

Flash Economie

20 juillet 2016 - 764

Vers quelle organisation institutionnelle faudrait-il aller en Europe?

Nous pensons que la future organisation institutionnelle de l'Europe devrait avoir les caractéristiques suivantes :

- un centre intégré qui est la zone euro pour plusieurs raisons :
 - le besoin de coordination (intelligente) des politiques économiques n'est fort qu'entre les pays de la zone euro ;
 - le besoin de fédéralisme n'est fort que dans la zone euro ;
 - il n'y a pas beaucoup de différences en réalité entre un pays de l'Union Européenne non membre de la zone euro et un pays qui n'est pas dans l'UE ;
 - la présence de dettes et d'actifs extérieurs bruts en euros très importants pour les pays de la zone euro les lie et empêche l'explosion de l'euro ;
- des accords bilatéraux entre la zone euro et les autres pays européens (comme il y en a pour la Suisse, la Norvège, comme il va y en avoir un pour le Royaume-Uni) négociés spécifiquement et permettant une grande flexibilité (plusieurs degrés d'intégration) dans l'organisation de l'Europe.

Dans cette organisation, l'Union Européenne disparaît au profit d'une organisation centrée autour de la zone euro avec des liens « à la carte » entre les autres pays européens et la zone euro, ces accords incluant bien sûr les valeurs fondamentales de l'Europe.

Patrick Artus

www.research.natixis.com

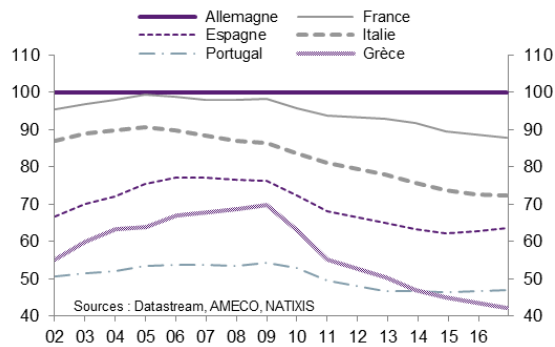
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

L'organisation institutionnelle présente de l'Europe n'est plus tenable

Les évolutions des dernières années montrent que l'organisation présente de l'Europe n'est plus tenable :

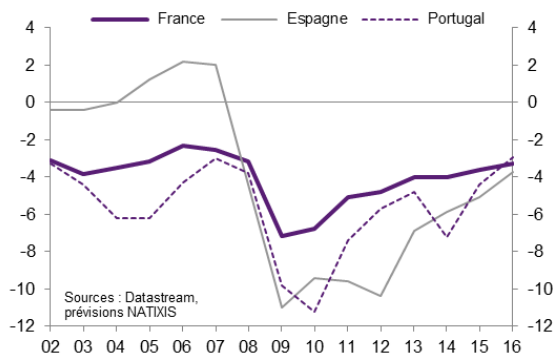
- la divergence depuis 2008 des niveaux de revenu entre les pays de la zone euro (graphique 1) fera exploser la zone euro si aucun mécanisme qui la corrige n'est introduit ;

Graphique 1
PIB par habitant en euro
(en % du PIB par habitant de l'Allemagne)



- le Brexit montre que les pays de l'Union Européenne qui ne sont pas membres de la zone euro rejettent les contraintes et les règles de l'UE ;
- le risque est aussi le développement d'une Europe à la carte au choix des pays, qui prendraient dans l'Europe ce qui les arrangerait et pas le reste : rejet des règles budgétaires en France, en Espagne, au Portugal (graphique 2) ; rejet des règles bancaires (bail-in) en Italie ; rejet de la directive sur les travailleurs détachés en France...

Graphique 2
Déficit public
(en % du PIB valeur)



Nous pensons donc qu'il faut une nouvelle organisation institutionnelle de l'Europe, dont nous pensons qu'elle doit être centrée autour de la zone euro.

Pourquoi un rôle central pour la zone euro ?

Nous pensons qu'au centre de l'organisation institutionnelle de l'Europe il doit y avoir la zone euro, avec une intégration plus forte qu'aujourd'hui. En effet :

1- Le besoin de coordination des politiques économiques n'est fort qu'entre les pays de la zone euro.

