

Flash Economie

9 mai 2019 - 581

Une vue positive et non normative de l'avenir de la zone euro

La difficulté qu'il y a à réformer la zone euro conduit à penser que, dans le futur, la zone euro sera caractérisée par :

- une hétérogénéité croissante des pays, avec la divergence des spécialisations productives, la divergence difficile à corriger des compétitivités-coût, l'absence de mécanisme (public ou privé) de partage des risques ;
- une croissance globale faible, avec la faiblesse des gains de productivité, l'utilisation d'une partie importante de l'épargne pour financer le reste du monde et pas la zone euro ;
- la concurrence fiscale, sociale, salariale entre les pays, conduisant à la baisse forte de la taxation des facteurs mobiles de production, à la pression à la baisse sur les salaires et la générosité de la protection sociale.

Cette perspective, pourtant probable, est peu enthousiasmante.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

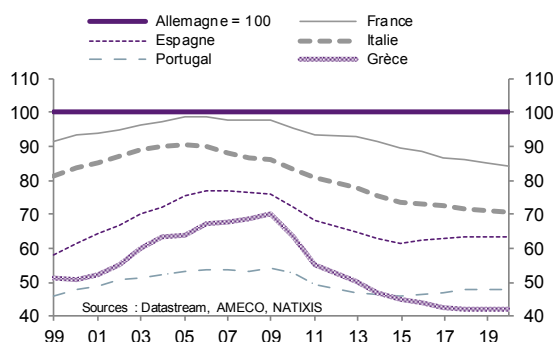
www.research.natixis.com

Première caractéristique probable de la zone euro dans le futur : l'hétérogénéité croissante des pays

Les pays de la zone euro devraient dans le futur être caractérisés :

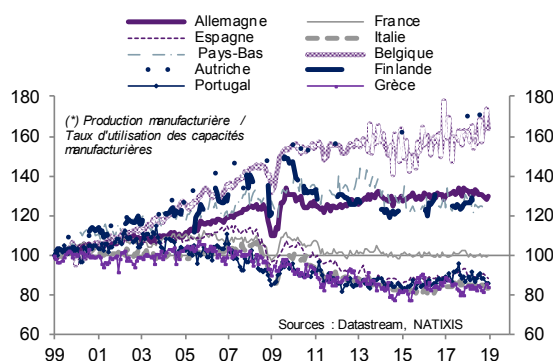
- par la divergence de leur niveau de revenu (graphique 1), avec l'absence de mécanisme redistributif entre les pays (un budget fédéral de la zone euro est rejeté, les mécanismes privés de partage des risques ne sont pas présents, nous y revenons ci-dessous) ;

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



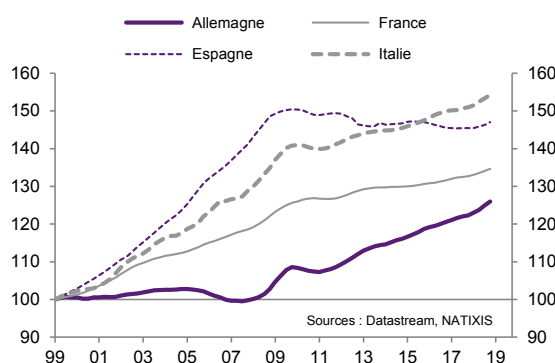
- par l'hétérogénéité croissante des structures productives (le graphique 2 montre l'exemple de la divergence des niveaux de capacité de production de l'industrie), due au fait que l'unification monétaire permet aux pays de se spécialiser différemment, et qui accroît la divergence des revenus par tête ;

Graphique 2
Capacité de production manufacturière
(100 en 1999:1)



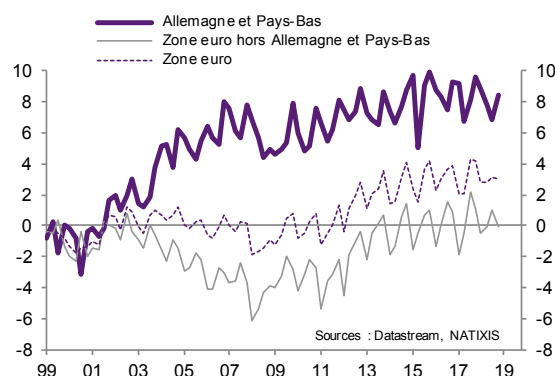
- par la difficulté à corriger la divergence des compétitivités-coût (graphique 3), qui résulte de l'hétérogénéité de fonctionnement des marchés du travail, et qui ne peut être corrigée dans une union monétaire que par une dévaluation interne (la compression des coûts salariaux). L'Espagne a mis en place une dévaluation interne depuis 2009, mais la France et l'Italie rejettent cette possibilité. La divergence des compétitivités-coût aggrave encore celle des revenus ;

Graphique 3
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



- par l'absence de mécanisme redistributif entre les pays, par l'absence de mécanisme de partage des risques, déjà noté plus haut. D'une part, il n'y a pas de budget fédéral de taille significative ; d'autre part, il n'y a plus de mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro : l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas n'est plus prêté aux autres pays de la zone euro, qui ont dû faire disparaître leur déficit extérieur, mais est prêté au reste du monde, ce qui explique l'apparition d'un excédent extérieur global de la zone euro (graphique 4) ;

