

Flash Economie

21 novembre 2017 - 1365

La politique monétaire de la BCE est perturbée par l'hétérogénéité cyclique de la zone euro et par l'hétérogénéité de fonctionnement des marchés du travail des pays de la zone euro : la zone euro est de moins en moins une Zone Monétaire Optimale

Une Union Monétaire fonctionne bien :

- si les cycles économiques des différents pays sont synchrones, homogènes ;
- s'il n'y a pas d'hétérogénéité structurelle importante entre les différents pays.

Or aujourd'hui :

- des décalages cycliques très importants sont apparus entre les pays de la zone euro ;
- l'hétérogénéité de fonctionnement des marchés du travail s'est ajoutée à l'hétérogénéité, bien connue, des spécialisations productives.

Ceci montre que la zone euro est de moins en moins une Zone Monétaire Optimale. Corriger cette évolution nécessiterait le rétablissement de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro et la convergence très difficile des règles et des institutions des marchés du travail.

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

Conditions connues pour qu'une Union Monétaire soit une Zone Monétaire Optimale

Une Union Monétaire fonctionne bien :

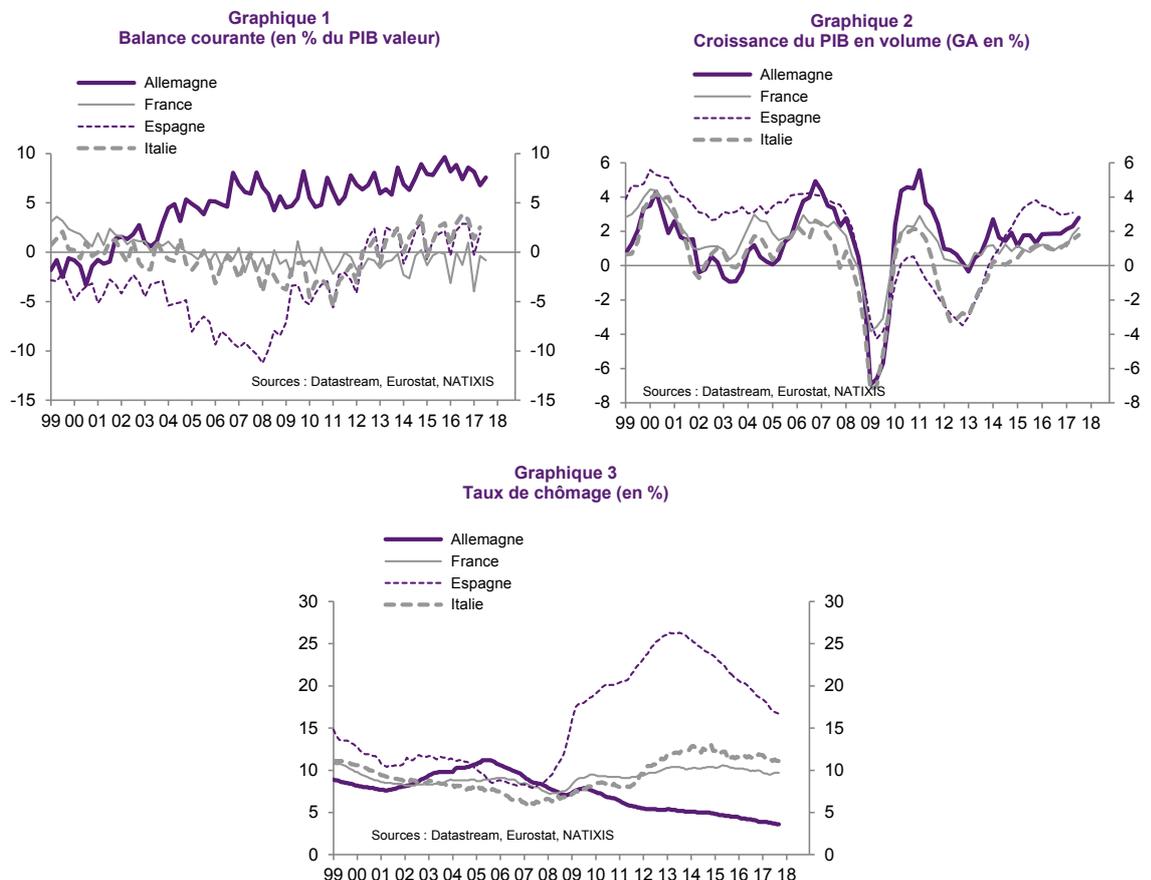
- si les cycles économiques des pays membres sont parallèles, semblables ;
- si les pays membres ne présentent pas d'hétérogénéité structurelle importante.

