

Flash Economie

4 janvier 2018 - 11

La zone euro n'a rien d'un ensemble économique et financier unifié

La comparaison entre la zone euro et les Etats-Unis ou la Chine n'a pas de sens : la zone euro n'est pas un ensemble économique et financier unifié.

En effet :

- les marchés des capitaux et du crédit bancaire sont segmentés entre les pays de la zone euro ;
- les fonctionnements et les règles du marché du travail sont différents ;
- il n'y a pas de grande entreprise dans les secteurs d'avenir ou de banque paneuropéenne ;
- les politiques économiques (autres que la politique monétaire bien sûr) ne sont pas coordonnées ;
- les choix sociaux, les rôles de l'Etat restent différents.

La zone euro reste une collection de pays, n'est pas du tout un pays en soi.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

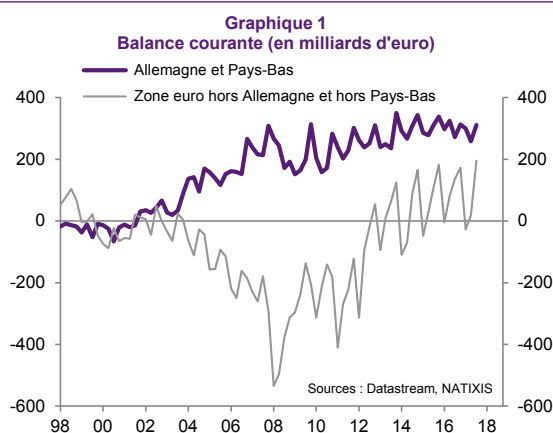
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Les cinq raisons pour lesquelles la zone euro n'est pas un ensemble économique et financier unifié

1- Les marchés des capitaux et du crédit bancaire restent segmentés entre les pays de la zone euro

Les pays à excédent d'épargne de la zone euro (Allemagne, Pays-Bas) ne prêtent plus, depuis le début des années 2010 leur épargne aux autres pays de la zone euro : l'excédent extérieur de l'Allemagne et des Pays-Bas n'a plus comme contrepartie le déficit extérieur des autres pays (graphique 1).



Les portefeuilles des investisseurs et des banques deviennent de plus en plus nationaux (le **tableau 1** montre la baisse de la détention des dettes publiques par les non-résidents depuis 2010, le **tableau 2** montre que les banques détiennent surtout des dettes publiques de leur pays).

Tableau 1 : Part de la détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'Etat (en %)

	Allemagne	France	Espagne	Italie
1998	-	22,6	44,3	30,1
1999	43,5	28,0	44,3	35,4
2000	46,3	33,7	44,3	40,6
2001	47,5	38,4	44,3	38,3
2002	48,4	41,9	44,3	39,6
2003	48,8	48,0	41,8	43,5
2004	49,2	52,7	46,6	43,3
2005	52,8	56,5	46,0	48,2
2006	55,1	59,0	44,7	50,6
2007	57,9	60,5	42,6	49,1
2008	59,2	64,1	47,8	47,7
2009	60,6	67,8	46,1	49,9
2010	66,2	67,0	54,7	46,4
2011	71,2	64,0	51,5	41,9
2012	72,6	61,9	36,1	37,0
2013	71,8	63,5	41,1	35,7
2014	73,4	63,6	47,1	37,5
2015	69,1	61,9	50,9	38,1
2016	64,0	58,5	48,4	36,1
2017	61,3	56,4	45,0	34,7

Sources : Banques Centrales, AFT, Trésor Public, Natixis

Tableau 2 : Dettes souveraines* détenues par les banques des pays de la zone euro (en Mds d'euro)

