

Flash Economie

4 mai 2018 - 508

La zone euro illustre très bien les effets permanents négatifs d'une crise

L'analyse de la dynamique économique de la zone euro depuis 10 ans montre bien les effets permanents négatifs d'une crise, d'une forte récession :

- une perte qui n'est pas compensée d'accumulation de capital, d'où un recul du niveau du PIB potentiel ;
- une perte de capital humain, d'où une hausse du taux de chômage structurel ;
- un décalage dans le temps de l'innovation, d'où un freinage de la Productivité Globale des Facteurs ;
- une déformation de l'économie vers les services, qui contribue au freinage de la productivité, puisque l'industrie souffre plus que les services d'une récession, du désendettement ;
- des difficultés durables des banques, qui affaiblissent durablement la distribution de crédit.

On utilise souvent ces arguments pour défendre l'idée d'une forte action contracyclique au moment des récessions ; il serait encore mieux de pouvoir éviter les crises graves par le « Leaning Against the Wind » (actions préventives) des politiques monétaires, par les politiques macroprudentielles.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

La question de la rémanence, de l'hystérésis des effets négatifs d'une crise, d'une récession grave

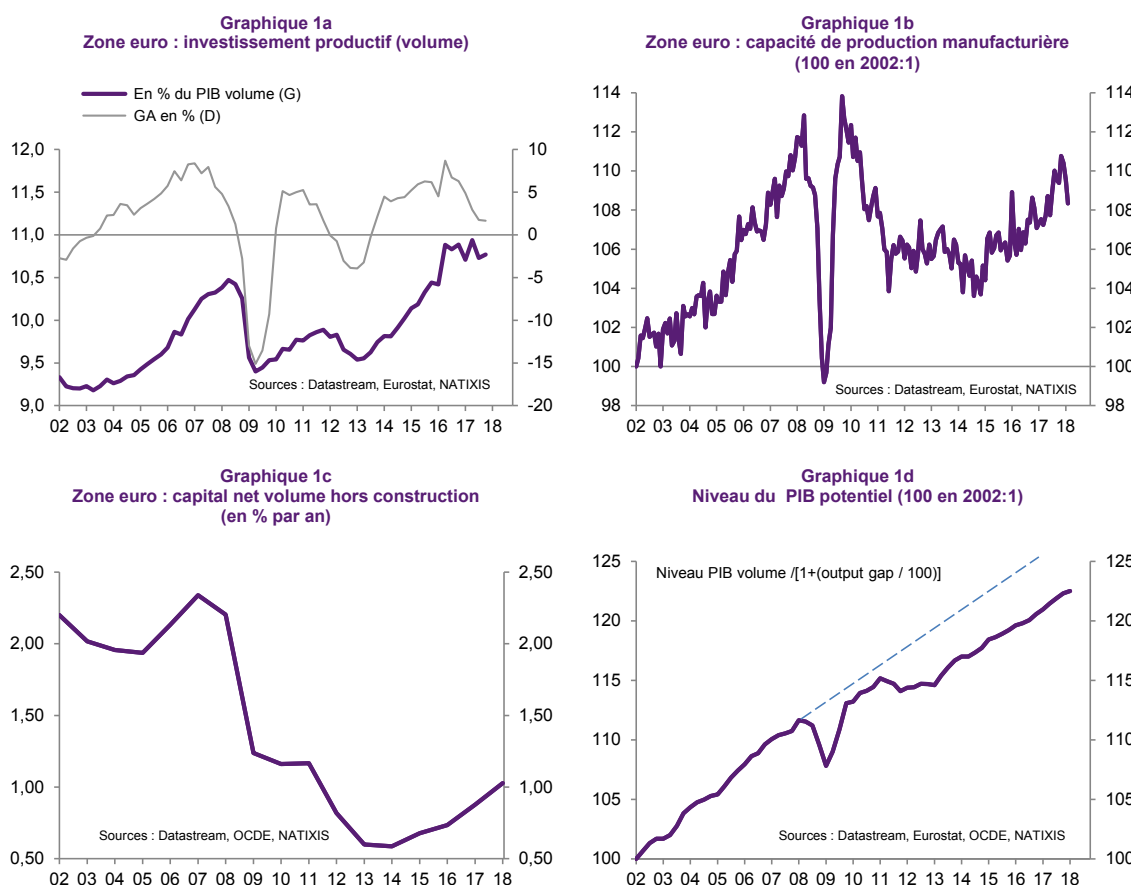
Nous allons utiliser l'exemple de la zone euro depuis 10 ans pour montrer les différents canaux par lesquels une crise, une récession grave peut avoir des effets négatifs durables sur l'économie.

