

Flash Economie

29 novembre 2016 - 1303

Avec un environnement international qui peut devenir très défavorable, le minimum est que les pays de la zone euro ne s'épuisent pas dans des concurrences inutiles

L'environnement international de la zone euro peut devenir très défavorable, si la zone euro est confrontée à la fois :

- à la hausse du prix du pétrole ;
- à la hausse des taux d'intérêt à long terme venant des Etats-Unis ;
- à des tentations protectionnistes aux Etats-Unis ;
- à des mouvements violents de taux de change (dépréciations de la livre sterling, du RMB chinois, probablement du yen japonais) ;
- à la poursuite de la faiblesse du commerce mondial.

Cet environnement international, dans le passé, aurait poussé les pays de la zone euro à déprécier leurs taux de change ; aujourd'hui, il peut les pousser à intensifier la concurrence par les coûts, la fiscalité, donc la générosité de la protection sociale. Cet équilibre non coopératif entre les pays de la zone euro en réponse à la dégradation de l'environnement international serait encore plus inefficace que la « guerre des devises » du passé.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

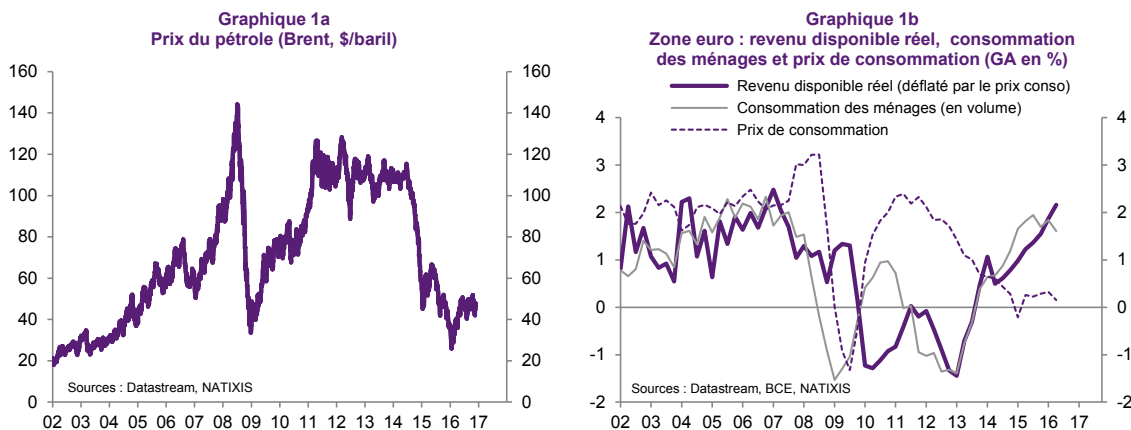
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

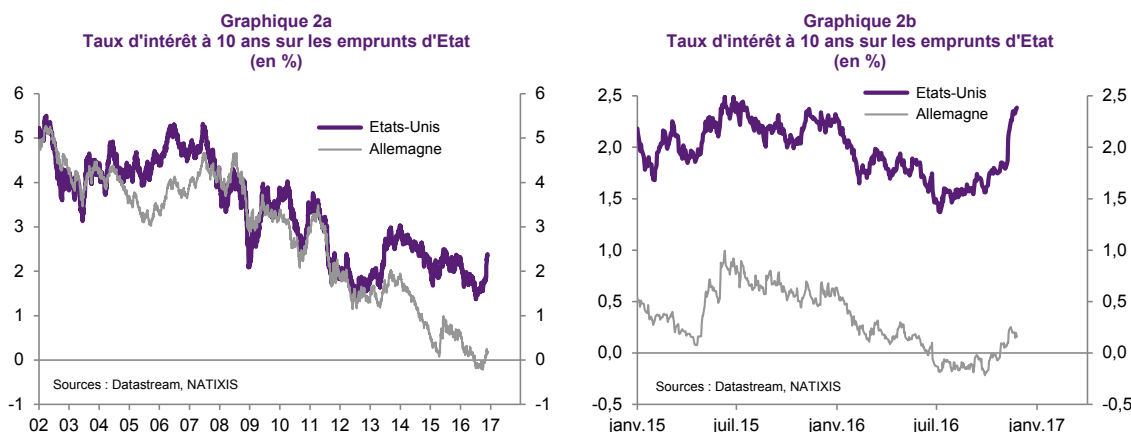
L'environnement international de la zone euro peut devenir très défavorable