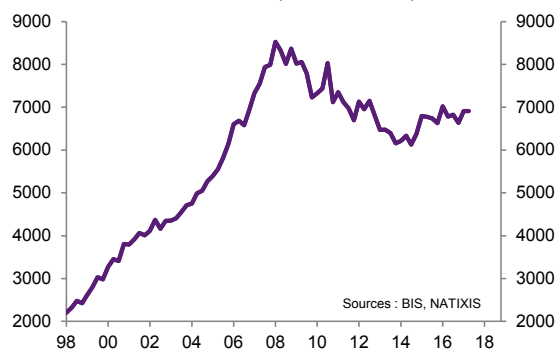
Banques -->	Autriche	Belgique	Allemagne	Espagne	Finlande	France	Irlande	Italie	Pays-Bas
Dettes souveraines									
Autriche	9,77	0,45	6,31	0,02	0,11	6,85	0,03	13,03	5,58
Belgique	0,17	48,31	5,17	0,25	0,11	27,43	0,43	0,99	17,07
Chypre	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estonie	0,00	0,00	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Finlande	0,21	0,05	3,74	0,18	0,92	2,45	0,06	0,23	5,69
France	0,72	4,38	13,89	2,15	0,10	272,86	1,23	8,94	15,73
Allemagne	1,03	0,16	217,53	0,00	2,17	17,19	0,21	33,09	24,76
Grèce	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Irlande	0,21	0,91	1,62	0,00	0,00	1,72	19,28	0,21	0,01
Italie	1,14	4,93	14,70	24,73	0,00	30,47	1,48	171,95	4,31
Lettonie	0,02	0,02	0,26	0,00	0,00	0,01	0,00	0,05	0,00
Lituanie	0,02	0,01	0,33	0,01	0,02	0,07	0,00	0,07	0,00
Luxembourg	0,01	0,01	3,14	0,00	0,00	0,48	0,00	0,05	0,36
Malte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pays-Bas	0,49	0,24	9,03	0,52	1,22	8,38	0,39	0,88	76,02
Portugal	0,21	0,26	2,02	12,45	0,00	2,73	0,15	0,15	0,00
Slovaquie	7,41	2,58	0,37	0,00	0,00	0,43	0,05	2,85	0,14
Slovénie	0,32	0,02	0,63	0,00	0,00	0,41	0,01	1,03	0,00
Espagne	0,98	2,50	9,00	211,47	0,00	13,76	1,50	22,10	3,77
Total (Banques)	22,73	64,83	287,79	251,78	4,68	385,23	24,83	255,64	153,44

(*) Stress test avec les données de Juillet 2016

Sources : European Banking Association

L'encours de crédit transfrontière, enfin, a reculé depuis la crise dans la zone euro (graphique 2).

Graphique 2
Zone euro : encours de créances bancaires transfrontières (en Mds d'euros)



Tout ceci montre la segmentation des marchés des capitaux et du crédit dans la zone euro.

2- Les fonctionnements et les règles du marché du travail sont différents

On observe en particulier :

- **un effet du taux de chômage sur la croissance des salaires** (un effet de Courbe de Phillips) très différent d'un pays à l'autre (tableau 3) ;

Tableau 3 : Effet du taux de chômage sur la croissance du salaire nominal

	2002-2017	2010-2017
Allemagne	0,43	0,07
France	0,63	0,64
Espagne	0,32	0,00
Italie	0,37	0,19

Source : Calcul Natixis

- **des niveaux du salaire et du salaire minimum très différents d'un pays de la zone euro à l'autre** (tableaux 4/5) ;

Tableau 4 : Salaire horaire dans l'industrie manufacturière yc charges sociales (en €)

