

Flash Economie

26 septembre 2018 - 1088

Va-t-il y avoir une crise ?

Voit-on aujourd'hui dans l'économie mondiale des développements qui pourraient faire apparaître plus tard une crise grave ?

Il nous semble qu'il faut surveiller attentivement :

- la situation des émergents ayant des déficits extérieurs, qui se dégradera vite si les sorties de capitaux depuis les pays émergents se poursuivent ;
- le ralentissement de l'économie chinoise, qui semble assez général, et est dangereux avec le niveau très élevé de l'endettement en Chine ;
- la situation économique et politique de l'Italie, qui est clairement le « maillon faible » de la zone euro, et qui peut déclencher une nouvelle crise de la zone euro ;
- les prix des actifs qui semblent montrer la présence d'une bulle : immobilier aux Etats-Unis et au Japon ;
- l'évolution du déficit extérieur des Etats-Unis, et de la capacité des Etats-Unis à le financer.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Le consensus n'attend pas une crise de l'économie mondiale

Le **tableau 1** montre les **prévisions disponibles aujourd'hui pour la croissance mondiale**.

Tableau 1 : Monde : prévisions de croissance du PIB en volume (en % par an)

Année	OCDE	Consensus Forecast	FMI
2017	3,7		
2018	3,8	3,3	3,9
2019	3,9	3,1	3,9
2020	-	-	3,8

Sources : FMI, OCDE, Consensus Forecast, Natixis

On voit que **les prévisionnistes n'attendent pas une crise de l'économie mondiale** ; ont-ils raison ?

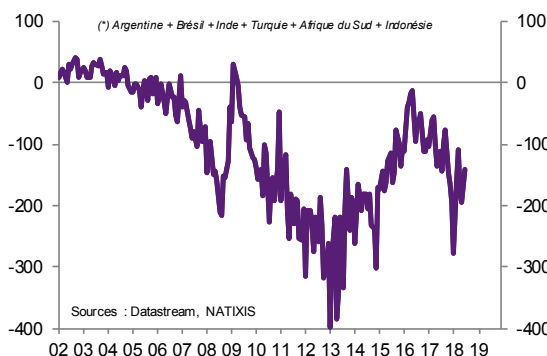
Quelles sont les évolutions qu'il faut surveiller ?

Quelles sont les évolutions qui, peut-être, pourraient déclencher une crise grave ?

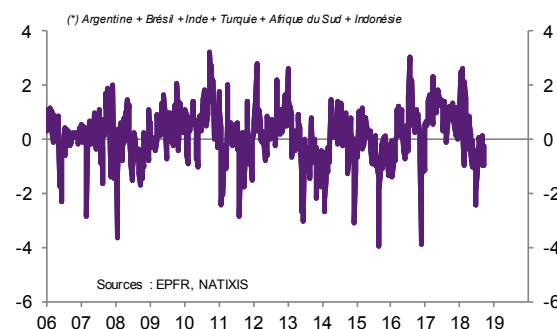
1- La situation des émergents qui ont des déficits extérieurs

De grands pays émergents (Argentine, Brésil, Turquie, Inde, Afrique du Sud, Indonésie) ont **un déficit extérieur chronique (graphique 1a)**. Lorsque **les capitaux sortent de ces pays** (ce qui est à nouveau le cas en 2018, **graphique 1b**), **ces pays sont donc en difficulté** : leur taux de change se déprécie (**graphique 1c**), leur inflation et leurs taux d'intérêt augmentent (**graphique 1d**), leur croissance ralentit (**graphique 1e**) : **ce cercle vicieux démarre à nouveau en 2018**.