La zone euro peut être confrontée, à partir de la fin de 2017 :

- (1) à la remontée du prix du pétrole (graphique 1a), qui réduit le revenu réel des ménages et leur consommation (graphique 1b) avec la remontée induite de l'inflation, évolution opposée de celle observée depuis 2014 avec la baisse du prix du pétrole ;

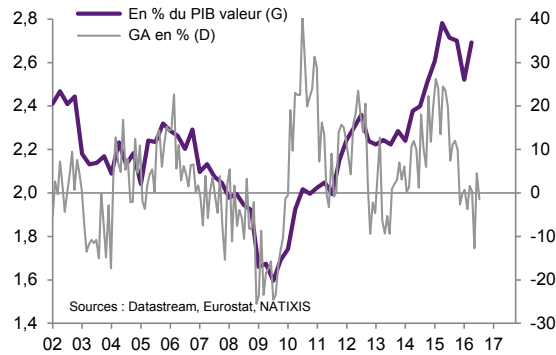


- (2) à la hausse, déjà débutée, des taux d'intérêt à long terme (graphiques 2a/b), à la fois due au redressement de l'inflation et maintenant à l'anticipation du supplément d'inflation et de déficit public aux Etats-Unis liées aux politiques économiques proposées par D. Trump (baisse des impôts, hausse des dépenses publiques, réduction de l'immigration, protectionnisme...)



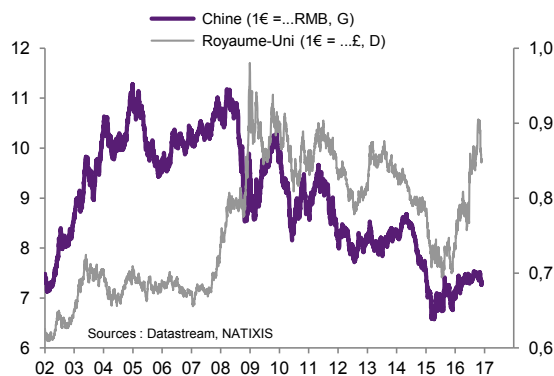
- (3) à des tentations protectionnistes aux Etats-Unis, qui pourraient réduire les exportations de la zone euro vers les Etats-Unis (graphique 3) ;

Graphique 3
Zone euro : exportations en valeur vers les Etats-Unis

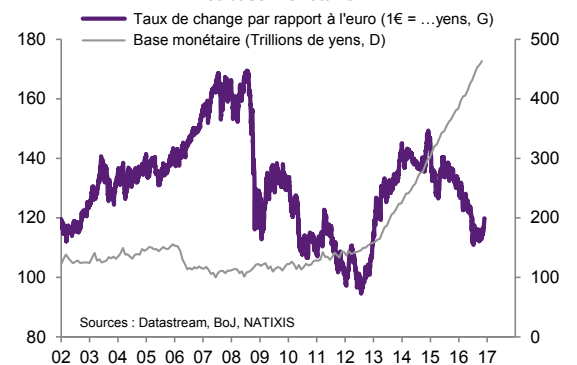


(4) à des mouvements violents des taux de change. Le risque pour la zone euro est bien sûr la forte dépréciation du taux de change de certains de ses partenaires commerciaux. Ceci est déjà le cas pour le Royaume-Uni et la Chine (graphique 4a), pourrait être le cas dans le futur pour le Japon avec la politique monétaire ultra-expansionniste menée au Japon (graphique 4b) ;