	1998	2003	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
Belgique	26,5	32,9	36,4	38,3	40,1	40,8	42,0	42,7	43,2	43,3	43,3	43,6
Allemagne	25,7	29,8	32,3	32,9	32,8	34,3	35,0	36,1	37,1	37,8	38,7	39,3
Estonie	2,3	3,6	6,8	7,6	8,6	9,7	8,2	8,9	9,4	10,0	10,6	11,2
Irlande	14,9	20,9	28,0	26,4	26,0	26,2	30,5	30,3	30,9	30,6	31,3	31,6
Grèce	9,2	12,7	17,0	16,3	14,5	12,7	15,5	14,6	14,7	14,6	14,6	14,7
Espagne	14,9	15,6	20,3	21,5	21,7	22,0	22,4	22,7	22,8	22,6	22,7	22,9
France	23,2	28,0	33,3	32,9	34,2	35,5	35,7	36,0	36,5	37,0	37,6	38,0
Italie	17,5	19,8	23,6	24,8	25,6	26,1	26,8	27,2	27,5	27,4	27,3	27,6
Chypre	7,5	9,5	12,0	12,4	12,9	13,3	13,5	14,0	14,5	15,1	15,6	15,6
Lettonie	1,7	2,2	5,2	5,1	4,9	5,0	5,5	5,8	6,1	6,7	7,1	7,6
Lituanie	2,0	2,9	5,5	5,3	5,2	5,3	5,5	5,9	6,1	6,6	7,1	7,8
Luxembourg	21,9	24,7	28,2	29,1	30,0	31,4	30,1	30,9	31,4	31,2	31,1	31,6
Malte		7,5	9,6	9,0	9,7	10,1	10,0	10,4	10,6	11,0	12,0	12,5
Pays-Bas	21,4	27,2	30,3	30,6	31,3	32,2	33,1	33,6	34,7	34,9	35,3	35,9
Autriche	22,7	26,3	29,0	30,8	30,3	31,1	32,4	33,4	34,3	35,0	35,5	36,3
Portugal	6,4	8,1	9,5	10,1	10,3	10,5	10,9	10,7	10,6	11,0	11,3	11,5
Slovénie	7,6	9,6	12,3	12,6	12,9	13,1	14,6	14,7	15,3	15,4	15,9	16,9
Slovaquie	2,8	3,9	6,5	7,9	7,9	8,4	8,9	9,4	9,8	10,2	10,6	11,3
Finlande	20,2	26,3	30,1	32,0	31,6	32,3	35,0	35,3	36,0	36,8	37,0	36,9

(*) 2017 est calculé avec les 2 premiers trimestres

Source : Eurostat

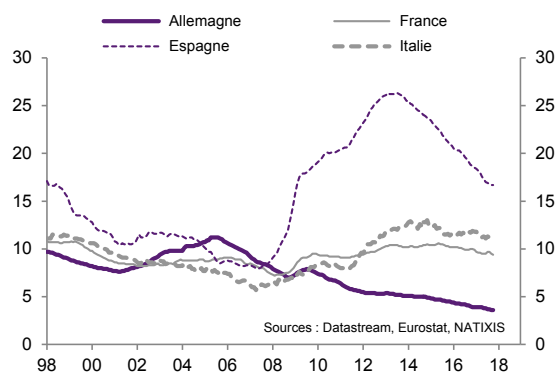
Tableau 5 : Salaire minimum en € par mois

Pays	1999	2003	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Belgique	1096	1186	1336	1388	1388	1444	1472	1502	1502	1502	1532	1563
Allemagne	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1440	1440	1498
Estonie	80	138	278	278	278	278	290	320	355	390	430	470
Irlande	-	1073	1462	1462	1462	1462	1462	1462	1462	1462	1546	1563
Grèce	538	607	794	863	863	877	684	684	684	684	684	684
Espagne	486	526	700	728	739	748	748	753	753	757	764	826
France	1049	1215	1321	1338	1344	1365	1426	1430	1445	1458	1467	1480
Lettonie	80	108	227	256	254	282	287	285	320	360	370	380
Lituanie	104	125	232	232	232	232	232	290	290	325	380	380
Luxembourg	1162	1369	1610	1683	1725	1758	1801	1874	1921	1923	1923	1999
Malte	483	540	617	635	660	665	680	703	718	720	728	736
Pays-Bas	1078	1265	1357	1399	1416	1435	1456	1478	1495	1508	1537	-
Portugal	357	416	497	525	554	566	566	566	566	589	618	650
Slovénie	348	443	567	589	734	748	763	784	789	791	791	805
Slovaquie	79	134	268	296	308	317	327	338	352	380	405	435

Sources : Eurostat, Natixis

- des niveaux très différents du taux de chômage structurel (graphique 3).

Graphique 3
Taux de chômage (en %)



Il y a donc autant de marchés du travail dans la zone euro que de pays.

3- Absence de grande entreprise paneuropéenne dans les secteurs d'avenir ou de banque paneuropéenne

Les entreprises européennes sont très peu présentes dans les industries d'avenir (tableaux 6a/b/c), dans l'Internet (tableau 7). Il n'y a pas de grande banque paneuropéenne (tableau 8).