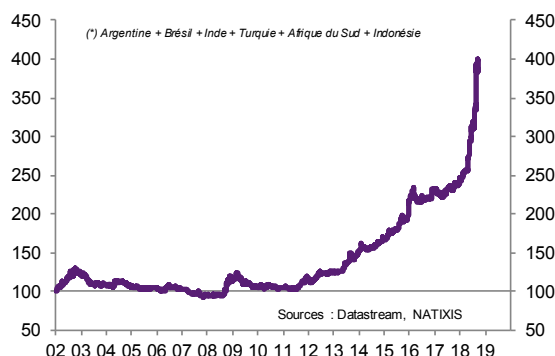
Graphique 1a
Groupe d'émergents à déficit extérieur* : balance commerciale totale (annualisée, Mds de \$)



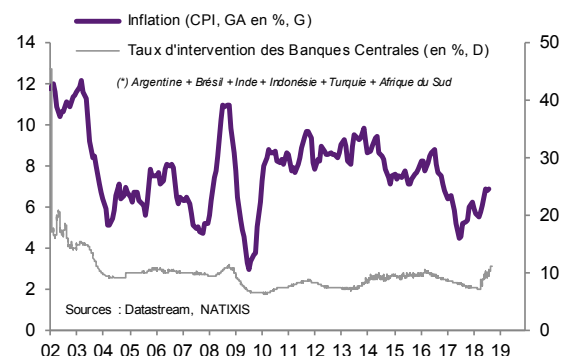
Graphique 1b
Groupe d'émergents à déficit extérieur* : achats d'actions + obligations par les non-résidents (Mds de \$)



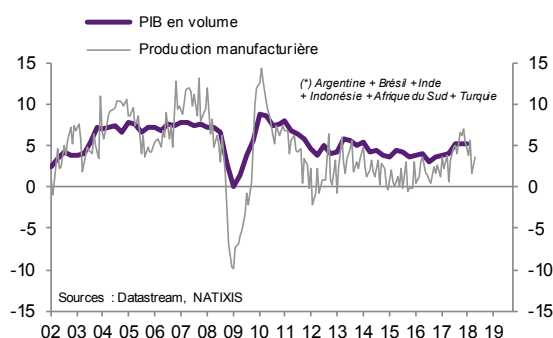
Graphique 1c
Groupe d'émergents à déficit extérieur* : taux de change par rapport au dollar (100 en 2002:1)



Graphique 1d
Groupe d'émergents à déficit extérieur* : inflation et taux d'intervention des Banques Centrales



Graphique 1e
Groupe d'émergents à déficit extérieur* : croissance du PIB volume et production manufacturière (GA en %)

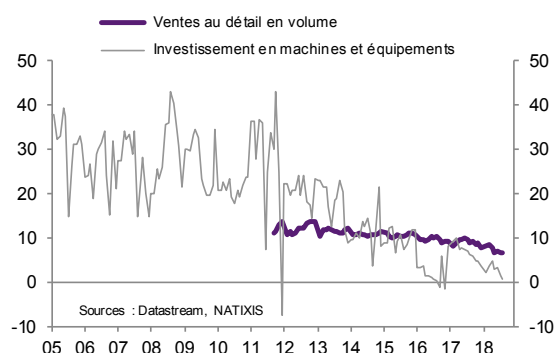


2- Le ralentissement de l'économie chinoise

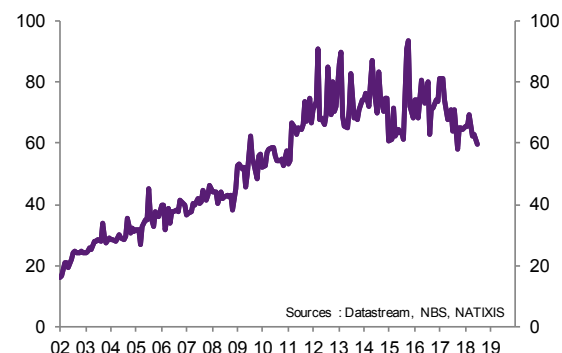
On voit aujourd'hui **un ralentissement assez généralisé de l'économie chinoise**, affectant la consommation et l'investissement des entreprises (**graphique 2a**), la construction résidentielle (**graphique 2b**), les ventes de voitures (**graphique 2c**), les industries traditionnelles (**graphiques 2d/e**).