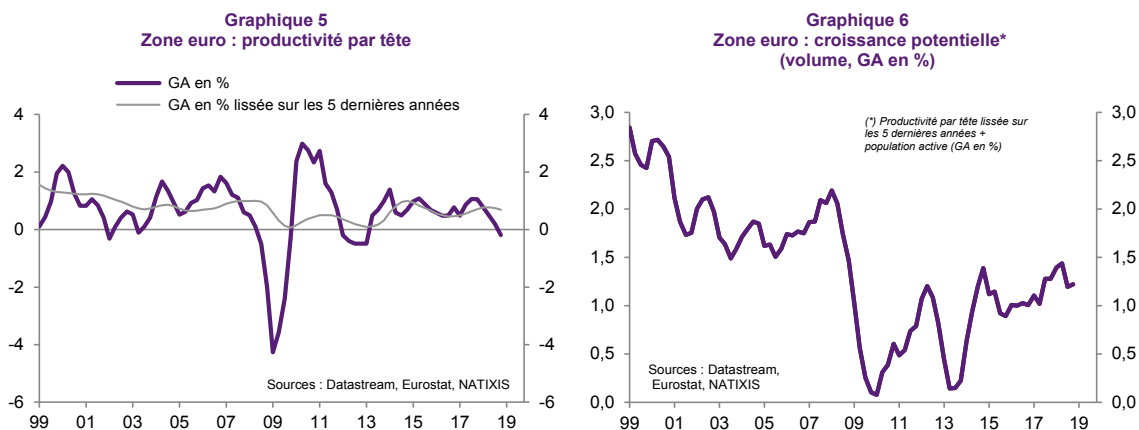
Graphique 4
Balance courante (en % du PIB valeur)



- les agents économiques d'un pays de la zone euro n'ont donc pas de portefeuilles diversifiés dans les actifs financiers des autres pays de la zone euro. Pourtant, cette diversification entre les pays de la zone euro des portefeuilles procurerait un partage des risques : un agent économique dans un pays de la zone euro en difficulté ne reçoit pas de revenu venant de sa détention d'actifs financiers des pays en bonne santé.

Deuxième caractéristique probable de la zone euro dans le futur : croissance faible

Avec le ralentissement de la productivité (graphique 5), la croissance potentielle de la zone euro est devenue faible (graphique 6).



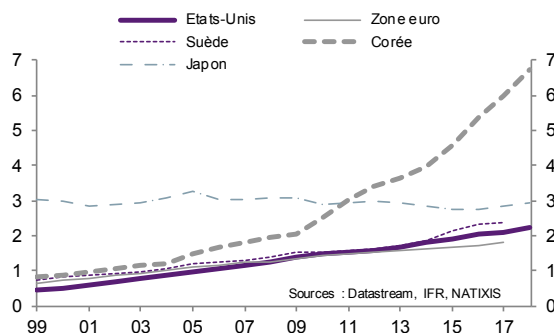
Cette faiblesse de la croissance de la zone euro devrait persister avec la **faiblesse des compétences de la population active (Tableau 1)**, avec la faiblesse de la modernisation du capital (**graphique 7**) et avec une des caractéristiques vues plus haut de la zone euro : **une partie importante de l'épargne de la zone euro finance des investissements dans le reste du monde et pas dans la zone euro (graphique 4 plus haut)**.

Tableau 1 : Enquête PIAAC de l'OCDE, score global par score décroissant (2016)

Rang	Pays	Score
1	Japon	292,8
2	Finlande	286,4
3	Pays-Bas	283,6
4	Suède	282,0
5	Norvège	281,1
6	Australie	278,9
7	Flandre (Belgique)	278,9
8	République tchèque	277,6
9	Danemark	277,4
10	Slovaquie	276,9
11	Autriche	276,2
12	Nouvelle-Zélande	275,9
13	Estonie	275,5
14	Allemagne	274,7
15	Canada	273,7
16	Corée	273,0
17	Royaume-Uni	271,6
18	Zone euro	267,9
19	Pologne	267,2
20	Irlande	266,3
21	États-Unis	265,4
22	France	258,2
23	Slovénie	257,0
24	Israël	253,1
25	Grèce	252,9
26	Italie	248,8
27	Espagne	248,8
28	Turquie	223,0
29	Chili	213,1

Sources : OCDE, NATIXIS

Graphique 7
Stock de robots industriels
(en % de l'emploi manufacturier)

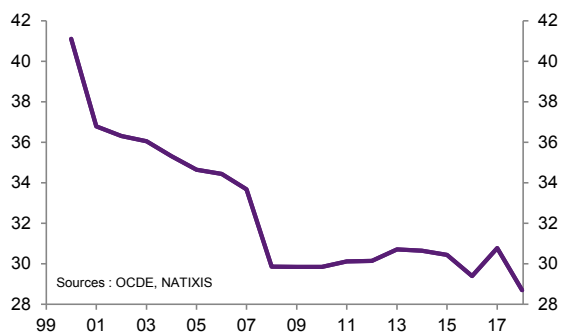


Troisième caractéristique probable de la zone euro dans le futur : concurrence fiscale, sociale, salariale ?

