

Flash Economie

19 juillet 2016 - 755

Quels sont les pays de la zone euro qui vérifient les critères de formation d'une Union Monétaire ?

On évoque parfois la constitution d'une « zone euro resserrée », regroupant seulement les pays qui peuvent sans difficulté former une Union Monétaire avec l'Allemagne, et qui serait donc plus stable que la zone euro présente.

Quels sont les critères que devraient vérifier ces pays pour pouvoir former une Union Monétaire solide avec l'Allemagne ?

- ils devraient avoir une spécialisation productive similaire, pour éviter la divergence des niveaux de vie qu'implique la diversité des spécialisations productives et pour éviter des déséquilibres trop importants des balances courantes ;
- ils devraient avoir des revenus par tête voisins pour éviter de devoir avoir à mettre en place des transferts de grande taille entre les pays, un fédéralisme substantiel étant aujourd'hui rejeté ; pour permettre l'adoption de règles (budgétaires...) identiques ;
- ils devraient avoir des modèles sociaux voisins, pour éviter que les écarts entre les générosités des systèmes de protection sociale conduisent à des écarts entre les pressions fiscales et à des biais de compétitivité entre les pays.

Le respect de ces trois critères conduirait à la constitution d'une Union Monétaire à quatre pays : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, la Finlande.

Patrick Artus

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Vers une zone euro « réduite » ?

On évoque parfois la possibilité de construire une zone réduite, qui serait plus robuste que la zone euro présente, puisqu'elle ne regrouperait que les pays qui peuvent sans dommage et sans difficulté avoir la même monnaie.

Nous nous demandons donc quels pays de la zone euro satisfont les conditions pour former une Union Monétaire stable, c'est-à-dire :

(1) Avoir une spécialisation productive similaire

Des différences importantes de spécialisation productive conduisent :

- à la **divergence des niveaux de vie** qui crée à terme une tension politique insupportable ;
- à des **déséquilibres trop importants des balances courantes**, qui conduisent, comme on l'a vu en 2008-2009, à des crises de balance des paiements même dans une Union Monétaire.

(2) Avoir des niveaux de revenu par tête voisins

De grandes différences entre les niveaux de revenus impliqueraient :

- la **nécessité de transferts fédéraux de grande taille** des pays plus riches vers les pays plus pauvres, ce qui est rejeté par de nombreux pays ;
- la **difficulté pour avoir des règles communes**, par exemple des règles budgétaires si certains pays ont des besoins d'investissement public beaucoup plus élevés que les autres.

(3) Avoir des modèles sociaux voisins

Des écarts importants entre les générosités des systèmes de protection sociale créent des écarts importants entre les pressions fiscales, donc des biais de compétitivité entre les pays.

Regardons, **compte tenu de ces trois critères, quels pays de la zone euro présente peuvent former une Union Monétaire stable, en prenant comme contrainte que l'Allemagne fait partie de cette Union Monétaire.**

Quels pays de la zone euro pourraient former une Union Monétaire stable ?

Regardons **les trois critères analysés ci-dessus.**

(1) Spécialisation productive similaire

Nous allons **analyser les pays de la zone euro du tableau 1** (en excluant les plus petits pays pour simplifier).