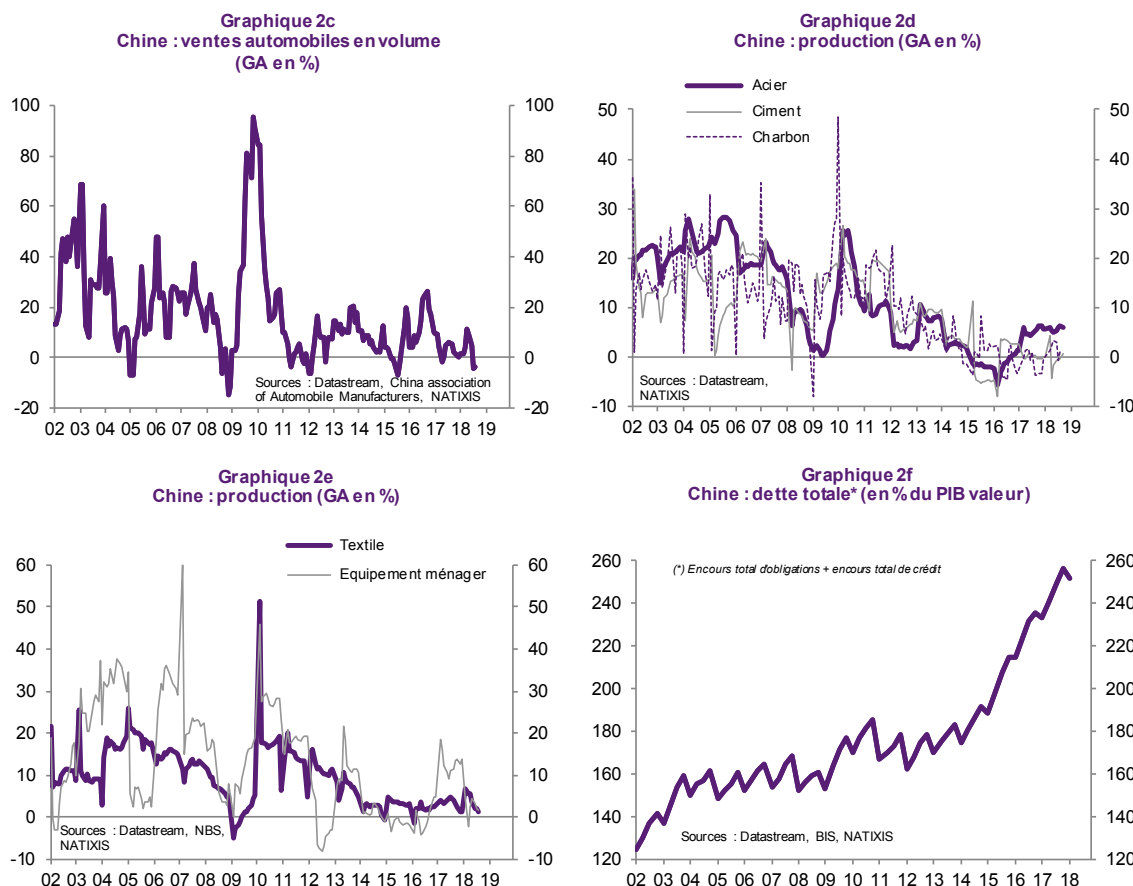
Compte tenu du niveau d'endettement très élevé de la Chine (graphique 2f), l'amplification du ralentissement pourrait être dangereux.

