financer des investissements dans le reste de la zone euro**, ce qui rétablirait la mobilité des capitaux à l'intérieur de la zone euro.

Mais croit-on que ces investissements sont suffisamment rentables pour attirer spontanément l'épargne privée ? Le Plan Juncker et les fonds d'infrastructure n'épuisent-ils pas les investissements rentables ?

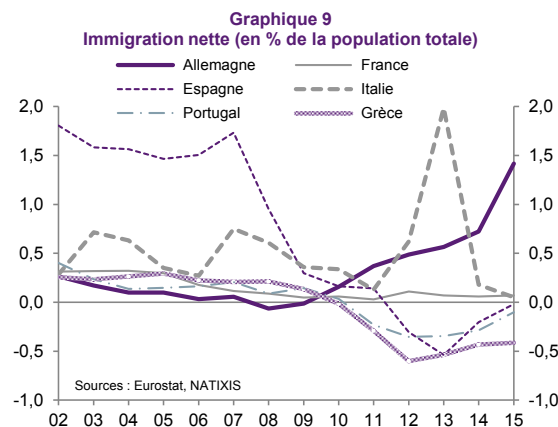
Synthèse : honnêtement, la trajectoire tendancielle n'est-elle pas la plus probable ?

Il serait utile que, dans la zone euro :

- il y ait coordination des politiques fiscales ;
- il y ait un budget fédéral de grande taille et mutualisation d'une partie des dettes publiques ;
- l'Allemagne relance sa demande intérieure ;
- il soit construit, au-delà du Plan Juncker, un grand plan d'investissement de la zone euro.

Mais nous ne pensons pas que ces évolutions soient vraisemblables : elles heurtent trop l'indépendance des Parlements nationaux, le rejet d'une Union de transferts, le rejet du partage du risque souverain ; l'excédent extérieur de l'Allemagne a des causes structurelles durables ; il n'est pas clair qu'il existe des investissements publics rentables économiquement au-delà de ceux qui sont déjà financés.

Si ces évolutions n'ont pas lieu, la zone euro restera sur sa trajectoire tendancielle, avec hétérogénéité croissante des niveaux de revenu (graphique 3 plus haut), **migrations des pays de la périphérie en difficulté vers les pays du centre** (graphique 9).



Cette trajectoire tendancielle conduit à une **situation difficile à accepter** : la juxtaposition dans la zone euro de pays riches et de pays pauvres, l'émigration des jeunes qualifiés dans les pays en difficulté.

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 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 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'exercent 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 en matière 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 propres 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 (CERTIFICATIONS) 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>