L'absence de **chocs asymétriques** (cycles différents) et l'absence d'**asymétries structurelles** sont donc nécessaires dans une Union Monétaire. Or, **ces deux conditions ne sont pas remplies aujourd'hui dans la zone euro.**

Hétérogénéité des cycles

Nous allons nous limiter aux quatre plus grands pays : **Allemagne, France, Espagne, Italie.**

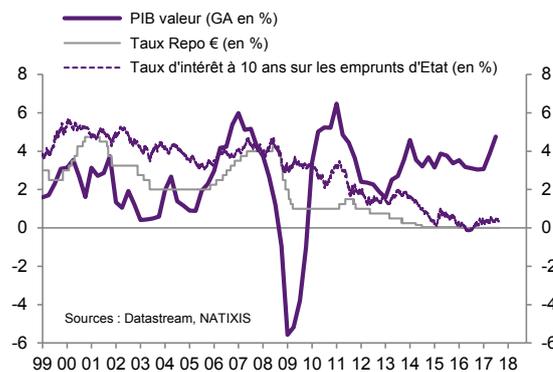
La crise de la zone euro de 2011 à 2013 est une crise de balance des paiements : l'arrêt de la capacité des pays périphériques de la zone euro à s'endetter auprès des autres pays, avec l'arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro. Elle force les pays périphériques (ici Espagne et Italie) à faire disparaître leur déficit extérieur (**graphique 1**), ce qui conduit à une récession dans ces pays (**graphique 2**) et à un **décalage cyclique important entre l'Allemagne et les autres pays (graphique 3)**, visible à l'évolution des taux de chômage.



Le taux de chômage baisse en **Allemagne** depuis 2009 et l'Allemagne est au plein emploi depuis 2015. **En France**, le taux de chômage ne baisse que depuis 2015 ; **en Espagne** depuis 2013 ; **en Italie** depuis 2015.

Il y a donc un **décalage cyclique de 4 années entre l'Allemagne et les autres pays**, ce qui rend très difficile à accepter pour l'Allemagne les taux d'intérêt très bas de l'ensemble de la zone euro (**graphique 4**).

Graphique 4
Allemagne : PIB valeur et taux d'intérêt

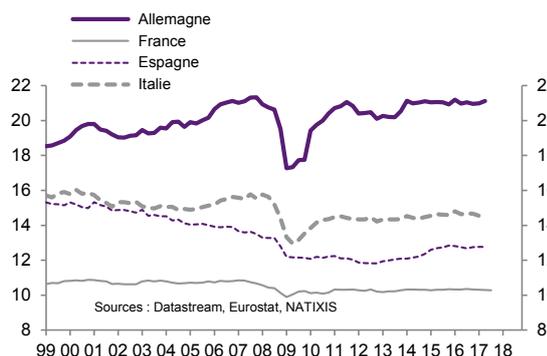


Hétérogénéité de fonctionnement des marchés du travail

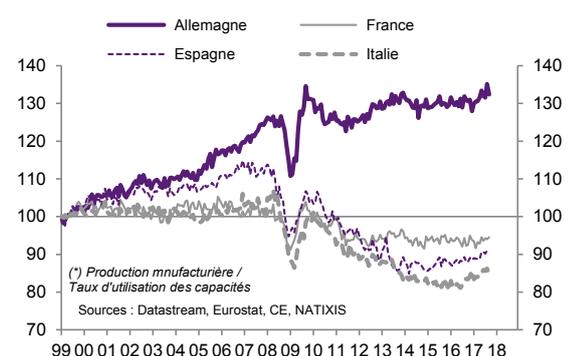
La première hétérogénéité structurelle bien connue de la zone euro est l'hétérogénéité des spécialisations productives, qui conduit à l'hétérogénéité des structures productives.

