

Flash Economie

9 janvier 2019 - 31

L'excédent extérieur de la zone euro est-il favorable ou au contraire critiquable ?

La zone euro a depuis 2012 un excédent extérieur croissant, dû à la disparition des déficits extérieurs dans les pays périphériques de la zone euro et au maintien d'un excédent extérieur très important en Allemagne et aux Pays-Bas.

Cet excédent extérieur est-il favorable ou critiquable ?

- Dans la perspective du vieillissement démographique il permet à zone euro de faire disparaître sa dette extérieure.
- Il peut être utile si la zone euro peut être confrontée à des sorties importantes de capitaux, car il évite alors une crise de balance des paiements et de change, mais est-ce le cas ? La zone euro ne profite-t-elle pas au contraire du statut de monnaie de réserve de l'euro ? On voit en fait de fortes sorties de capitaux depuis 2014 dans la zone euro ;
- Y a-t-il une insuffisance d'investissements efficaces dans la zone euro (investissement des entreprises, en Nouvelles Technologies, investissements publics productifs) ? Si c'est le cas, il vaudrait mieux utiliser l'épargne de la zone euro à financer ces investissements plutôt que de la prêter au Reste du Monde, et c'est effectivement le cas.

Au total, faut-il se féliciter ou se désoler de l'excédent extérieur présent de la zone euro ?

Certes, il permet de réduire la dette extérieure dans la perspective du vieillissement et compenser les sorties de capitaux, mais il révèle la faiblesse des investissements utiles dans la zone euro.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

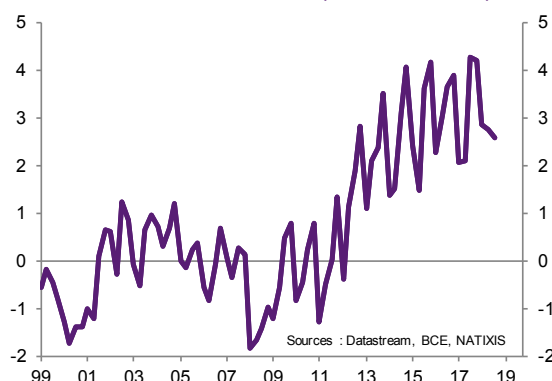
www.research.natixis.com

Excédent extérieur important de la zone euro depuis 2012

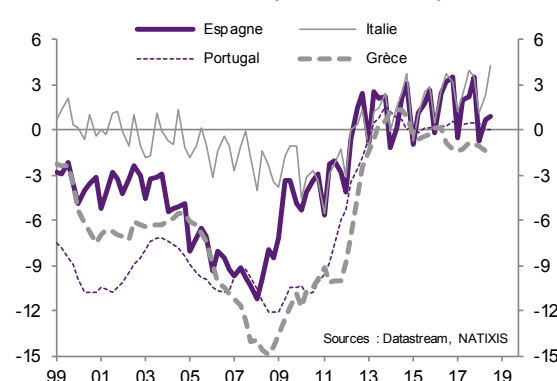
Depuis 2012, la zone euro dégage un excédent extérieur qui est devenu important (graphique 1a) et qui est dû :

- à la disparition des déficits extérieurs, qui n'étaient plus finançables, des pays périphériques de la zone euro (graphique 1b) ;
- au maintien d'un excédent extérieur très important en Allemagne et aux Pays-Bas (graphique 1c).

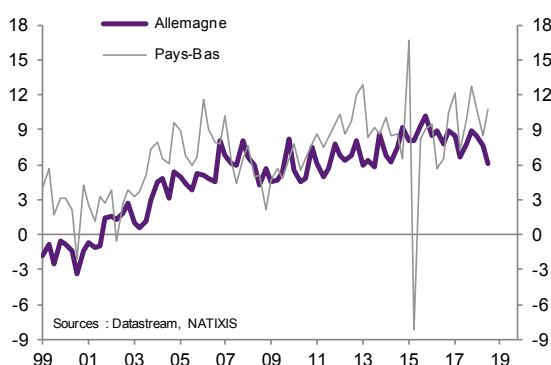
Graphique 1a
Zone euro : balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 1b
Balance courante (en % du PIB valeur)



Graphique 1c
Balance courante (en % du PIB valeur)