Graphique 2a
Chine : ventes au détail et investissement en machines et équipements



Graphique 2b
Chine : construction - logements terminés (en millions de m²)





3- Situation économique et politique de l'Italie

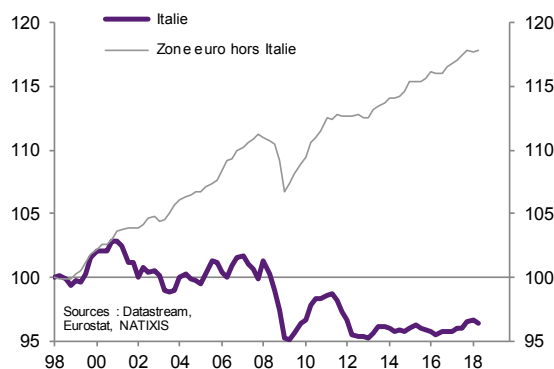
Le problème central de l'Italie est **la stagnation de la productivité (graphique 3a) associée à l'insuffisance de l'investissement des entreprises (graphique 3b).**

Il en résulte un **cercle vicieux** : la faiblesse de la productivité conduit à la **faiblesse de la profitabilité (graphique 3c)** qui renforce celle de l'investissement, d'autant plus que les **difficultés des banques** conduisent au recul des crédits aux entreprises (graphique 3d).

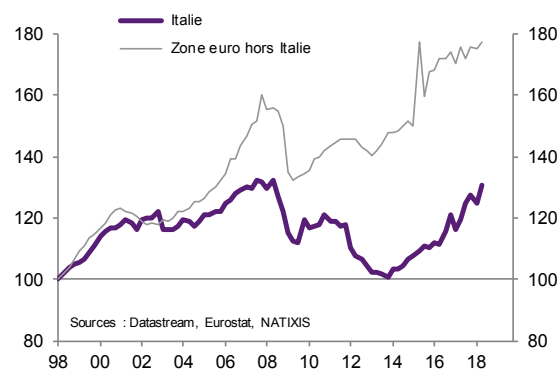
Pour sortir de ce cercle vicieux, qui explique les difficultés structurelles économiques et sociales de l'Italie (croissance faible, stagnation des salaires) il faut soutenir l'investissement des entreprises, et non la demande des ménages comme souhaite le faire la nouvelle coalition de gouvernement.

Ceci sera un processus long et difficile, et les difficultés de l'Italie peuvent amener une crise à nouveau des pays périphériques de la zone euro (**graphique 3e**).

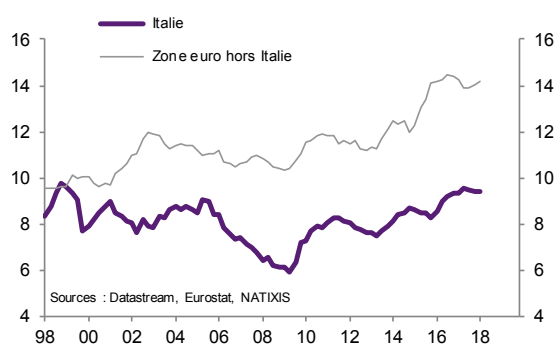
Graphique 3a
Productivité par tête (100 en 1998:1)



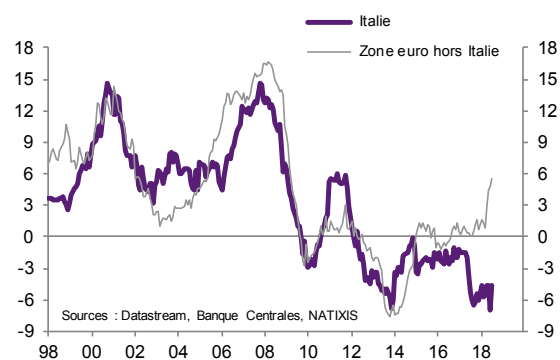
Graphique 3b
Investissement productif (volume, 100 en 1998:1)