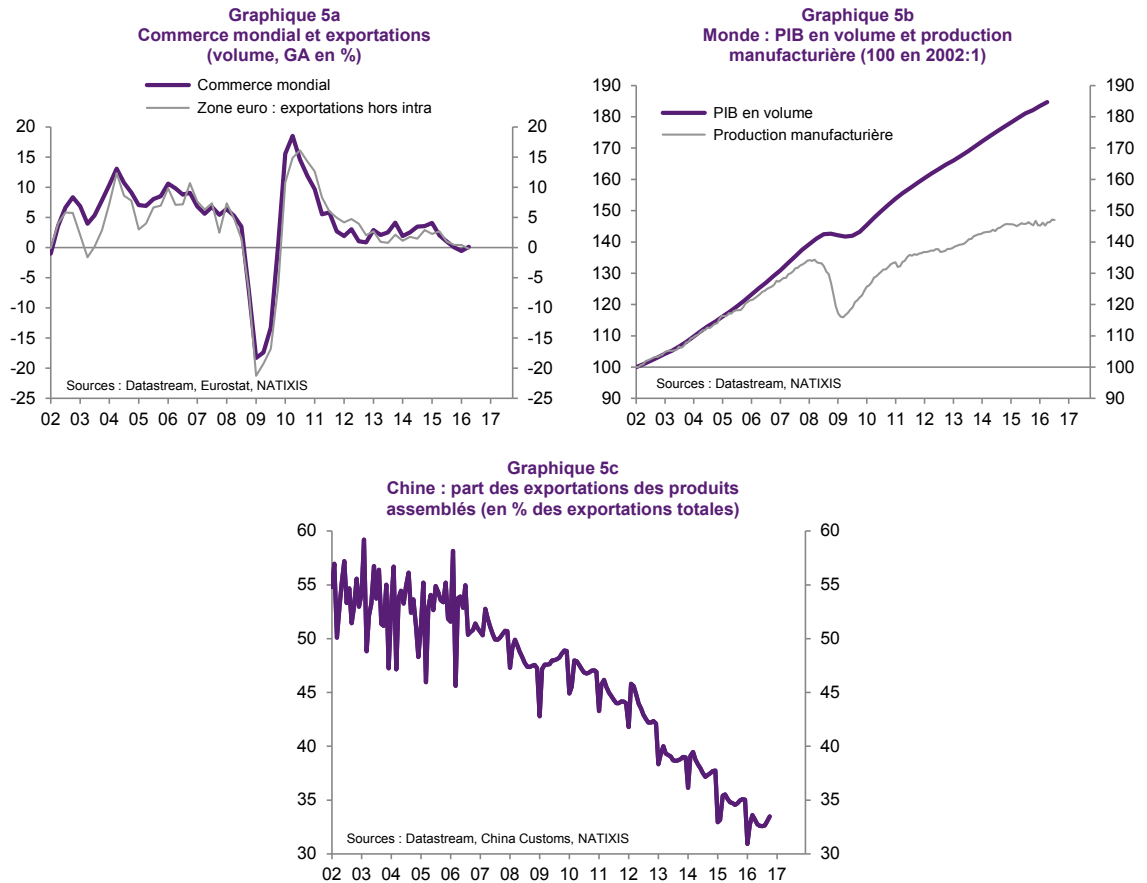
Graphique 4a
Taux de change par rapport à l'euro



Graphique 4b
Japon : taux de change par rapport à l'euro et base monétaire



(5) à la poursuite de la faiblesse du commerce mondial, donc des exportations de la zone euro (graphique 5a), ce qui est dû en particulier à la déformation du Monde vers une économie de services (graphique 5b) et à l'arrêt et au renversement du processus de segmentation des chaînes de valeur (le graphique 5c montre l'exemple de la Chine).



Ces évolutions pourraient donc :

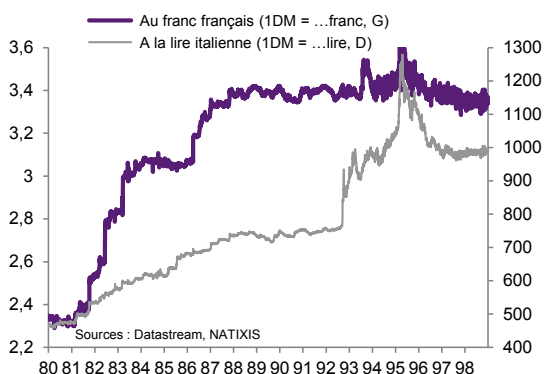
- **réduire la demande intérieure de la zone euro** (hausse du prix du pétrole, hausse des taux d'intérêt à long terme) ;
- **réduire les exportations de la zone euro** (protectionnisme, dépréciation de certaines devises, faiblesse du commerce mondial).