En régime de changes flexibles, les écarts entre les pays concernant les coûts de production, la fiscalité, les règles du marché du travail... peuvent être corrigés par des variations des taux de change ; mais ce n'est pas le cas entre les pays de la zone euro. **Mais il faut que la coordination soit « intelligente », c'est-à-dire qu'elle concerne les politiques économiques qui font apparaître des externalités** (des effets sur la situation économique des autres pays), **ce qui n'est pas le cas aujourd'hui** : on coordonne en Europe les taux de TVA, dont les variations ne génèrent aucune externalité et dont la hausse permettrait de financer des protections sociales plus généreuses dans certains pays que dans d'autres (**graphique 3**) ; mais on ne coordonne pas les cotisations sociales des entreprises (**graphique 4**) ou les taux d'imposition des profits des sociétés (**tableau 1**), qui génèrent des externalités fortes.

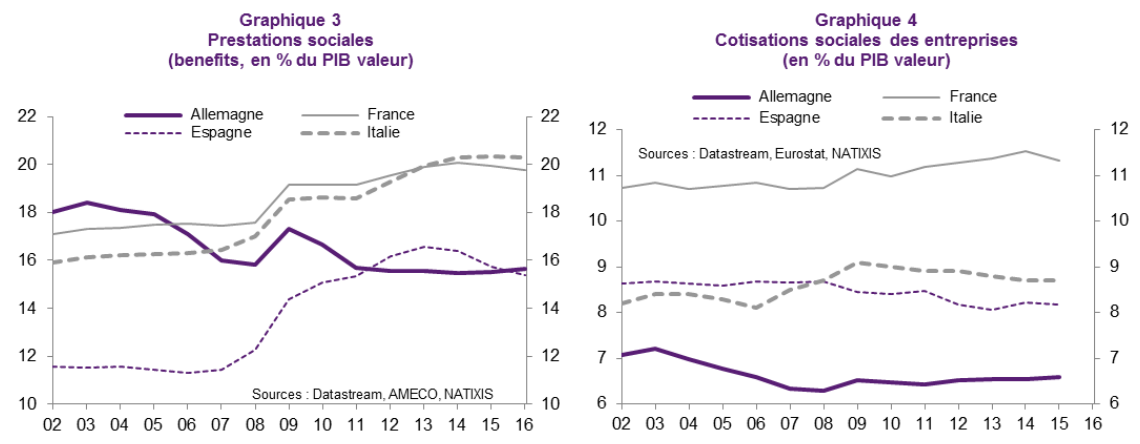


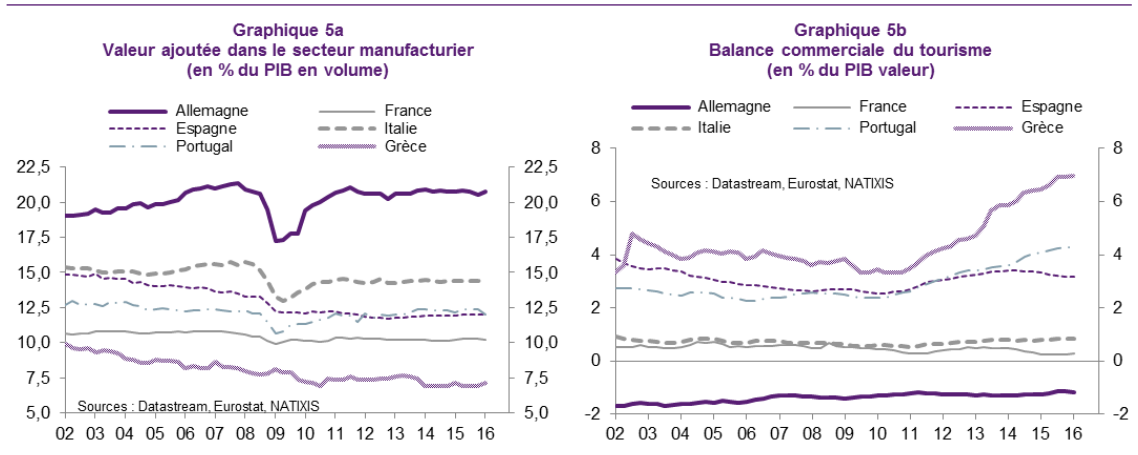
Tableau 1 : Taux d'imposition des profits des sociétés (2016, en %)

Autriche	25,0
Belgique	34,0
République Tchèque	19,0
Estonie	20,0
Finlande	20,0
France	34,4
Allemagne	30,2
Grèce	29,0
Irlande	12,5
Italie	31,3
Lettonie	15,0
Luxembourg	29,2
Pays-Bas	25,0
Norvège	25,0
Portugal	29,5
Slovaquie	22,0
Slovénie	17,0
Espagne	25,0
Suède	22,0

Sources : OCDE

2- Le besoin de fédéralisme n'est fort que dans la zone euro.