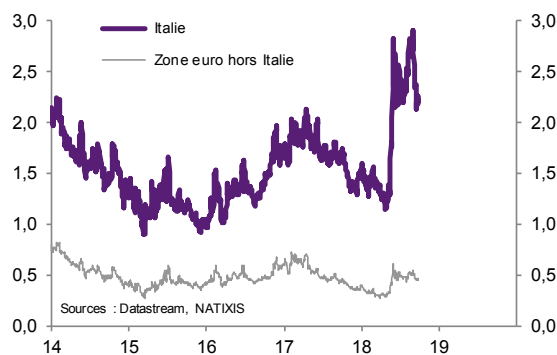
Graphique 3c
**Profits après taxes, intérêts et dividendes
(en % du PIB valeur)**



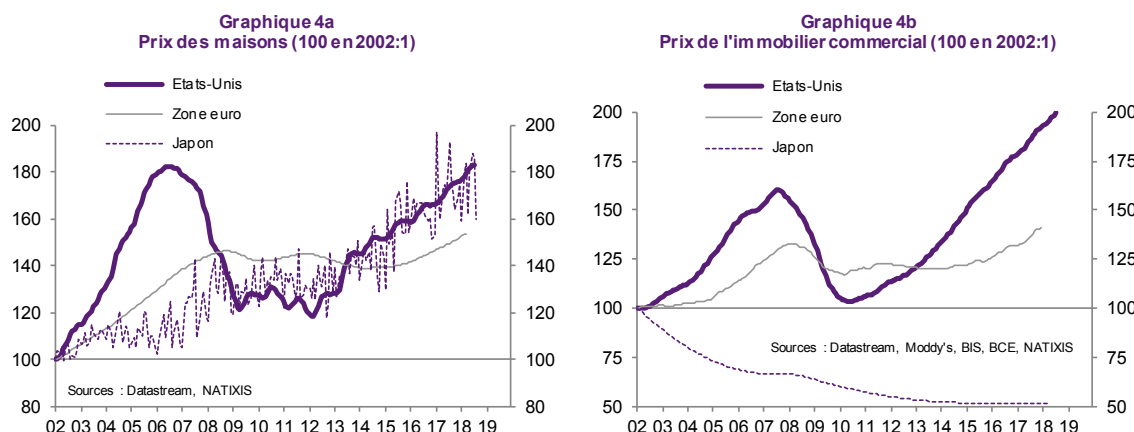
Graphique 3d
Crédit aux entreprises (GA en %)