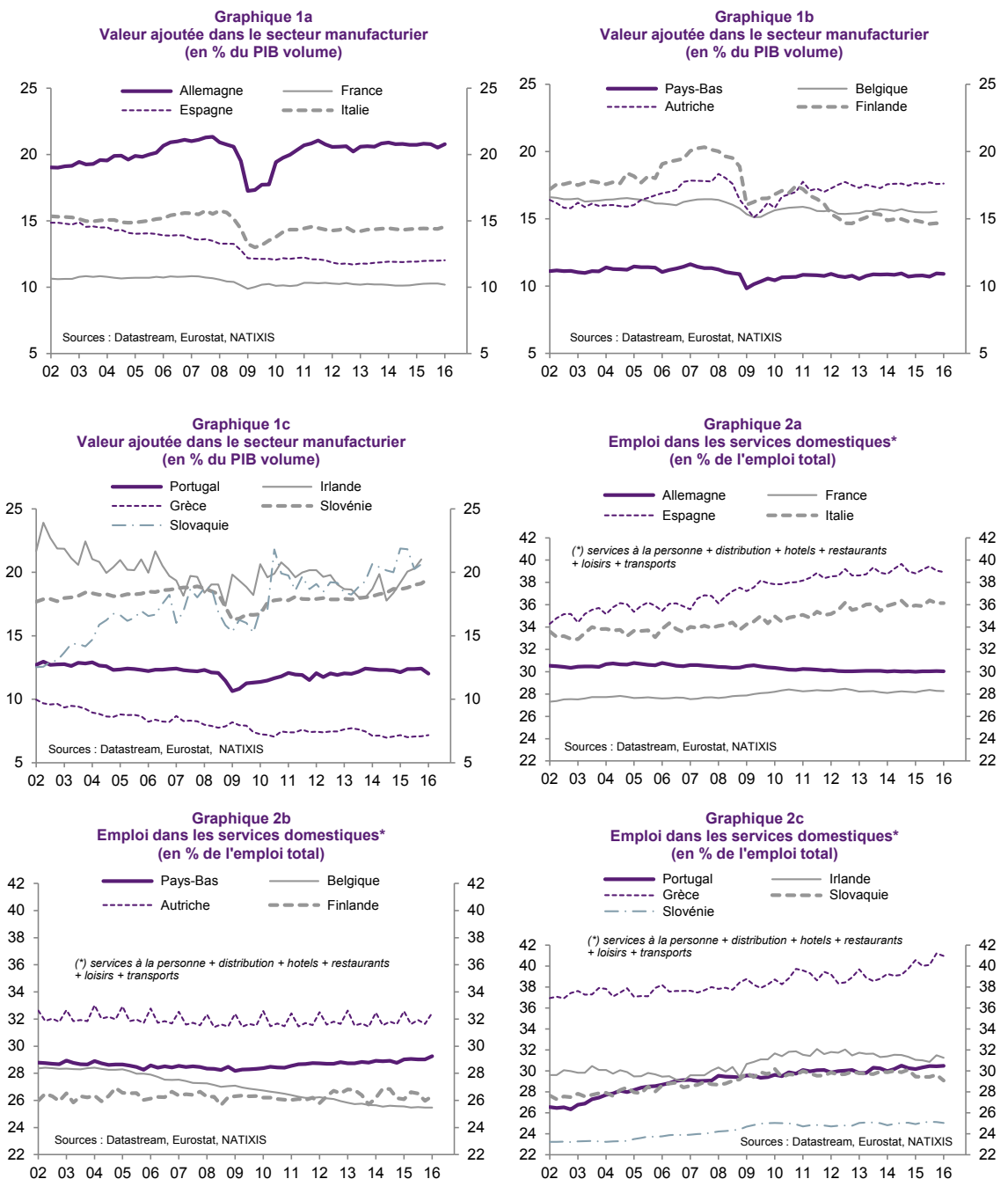
Tableau 1 : Pays de la zone euro analysés (13 pays)

Allemagne	Pays-Bas	Portugal	Slovaquie
France	Belgique	Irlande	
Espagne	Autriche	Grèce	
Italie	Finlande	Slovénie	

Source : Natixis

Une caractéristique importante de la spécialisation productive est le **poids de l'industrie manufacturière** (et symétriquement le poids des services domestiques). Les

graphiques 1a/b/c et 2a/b/c montrent la forte divergence des situations en ce qui concerne ces deux poids.

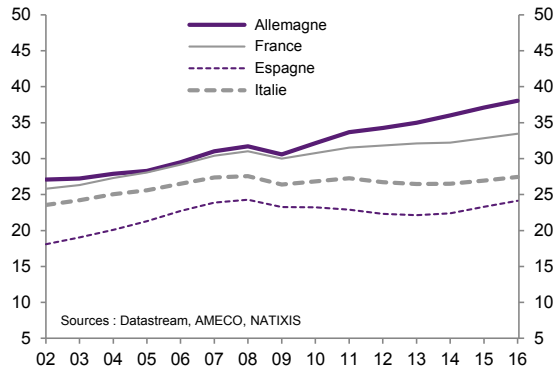


Les pays qui ont une spécialisation productive voisine, et voisine aussi de celle de l'Allemagne, sont l'Autriche, la Slovaquie, l'Irlande, à un moindre degré Belgique, Finlande, Italie.

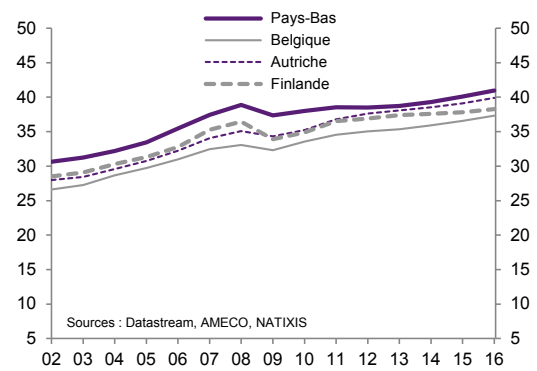
(2) Niveaux de revenu par tête voisins

Les graphiques 3a/b/c montrent les niveaux de PIB par tête des pays. Les pays qui ont un niveau de revenu par tête pas trop différent de celui de l'Allemagne sont la France, les Pays-Bas, la Belgique, l'Autriche, la Finlande, l'Irlande.