Il s'agit :

- de l'accumulation de capital physique ;
- de l'accumulation de capital humain ;
- d'une perte de progrès technique ;
- de la déformation de l'économie vers les services peu sophistiqués ;
- des difficultés des banques.

1- Retard irréversible dans l'accumulation de capital physique

La crise déclenche un **recul de l'investissement (graphique 1a)** et une **destruction de capacités de production (graphique 1b)**, par exemple avec les faillites d'entreprises) qui conduisent à un **retard qui n'est jamais comblé dans l'accumulation de capital (graphique 1c)**, d'où une **perte irréversible en ce qui concerne le niveau du PIB potentiel (graphique 1d)**.

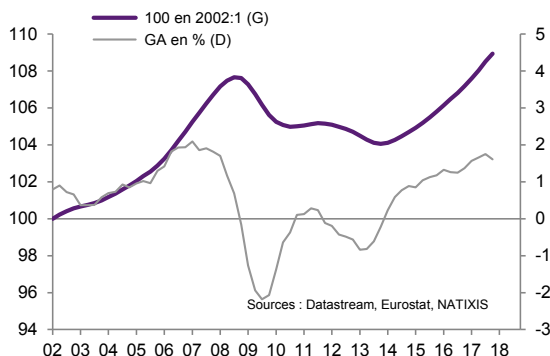


2- Perte de capital humain

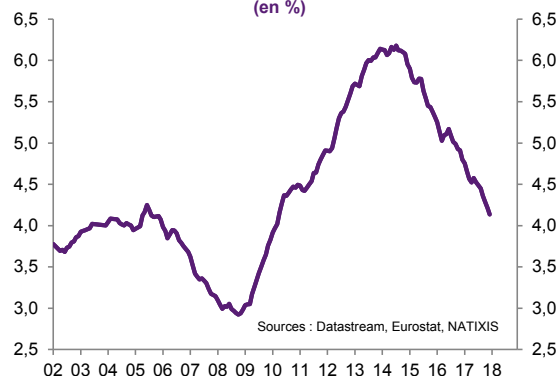
Avec les destructions d'emplois (**graphique 2a**) et la hausse du chômage de longue durée (**graphique 2b**), il y a perte de capital humain.

Elle se voit aujourd'hui dans la zone euro au niveau élevé de difficultés de recrutement des entreprises malgré un taux de chômage élevé (**graphique 2c**), et elle contribue au freinage de la productivité (**graphique 2d**).

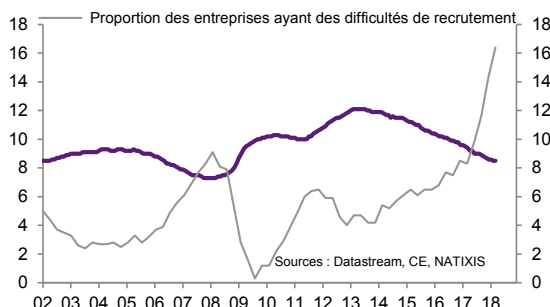
Graphique 2a
Zone euro : emploi



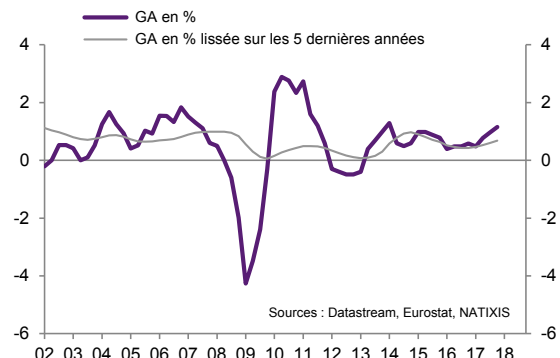
Graphique 2b
Zone euro : taux de chômage de longue durée (en %)



Graphique 2c
Zone euro : taux de chômage et proportion des entreprises ayant des difficultés de recrutement (en %)