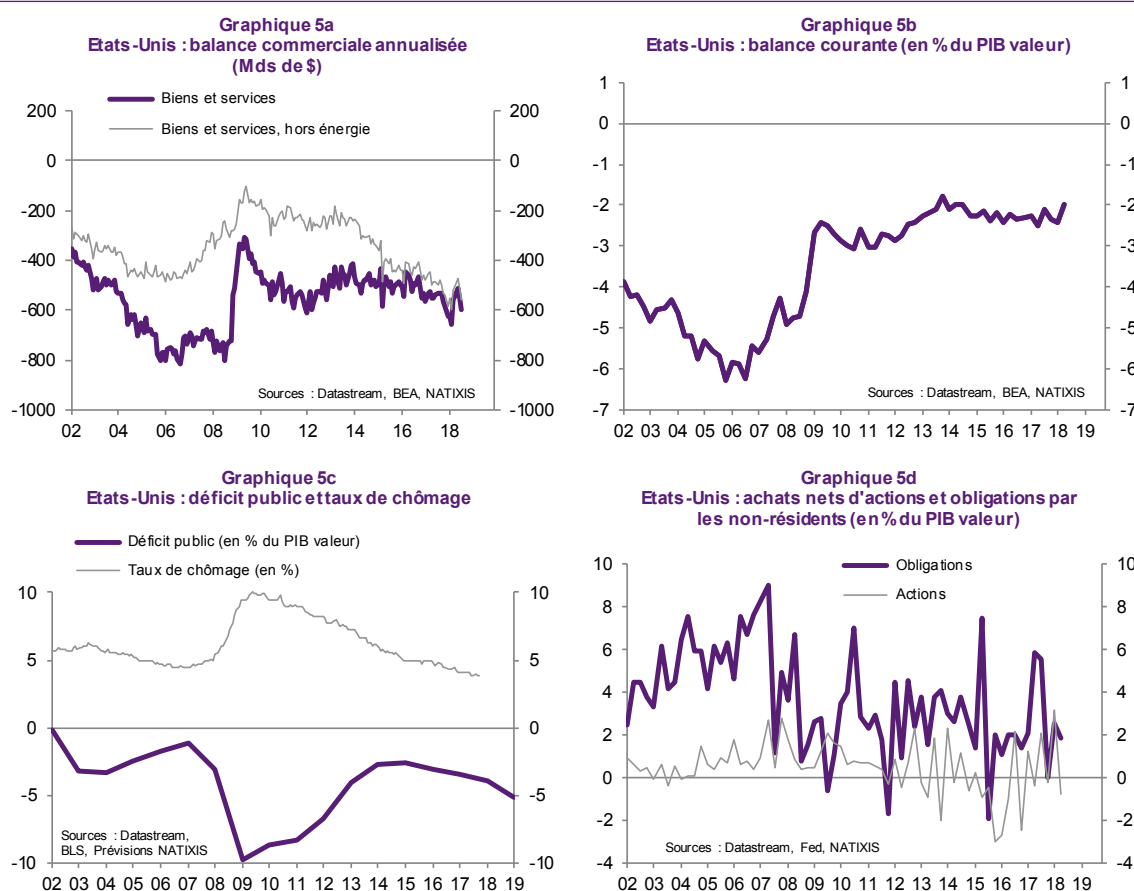
Graphique 3e
**Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts
d'Etat du pays par rapport à l'Allemagne (en %)**



4- L'apparition de bulles sur certaines classes d'actifs, ce qui est le cas pour les prix de l'immobilier aux Etats-Unis et au Japon (graphiques 4a/b).



5- L'évolution du déficit extérieur des Etats-Unis (graphiques 5a/b), que la politique budgétaire expansionniste menée au plein emploi (graphique 5c) va encore élargir, et qui pourrait devenir difficile à financer si une perte de confiance dans l'économie américaine réduisait les entrées de capitaux aux Etats-Unis (graphique 5d). Il en résulterait alors une crise du dollar.



Synthèse : cinq évolutions à surveiller

Pour savoir si une crise grave menace, nous pensons donc qu'il faut surveiller :

- les flux de capitaux vers les émergents à déficit extérieur ;
- l'ampleur du ralentissement de l'économie chinoise ;
- la situation économique et politique de l'Italie ;
- les prix de l'immobilier aux Etats-Unis et au Japon ;
- l'évolution du déficit extérieur des Etats-Unis.

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 conseils, 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 conseils 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'exerce 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 de manière 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.

Canada : Natixis n'est pas référencé au titre de courtier en vertu de la législation sur les valeurs mobilières au Canada et ne peut traiter qu'avec des investisseurs désignés comme clients admissibles au sens de l'article 8.18 du Règlement 31-103 sur les obligations d'inscription, les dispenses et les obligations permanentes des personnes inscrites.

Australie : Natixis opère à travers une filiale détenue entièrement, Natixis Australia Pty Ltd ("NAPL"). NAPL est enregistrée auprès de l'Australian Securities & Investments Commission et détient une licence de services financiers australienne (No 317114) qui permet à NAPL d'exercer ses activités en Australie avec des clients "wholesale". Les détails de cette licence sont disponibles sur demande.

Hong Kong : ce document est destiné à être distribué uniquement aux investisseurs professionnels (au sens de l'ordonnance sur les valeurs mobilières et les contrats à terme (Cap.571) de Hong Kong et de toute règle établie en vertu de cette ordonnance).

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 (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETENT, 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>