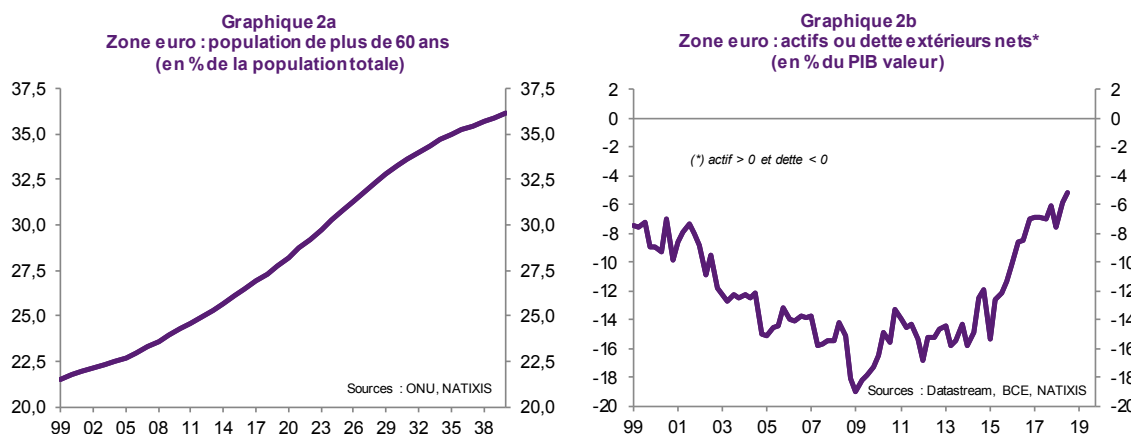


Cet excédent extérieur important de la zone euro est-il favorable ou critiquable ?

Trois critères pour juger de la pertinence de l'excédent extérieur de la zone euro

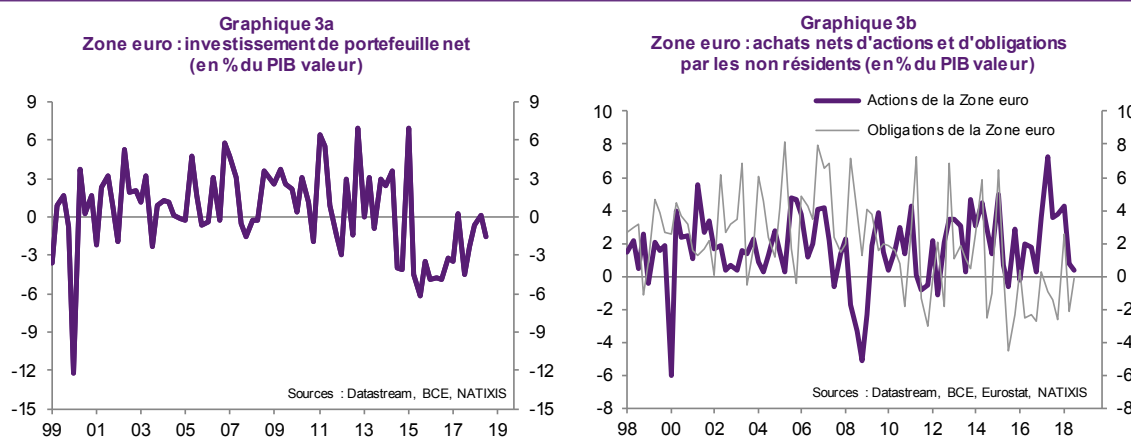
1- Une évolution favorable dans la perspective du vieillissement démographique

Le vieillissement démographique à venir dans la zone euro (graphique 2a) doit pousser la zone euro à accumuler des actifs extérieurs qui seront utilisés plus tard pour soutenir le revenu quand le vieillissement sera présent. Les excédents extérieurs de la zone euro sont alors nécessaires aujourd'hui pour faire disparaître sa dette extérieure (graphique 2b).

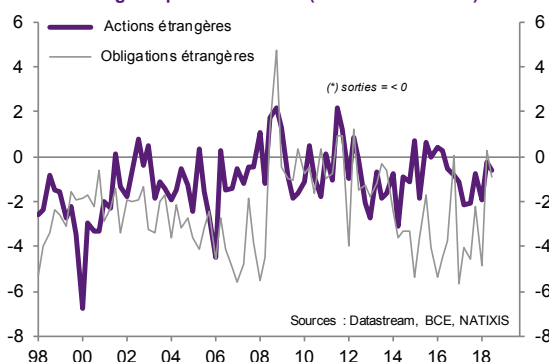


2- Une protection contre les sorties de capitaux

Un excédent extérieur permet de résister à des sorties de capitaux, tandis qu'un pays qui a un déficit extérieur est menacé d'une crise de balance des paiements et d'une crise de change s'il subit des sorties de capitaux. La zone euro peut-elle être confrontée à des sorties importantes de capitaux ? Les graphiques 3a/b/c montrent de fortes sorties de capitaux depuis 2014, de la part des non-résidents (en obligations), et des résidents (en actions et en obligations).