C'est la disparition du risque de change qui permet que les pays de la zone euro se spécialisent différemment (le graphique 5a montre par exemple le poids de l'industrie, le graphique 5b celui du tourisme), d'où la divergence des revenus (graphique 1 plus haut) et le besoin de fédéralisme, c'est-à-dire de transferts des pays plus riches vers les pays plus pauvres.

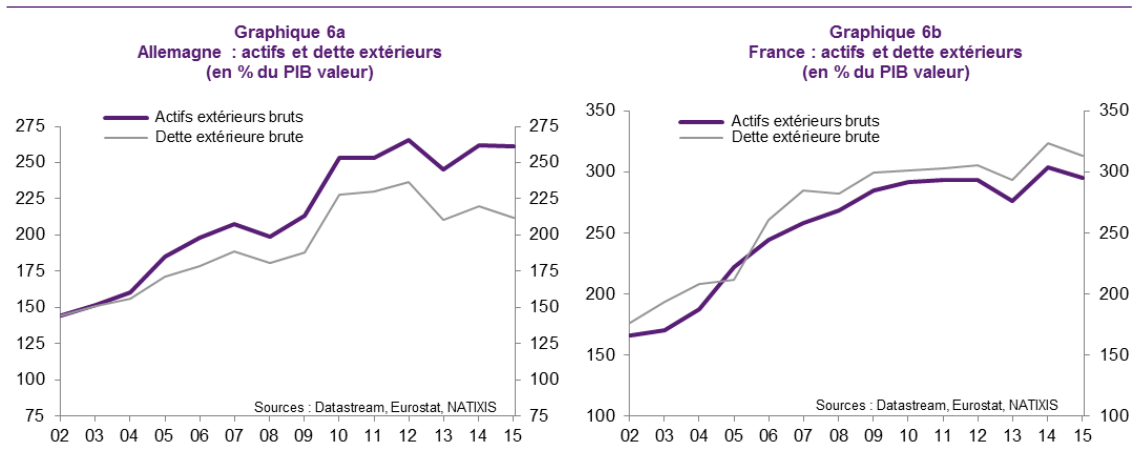


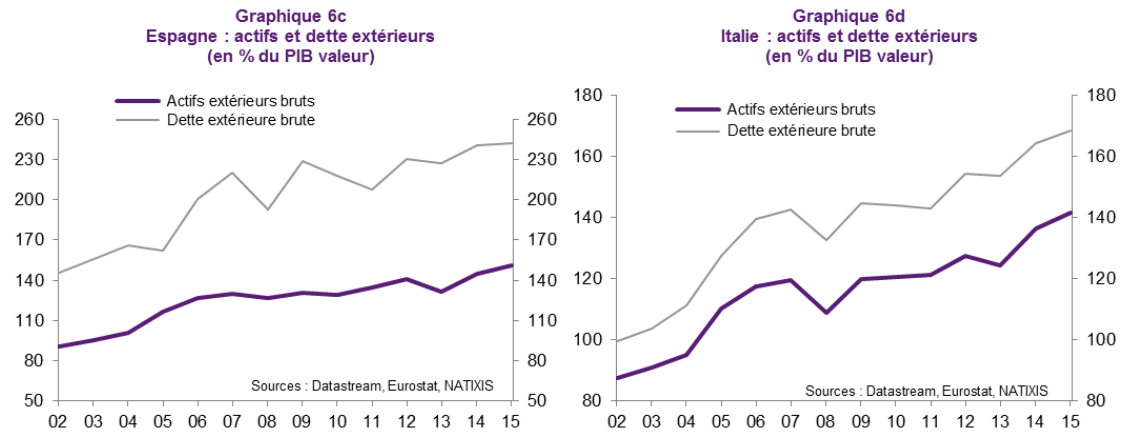
3- Il n'y a pas beaucoup de différences en réalité entre un pays de l'Union Européenne non membre de la zone euro et un pays européen qui n'est pas dans l'UE.