Tableau 6a : Producteurs de cellules solaires (parts de marché, en %)

Compagnie	Pays d'origine	Parts de marché, en %
Trina Solar	Chine	10
JA Solar	Chine	8
Jinko Solar	Chine	7
Hanwha Q-Cells	Corée	6
Canadian Solar	Chine	5
Yingli Solar	Chine	5
First Solar	Etats-Unis	4
Shungfeng-Suntech	Chine	3
Motech Solar	Taiwan	2
NeoSolar	Brésil	2
Autres...	Reste du Monde	48

Sources : Statista 2016, Natixis

Tableau 6b : Producteurs d'équipement éolien (parts de marché, en %)

Compagnie	Pays d'origine	Parts de marché, en %
Goldwind	Chine	12,5
Vestas	Danemark	11,8
GE energy	Etats-Unis	9,5
Siemens	Allemagne	8
Camesa	Espagne	5,4
Enercon	Allemagne	5
United Power	Chine	4,9
Mingyang	Chine	4,1
Envision	Chine	4
CSIC Haizhuang	Chine	3,4
Autres...	Reste du Monde	31,4

Sources : Statista 2016, Natixis

Tableau 6c : Producteurs de batteries électriques (2015)

Compagnie	Pays	Production (MWh)
PANASONIC	Japon	4552
BYD	Chine	1652
LG Chem	Corée	1432
AESC	Japon	1272
Mitsubishi / GS Yuasa	Japon	600
Samsung	Corée	504
Epower	Chine	489
Beijing Pride Power	Chine	397
Air Litium (Lyoyang)	Chine	283
Wanxiang	Chine	268

Sources : FT, EV, Clean Technica, Natixis

Tableau 7 : Grandes entreprises de l'internet : chiffre d'affaires, profits nets et capitalisation boursière

		2002	2005	2007	2008	2009	2010	2013	2014	2015	2016	2017
Google	Chiffre d'affaires	0,4	6,1	16,6	21,8	23,7	29,3	55,5	66,0	75,0	90,3	-
	Profits	0,1	1,5	4,2	4,2	6,5	8,4	13,4	13,6	16,1	19,7	-
	Capitalisation boursière	-	121,6	216,4	96,9	197,0	190,8	376,4	359,4	527,7	540,2	715,8
Amazon	Chiffre d'affaires	3,9	8,5	14,8	19,2	24,5	34,2	74,5	89,0	107,0	136,0	-
	Profits	-0,1	0,4	0,5	0,6	0,9	1,2	0,3	-0,1	0,6	2,4	-
	Capitalisation boursière	7,3	19,6	39,9	21,9	59,7	81,2	183,0	144,3	318,3	357,7	544,2
Facebook	Chiffre d'affaires	-	-	0,2	0,3	0,8	2,0	7,9	12,5	17,9	27,6	-
	Profits	-	-	-0,1	-0,1	0,1	0,4	1,5	2,9	3,7	10,2	-
	Capitalisation boursière	-	-	-	-	-	-	139,2	218,2	297,8	332,7	520,7
Apple	Chiffre d'affaires	5,7	13,9	24,6	37,5	42,9	65,2	170,9	182,8	233,7	215,1	-
	Profits	0,1	1,3	3,5	6,1	8,2	14,0	37,0	39,6	53,5	45,4	-
	Capitalisation boursière	5,3	44,4	133,9	113,9	164,1	267,8	434,1	591,0	639,9	601,4	790,1
Microsoft	Chiffre d'affaires	28,4	39,8	51,1	60,4	58,4	62,5	77,8	86,5	93,6	85,3	-
	Profits	7,8	12,3	14,1	17,7	15,6	18,6	22,3	22,1	20,0	17,1	-
	Capitalisation boursière	293,1	266,0	276,4	251,7	211,7	199,5	287,7	343,6	354,4	399,5	531,3
Alibaba	Chiffre d'affaires	-	-	-	-	-	1,0	5,5	8,6	12,3	15,9	-
	Profits	-	-	-	-	-	0,0	1,4	3,8	3,1	3,7	-
	Capitalisation boursière	-	-	-	-	-	-	-	-	207,7	195,5	272,7
Baidu	Chiffre d'affaires	-	0,0	0,2	0,5	0,7	1,2	5,2	8,0	10,6	10,6	-
	Profits	-	0,0	0,1	0,2	0,2	0,5	1,7	2,1	2,8	1,8	-
	Capitalisation boursière	-	2,1	13,3	4,5	14,3	33,6	62,2	80,0	65,4	57,1	85,0
Tencent	Chiffre d'affaires	0,0	0,2	0,5	1,0	1,8	2,9	9,8	12,8	16,4	22,9	-
	Profits	0,0	0,1	0,2	0,4	0,8	1,2	2,5	3,5	4,5	5,8	-
	Capitalisation boursière	-	1,9	13,5	11,6	39,3	39,6	118,8	136,0	185,0	231,9	522,9