On voit par exemple les poids très différents de l'industrie manufacturière dans l'économie (**graphique 5**) ou les évolutions très différentes de la capacité de production de l'industrie (**graphique 6**).

Graphique 5
Valeur ajoutée du secteur manufacturier (en % du PIB volume)

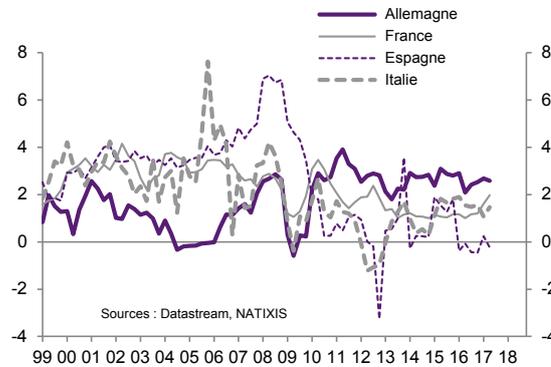


Graphique 6
Capacité de production manufacturière* (100 en 1999:1)



Mais on a vu apparaître une seconde hétérogénéité structurelle encore plus grave : l’hétérogénéité de fonctionnement des marchés du travail, en particulier sous la forme de l’hétérogénéité de la formation des salaires (graphique 7).

Graphique 7
Salaire nominal par tête (GA en %)



Nous le mettons en évidence en **estimant économétriquement des équations qui expliquent la croissance du salaire nominal** en fonction de l’inflation, de la croissance de la productivité du travail, du niveau du coût salarial unitaire (effet de correction de la perte de compétitivité) et du taux de chômage (effet de Courbe de Phillips).

Le tableau 1 montre les résultats obtenus sur la période d’estimation 2002-2017.

Tableau 1 : déterminants de la croissance du salaire nominal par tête – Estimation sur 2002-2017

Pays	Inflation	Gain de productivité	Niveau du coût unitaire	Taux de chômage
Allemagne	0,04	0,20	-0,10	-0,71
France	0,15	0,28	-0,06	-0,16
Espagne	0,00	0,64	-0,01	-0,31
Italie	0,00	0,30	-0,05	-0,21

On voit les **asymétries importantes suivantes dans la formation des salaires** :

- une réaction plus forte en Allemagne que dans les autres pays à la perte de compétitivité ;
- une réaction beaucoup plus forte en Allemagne que dans les autres pays au taux de chômage.

Un même choc va donc provoquer des réponses divergentes des salaires et donc de l’inflation entre les pays de la zone euro.

Synthèse : la zone euro est de moins en moins une Zone Monétaire Optimale

Depuis la crise de 2011-2013, les cycles économiques se sont décalés entre les pays de la zone euro. A l’hétérogénéité des spécialisations productives s’ajoute maintenant l’hétérogénéité des marchés du travail (de la formation des salaires).

S’il y a à la fois pour les pays de la zone euro des cycles différents (chocs asymétriques) et des structures différentes, la zone euro est très loin d’être une Zone Monétaire Optimale.

Pour qu'elle le redevienne il faudrait :

- rétablir la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, l'arrêt de la mobilité étant une cause importante de la divergence des cycles ;
- unifier les fonctionnements des marchés du travail, ce qui est très compliqué (règles différentes du marché du travail, organisations différentes des négociations,...)

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>