Le risque de politiques non coopératives en réponse à cet environnement défavorable

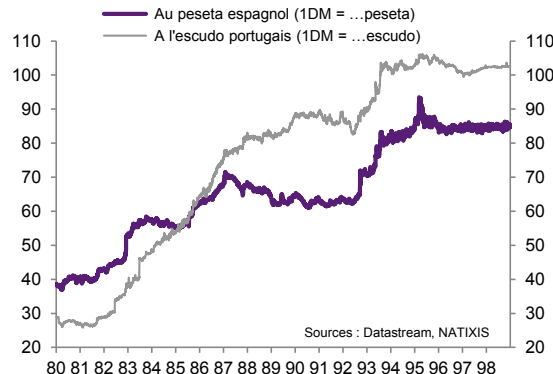
Lorsque l'environnement international conduit à l'affaiblissement à la fois de la demande intérieure et des exportations de la zone euro, **le risque est que les pays de la zone euro répondent par une attitude non coopérative et une concurrence stérile.**

Avant la création de l'euro, **il y aurait probablement eu « guerre des taux de change » (currency war)**, avec des dévaluations des différentes devises (graphiques 6a/b).

Graphique 6a
Taux de change du Deutsche Mark par rapport ...



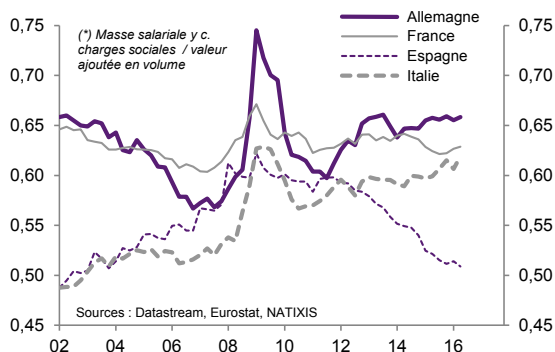
Graphique 6b
Taux de change du Deutsche Mark par rapport ...



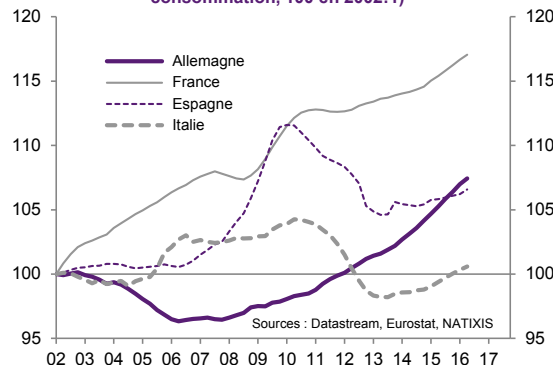
Aujourd'hui, il peut y avoir :

- **concurrence par les coûts salariaux**, comme on le voit déjà en Espagne (recul des salaires réels), en France (baisse des impôts des entreprises), **graphiques 7a/b** ;

Graphique 7a
Niveau de coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier*

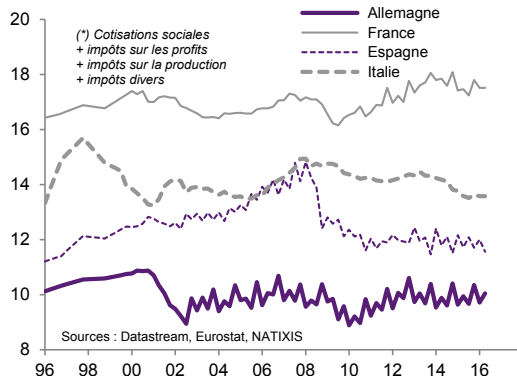


Graphique 7b
Salaires réels par tête (déflaté par le prix de consommation, 100 en 2002:1)