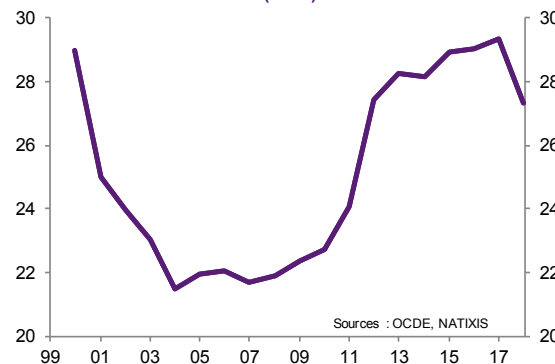
On voit aujourd'hui le rejet par beaucoup de pays de la zone euro de toute coordination des politiques fiscales, des règles du marché du travail. Ceci conduit nécessairement :

- à la concurrence fiscale et sociale, avec la baisse de la taxation des facteurs mobiles de production (capital), et des bases fiscales mobiles (profits). Le **graphique 8** montre la tendance à la baisse de la taxation des profits des entreprises, le **graphique 9**, le retournement à la baisse de la taxation du capital à partir de 2017 ;

Graphique 8
Zone euro : taux d'imposition sur les profits des entreprises (en %)

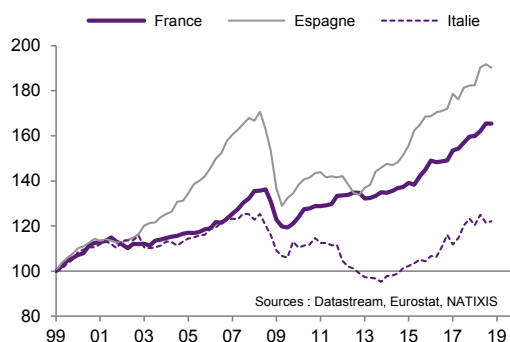


Graphique 9
Zone euro : taux d'imposition du revenu du capital (en %)

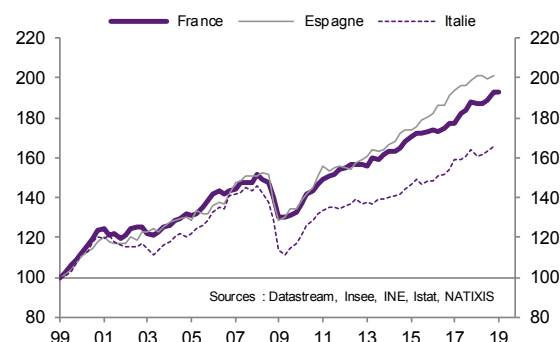


- à la concurrence salariale, le dernier exemple étant la dévaluation interne mise en place en Espagne (**graphique 3**), et qui conduit à des gains de parts de marché et d'investissement en Espagne au détriment, par exemple, de la France et de l'Italie (**graphiques 10 et 11**) à partir de 2014.

Graphique 10
Investissement productif volume (100 en 1999:1)



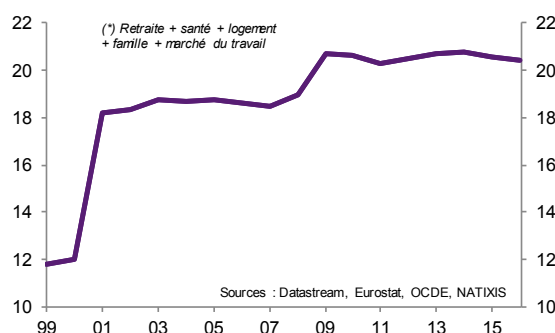
Graphique 11
Exportations volume (100 en 1999:1)



La concurrence fiscale, sociale, salariale dans la zone euro devrait donc conduire :

- **à la baisse continue de la taxation des facteurs mobiles de production**, pouvant conduire à la baisse de la générosité de la protection sociale (**graphique 12**), ce qu'on ne voit pas aujourd'hui.

Graphique 12
Zone euro : dépenses publiques de protection sociale* (en % du PIB valeur)



- **à des difficultés importantes** (perte de parts de marché...) **pour les pays qui n'ajustent pas à la baisse leurs salaires**, comme la France et l'Italie.

Synthèse : une perspective peu réjouissante

La perspective la plus probable aujourd'hui pour la zone euro, compte tenu des positions prises par la majorité des pays, est donc :

- **une hétérogénéité croissante des pays** (de revenu, de spécialisation productive, de compétitivité) ;
- **une croissance faible**, avec en particulier l'arrêt de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, qui conduit à ce que l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas soit prêté au Reste du Monde et pas à la zone euro ;
- **la concurrence fiscale, sociale, salariale**, qui conduit à une taxation inefficace, avec le recul de la taxation sur les facteurs mobiles de production et une taxation qui ne porterait donc que sur les facteurs immobiles (immobilier, travail peu qualifié).