Graphique 3c
Zone euro : achats nets d'actions et obligations étrangères par les résidents (en % du PIB valeur)



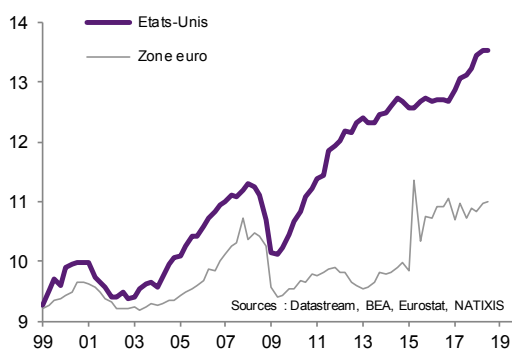
3- Une insuffisance d'investissements efficaces dans la zone euro ?

S'il y a une insuffisance d'investissements efficaces dans la zone euro, il vaudrait mieux utiliser l'épargne de la zone euro pour financer un supplément d'investissement plutôt que de la prêter au Reste du Monde avec l'excédent extérieur de la zone euro.

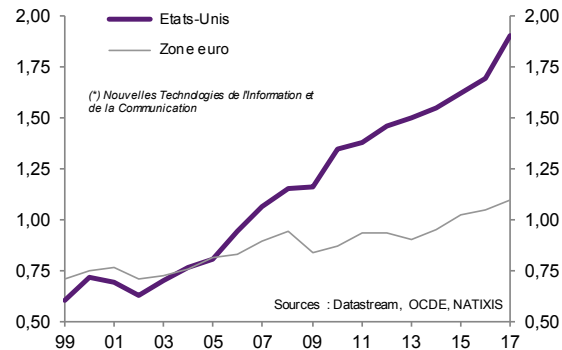
Regardons et comparons la zone euro aux Etats-Unis en ce qui concerne :

- l'investissement productif des entreprises (graphique 4a) ;
- l'investissement en Nouvelles Technologies (graphique 4b) ;
- l'investissement public (graphique 4c) ;
- l'investissement en logements (graphique 4d).

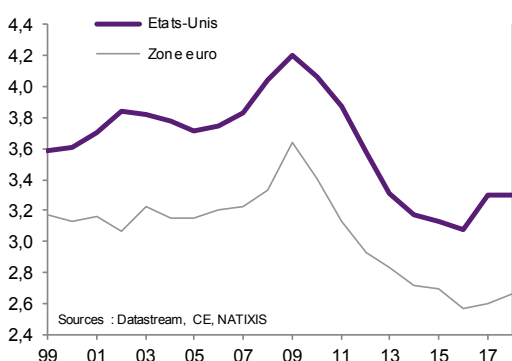
Graphique 4a
Investissement productif en volume (en % du PIB en volume)



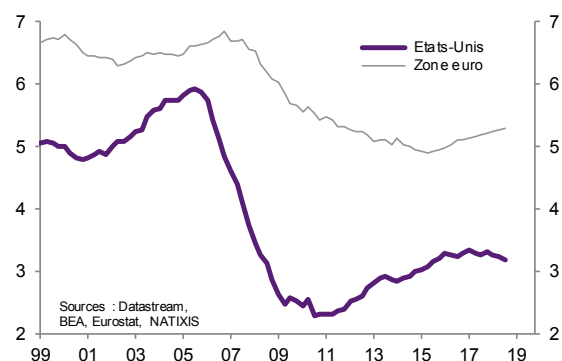
Graphique 4b
Investissement NTIC* hors logiciels (volume, en % du PIB volume)



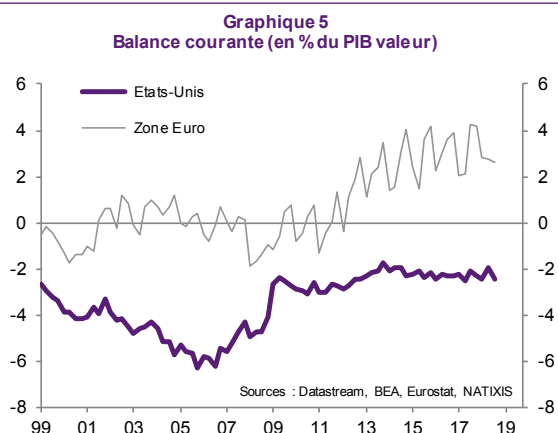
Graphique 4c
Investissement public (en % du PIB valeur)



Graphique 4d
Investissement en logements (volume, en % du PIB en volume)



Le contraste entre l'excédent extérieur de la zone euro et le déficit extérieur des Etats-Unis (**graphique 5**) vient-il d'une insuffisance d'investissement utile dans la zone euro ?