Sources : Bloomberg, Natixis

Tableau 8 : Banques de la zone euro

Nom	Taille du Bilan (en Mds d'€)	Pays
BNP PARIBAS	2070,86	France
DEUTSCHE BANK (XET)	1581,88	Allemagne
CREDIT AGRICOLE	1521,66	France
SOCIETE GENERALE	1376,91	France
BANCO SANTANDER	1317,86	Espagne
UNICREDIT	845,51	Italie
ING GROEP	844,77	Pays-Bas
BBV.ARGENTARIA	715,47	Espagne
INTESA SANPAOLO	713,97	Italie
NATIXIS	525,95	France
COMMERZBANK (XET)	477,40	Allemagne
ABN AMRO GROUP	394,17	Pays-Bas
CAIXABANK	338,28	Espagne
KBC GROUP	272,95	Belgique
ERSTE GROUP BANK	207,99	Autriche
BANCO DE SABADELL	205,73	Espagne
BANKIA	182,20	Espagne
BANK OF IRELAND GROUP	121,83	Irlande
BANCO BPM	113,95	Italie
RAIFFEISEN BANK INTL.	111,72	Autriche
UNIONE DI BANCHE ITALIAN	109,78	Italie
AIB GROUP	92,79	Irlande
MEDIOBANCA BC.FIN	69,07	Italie
BANKINTER 'R'	67,02	Espagne
BPER BANCA	63,66	Italie
FINECOBANK SPA	20,97	Italie

Sources : Datastream, Natixis

Le marché unique n'a donc pas fait apparaître de grandes entreprises dans les secteurs d'avenir, ou la consolidation des banques.

4- Les politiques économiques ne sont pas coordonnées

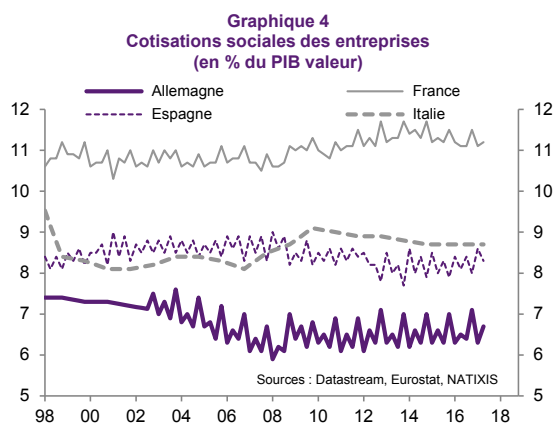
En dehors de la politique monétaire bien sûr, les politiques économiques ne sont pas coordonnées entre les pays de la zone euro. Ceci vaut pour :

- la politique fiscale (tableau 9, graphique 4) ;

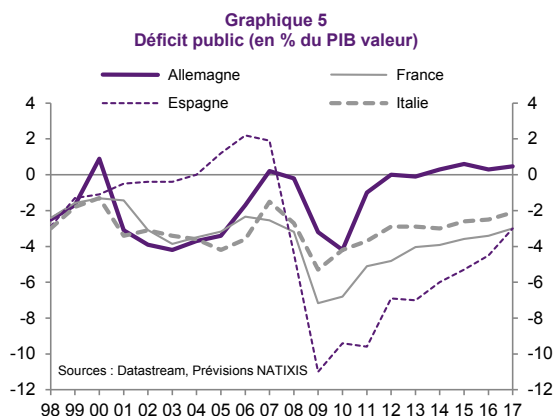
Tableau 9 : Pays de la zone euro - Taux d'imposition des profits des sociétés (en %, 2017)