Un pays de l'UE non membre de la zone euro (Suède, Danemark, Pologne, Hongrie, Roumanie, etc...) a le libre choix de sa politique monétaire et de son taux de change ; un pays européen non membre de l'UE et ayant signé un accord bilatéral de libre-échange avec l'UE (Norvège, Suisse...) est à peu près dans exactement la même situation (en échange de l'accès au marché unique, il respecte des règles de l'UE, contribue au budget de l'UE). **La vraie frontière est donc l'euro.**

4- La zone euro est unifiée par les actifs et dettes extérieurs bruts en euros.

Depuis la création de l'euro, il y a eu diversification entre les pays de la zone euro des actifs et des dettes, et on parvient aujourd'hui à une situation où **les actifs et les dettes extérieurs bruts, essentiellement en euros, des pays de la zone euro sont très importants** (les graphiques 6 a/b/c/d montrent les cas de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne, l'Italie).



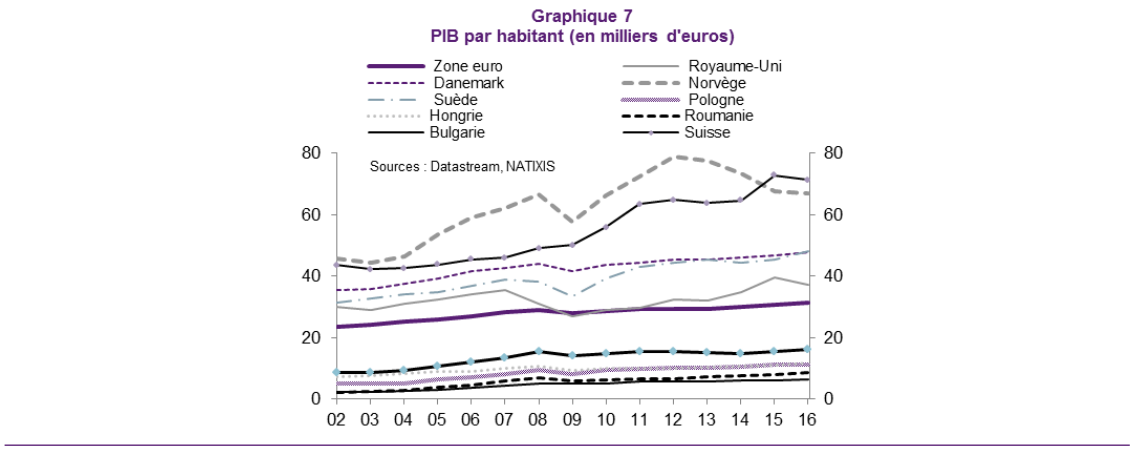


Un pays qui sortirait de la zone euro et dévaluerait subirait une **hausse insupportable du poids de sa dette extérieure** ; un pays qui sortirait de la zone euro et réévaluerait subirait une **baisse insupportable de la valeur dans sa monnaie de ses actifs extérieurs**. La zone euro est donc « soudée » par le poids des actifs et des dettes extérieurs bruts.

Autour de la zone euro, des accords bilatéraux entre la zone euro et les autres pays européens

La zone euro étant ainsi le cœur de l'Europe, il faut ensuite construire des **accords bilatéraux entre la zone euro et les pays européens non membres de l'euro**, portant sur les échanges commerciaux, la circulation des personnes, les règles (budgétaires, du marché du travail, de la concurrence) qui s'appliquent ou non au pays, etc...

Ceci permet une grande flexibilité, et permet de traiter différemment des pays qui n'ont pas le même niveau de développement (graphique 7).



Synthèse : la zone euro à la place de l'Union Européenne

Il nous semble qu'une **organisation institutionnelle beaucoup plus cohérente que l'organisation présente serait :**

- **centrée autour d'une zone euro plus intégrée** (seuls les pays de la zone euro ont besoin de coordination et de fédéralisme) ;
- **avec des accords bilatéraux « à la carte » entre la zone euro et les autres pays européens**, ces accords incluant bien sûr les valeurs fondamentales de l'Europe (droits de l'homme, démocratie, indépendance de la justice, liberté de la presse, etc...).

Cette nouvelle organisation rend cohérents le régime de change et les contraintes sur les politiques économiques, permet de gérer avec flexibilité une Europe à plusieurs vitesses, à plusieurs niveaux de vie.

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>