La réponse est partiellement positive, avec la faiblesse dans la zone euro de l'investissement productif, en Nouvelles Technologies et de l'investissement public ; mais l'investissement en logements est aussi plus élevé dans la zone euro qu'aux Etats-Unis.

Synthèse : l'excédent extérieur présent de la zone euro est-il un problème ?

L'excédent extérieur présent de la zone euro :

- 1- Permet clairement à la zone euro de **faire disparaître sa dette extérieure nette, ce qui est utile dans la perspective du vieillissement démographique ;**
- 2- **Compense les sorties de capitaux de la zone euro depuis 2014.**

Le rôle de **monnaie de réserve de l'euro (tableau 1)** a beaucoup diminué de 2009 à 2016.

Tableau 1 : structure par devises des réserves de change des Banques Centrales (en %)

Année	Dollars U.S	Euros*	Livre Sterling	Yen	Franc suisse	Autres monnaies**	Dont			
							Dollar Australien	Dollar Canadien	RMB	Autres
1999	71,25	17,98	2,81	6,07	0,25	1,64	-	-	-	-
2000	71,73	17,57	2,79	6,21	0,24	1,47	-	-	-	-
2001	71,98	18,36	2,69	5,33	0,26	1,39	-	-	-	-
2002	68,52	21,79	2,83	4,95	0,34	1,57	-	-	-	-
2003	66,18	24,74	2,66	4,35	0,23	1,84	-	-	-	-
2004	66,72	23,80	3,09	4,28	0,20	1,91	-	-	-	-
2005	65,89	24,37	3,73	4,12	0,15	1,76	-	-	-	-
2006	65,78	24,54	4,32	3,48	0,16	1,71	-	-	-	-
2007	64,43	25,58	4,75	3,08	0,16	1,99	-	-	-	-
2008	63,37	26,16	4,66	3,48	0,15	2,17	-	-	-	-
2009	62,88	27,26	4,20	2,96	0,12	2,58	-	-	-	-
2010	61,92	26,54	4,11	3,33	0,11	3,98	-	-	-	-
2011	61,37	25,87	3,96	3,66	0,15	4,99	-	-	-	-
2012	61,50	24,06	4,04	4,09	0,21	6,10	1,46	1,43	-	3,21
2013	61,76	23,81	3,90	3,84	0,26	6,44	1,71	1,76	-	2,97
2014	63,97	22,25	3,75	3,59	0,24	6,20	1,68	1,78	-	2,74
2015	65,64	19,71	4,43	3,66	0,27	6,28	1,64	1,77	-	2,77
2016 Q1	65,46	19,55	4,63	3,68	0,19	6,48	1,72	1,81	-	2,96
2016 Q2	65,22	19,41	4,54	4,10	0,18	6,55	1,70	1,83	-	3,02
2016 Q3	64,70	19,68	4,39	4,21	0,18	6,85	1,80	1,91	-	3,14
2016 Q4	65,36	19,14	4,34	3,96	0,17	7,04	1,69	1,94	1,07	2,34
2017 Q1	64,68	19,28	4,27	4,54	0,17	7,07	1,77	1,90	1,07	2,33
2017 Q2	63,83	19,95	4,41	4,63	0,17	6,99	1,75	1,93	1,07	2,24
2017 Q3	63,52	20,06	4,49	4,52	0,17	7,22	1,77	2,00	1,12	2,33
2017 Q4	62,72	20,16	4,53	4,90	0,18	7,50	1,80	2,03	1,23	2,44
2018 Q1	62,47	20,40	4,68	4,82	0,18	7,45	1,70	1,86	1,40	2,48
2018 Q2	62,25	20,26	4,48	4,97	0,16	7,89	1,70	1,91	1,84	2,44

(*) Jusqu'en 1998 Deutsche mark, Francs Français, ECUs

(**) Dont dollar canadien, dollar australien et RMB

3- Mais correspond à une insuffisance des investissements utiles dans 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), SOUS-SIGNE(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>