Pays	En %
Allemagne	30,2
France	34,4
Espagne	25,0
Italie	27,8
Pays-Bas	25,0
Belgique	34,0
Autriche	25,0
Finlande	20,0
Portugal	29,5
Grèce	29,0
Irlande	12,5
Slovaquie	21,0
Slovénie	19,0
Luxembourg	27,1
Estonie	20,0
Lettonie	15,0
Lituanie	15,0
Malte	35,0
Chypre	12,5
Croatie	20,0

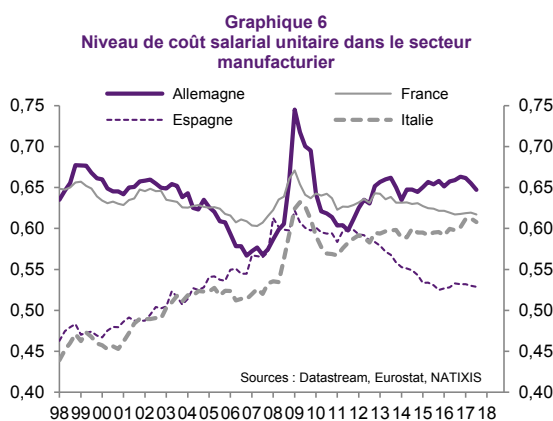
Sources : OCDE, Commission Européenne, Natixis



- la politique budgétaire (graphique 5) ;

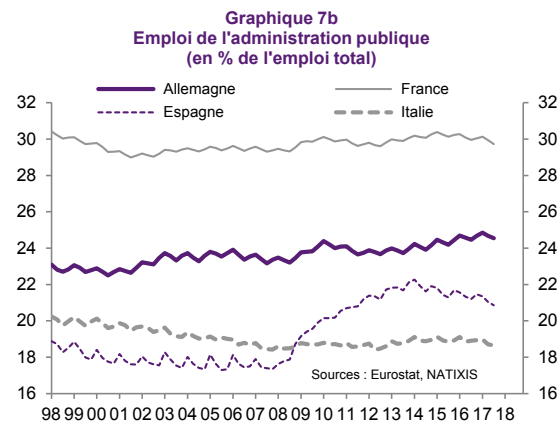
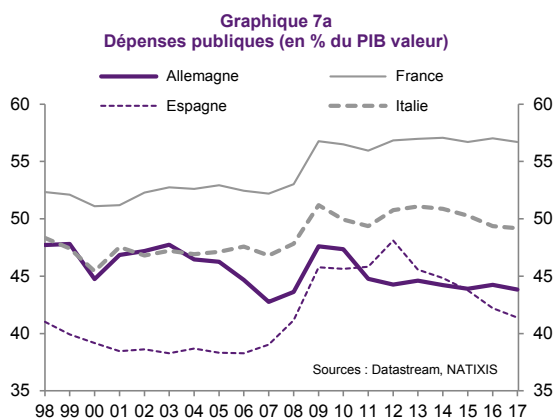


- les politiques salariales et de coût du travail (graphique 6), les règles du marché du travail.

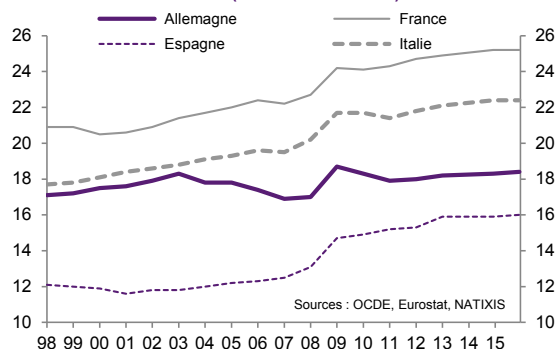


5- Les choix sociaux, les rôles de l'Etat restent différents

On voit par exemple les différences entre les poids du secteur public (graphiques 7a/b), des transferts sociaux (graphique 8).