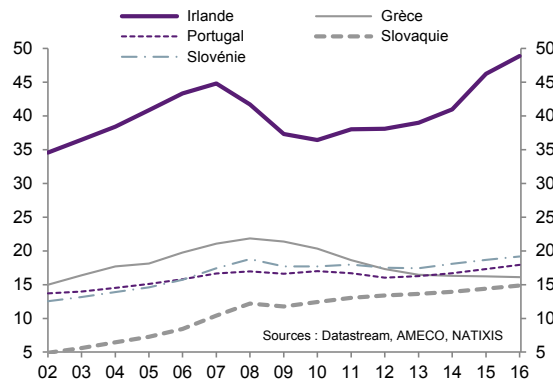
Graphique 3a
PIB par habitant (Milliers d'euros)



Graphique 3b
PIB par habitant (Milliers d'euros)



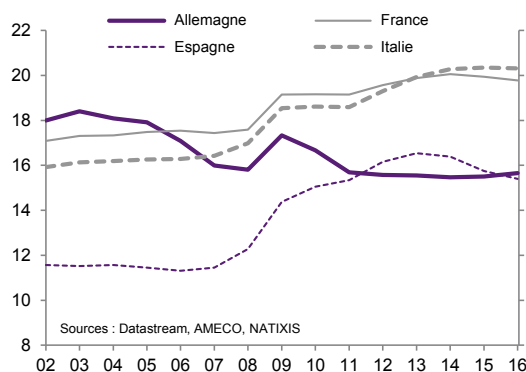
Graphique 3c
PIB par habitant (Milliers d'euros)



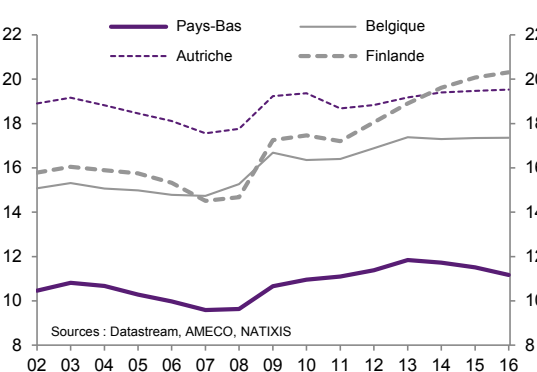
(3) Modèles sociaux voisins

Nous allons utiliser le poids des prestations sociales (graphiques 4a/b/c) pour identifier le modèle social. Les pays qui ont un poids des prestations sociales voisin de celui de l'Allemagne sont la France, l'Italie, l'Espagne, la Belgique, l'Autriche, la Finlande, le Portugal, la Slovaquie, la Grèce.

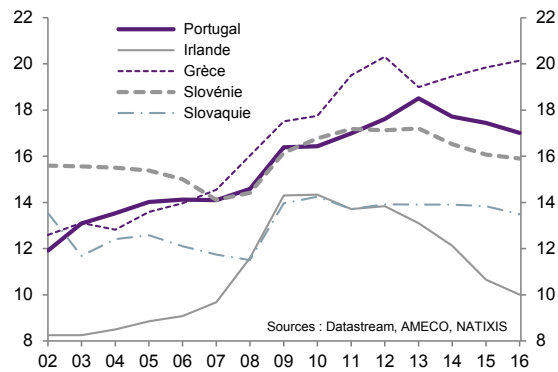
Graphique 4a
Prestations sociales, benefits (en % du PIB valeur)



Graphique 4b
Prestations sociales, benefits (en % du PIB valeur)



Graphique 4c
Prestations sociales, benefits (en % du PIB valeur)



Synthèse : quelle zone euro robuste ?

En théorie, **une zone euro robuste regrouperait autour de l'Allemagne les pays ayant :**

- une spécialisation productive voisine de celle de l'Allemagne ;
- un niveau de revenu voisin de celui de l'Allemagne ;
- un modèle social voisin de celui de l'Allemagne.

Nous avons montré qu'il s'agit, outre l'Allemagne, de :

- **l'Autriche ;**
- **la Belgique ;**
- **la Finlande.**

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 :

<http://research.intranet/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>