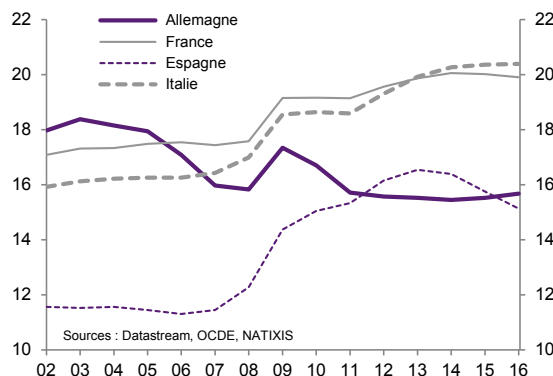


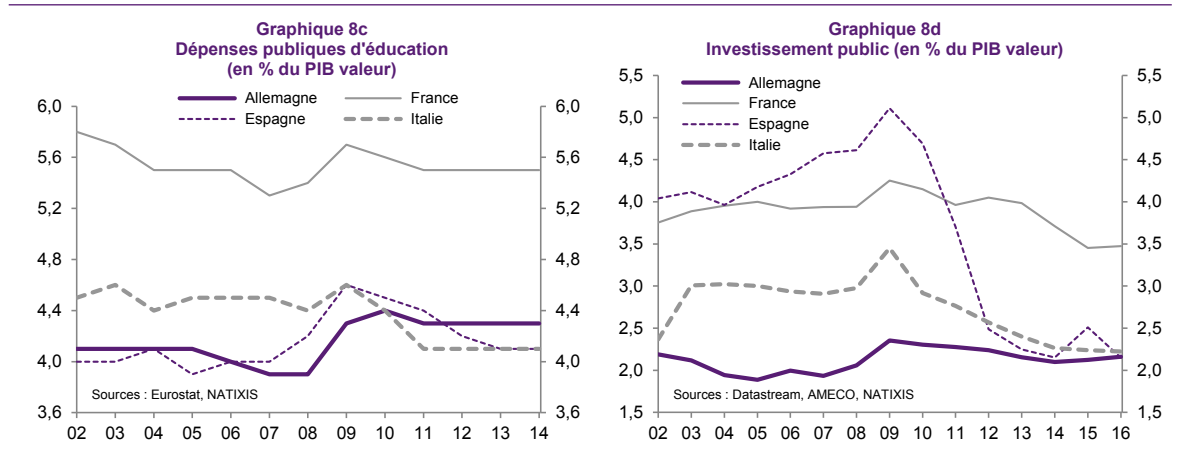
- **concurrence fiscale**, avec la recherche d'une pression fiscale aussi basse que possible sur les entreprises (ce qu'on a vu en Espagne, en Italie, **graphique 8a**), ce qui impose aussi de réduire **les dépenses de prestations sociales, d'éducation, les investissements publics** (**graphiques 8b/c/d**) ;

Graphique 8a
Impôts des entreprises* (en % du PIB valeur)



Graphique 8b
Prestations sociales (benefits, en % du PIB valeur)





- concurrence par les règles, la flexibilité du marché du travail.

Notre crainte est donc que l'environnement international défavorable de la zone euro conduise à un équilibre non coopératif entre les pays de la zone euro, par les salaires, les impôts, les réglementations, aussi défavorables que l'équilibre non coopératif du passé par les taux de change.

Synthèse : que les pays de la zone euro s'épargnent les coûts de la concurrence stérile

Les pays de la zone euro risquent d'être confrontés :

- à la remontée du prix du pétrole ;
- à la hausse des taux d'intérêt à long terme ;
- au protectionnisme aux Etats-Unis ;
- à des dépréciations fortes de certaines devises ;
- à la stagnation du commerce mondial.

Au moins qu'ils n'ajoutent pas à ces problèmes les inefficacités qui viendraient d'une concurrence stérile par les salaires, les impôts, les règles du marché du travail. Un équilibre non coopératif entre les pays de la zone euro concernant toutes ces variables ne ferait que dégrader encore plus leur situation économique (baisse généralisée des salaires, des dépenses publiques, de la protection de l'emploi...).

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>