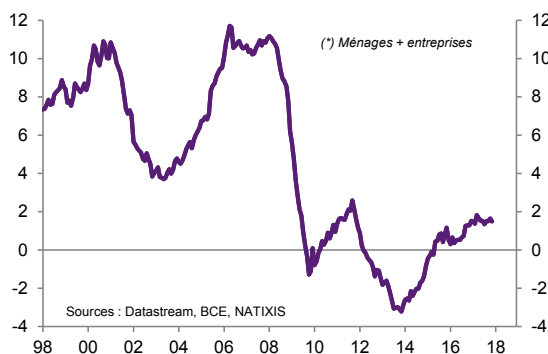
Graphique 8
Dépenses publiques de santé + retraite + logement + famille (en % du PIB valeur)



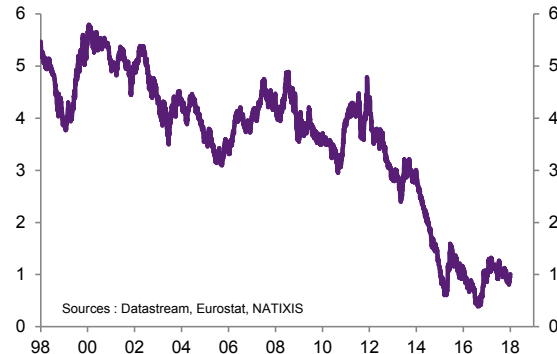
Synthèse : certaines grandeurs n'ont pas de sens au niveau de l'ensemble de la zone euro

La segmentation des marchés financiers et bancaires, les différences de fonctionnement des marchés du travail, l'absence d'entreprise paneuropéenne dans les secteurs d'avenir, l'absence de coordination des politiques économiques, les différences dans les choix sociaux, impliquent **qu'il n'y a pas beaucoup de sens à regarder au niveau de l'ensemble de la zone euro** le crédit bancaire (graphique 9a), le taux d'intérêt sur les dettes publiques (graphique 9b), la taille du secteur des Nouvelles Technologies (graphique 9c), le taux d'imposition (graphique 9d), le déficit public (graphique 9e), les dépenses de retraite (graphique 9f),..., tellement l'hétérogénéité entre les pays est grande.

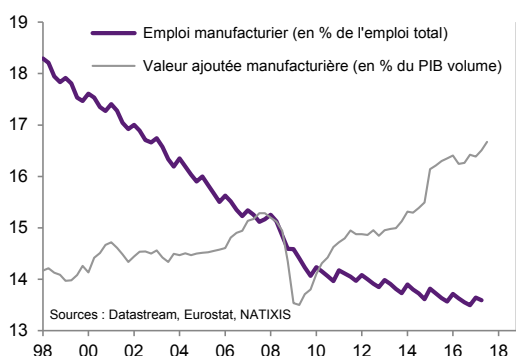
Graphique 9a
Zone euro : crédit au secteur privé* (GA en %)



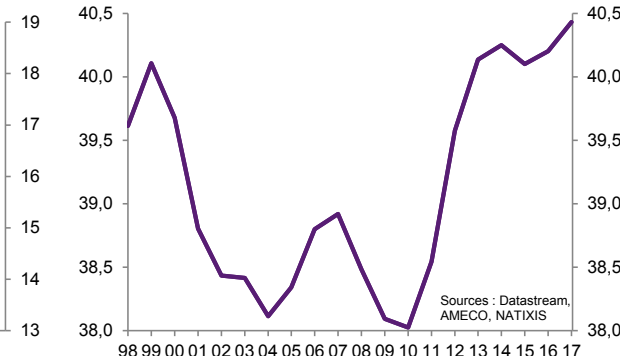
Graphique 9b
Zone euro hors Grèce : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



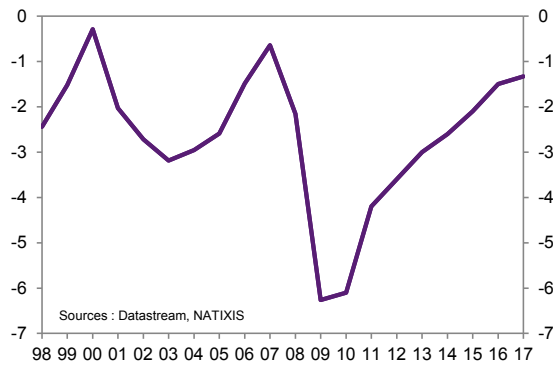
Graphique 9c
Zone euro : emploi et valeur ajoutée dans le secteur manufacturier



Graphique 9d
Zone euro : pression fiscale (en % du PIB valeur)



Graphique 9e
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 9f
Zone euro : dépenses publiques de retraite (en % du PIB valeur)