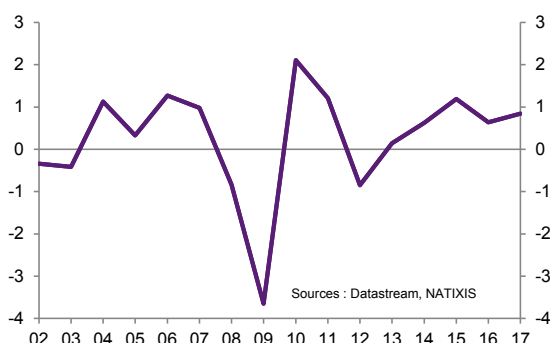
Graphique 2d
Zone euro : productivité par tête



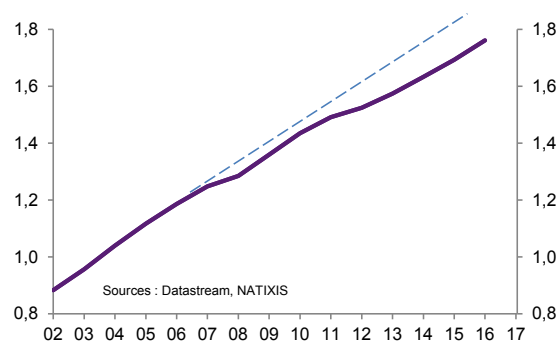
3- Perte de progrès technique

La faible croissance de la Productivité Globale des Facteurs dans la zone euro depuis la crise (**graphique 3a**) peut s'expliquer par le report dans le temps de la mise en place des innovations avec la crise, ce qui explique par exemple la lenteur de la modernisation du capital (**graphique 3b**).

Graphique 3a
Zone euro : productivité globale des facteurs (en % par an)



Graphique 3b
Zone euro : stocks robots industriels (en % de l'emploi manufacturier)

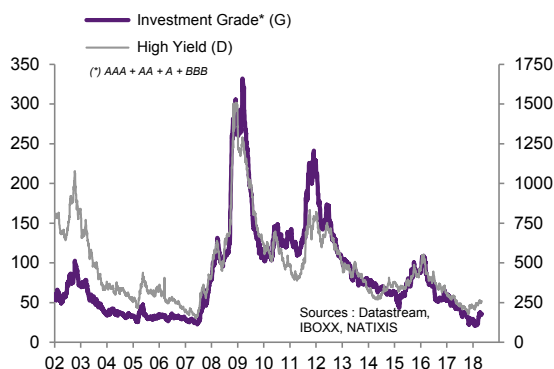


4- Déformation de l'économie vers les services

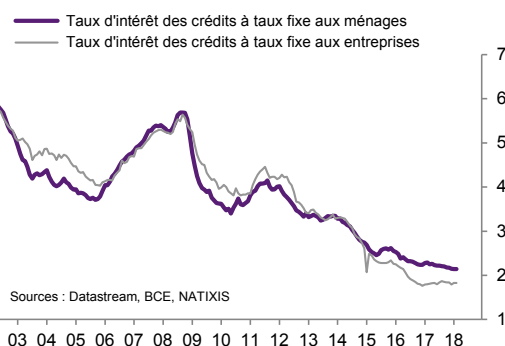
Les crises font davantage souffrir les services que l'industrie : la hausse des primes de risque pendant la crise (**graphiques 4a/b**), le désendettement après la crise (**graphique 4c**) pénalisent l'industrie qui est plus capitalistique que les services.

La déformation de l'économie vers les services (graphique 4d) contribue à réduire la productivité avec le niveau de productivité plus élevé dans l'industrie que dans les services (**graphique 4e**).

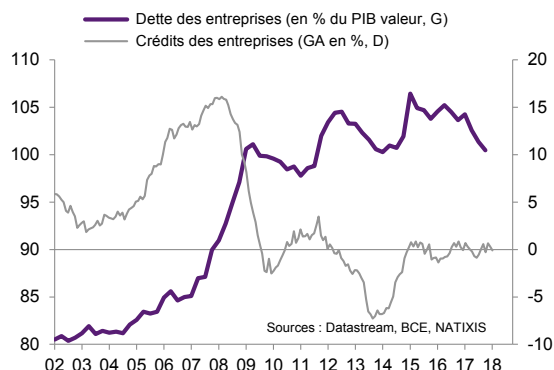
Graphique 4a
Zone euro : spread de crédit (asset swaps, en pb)



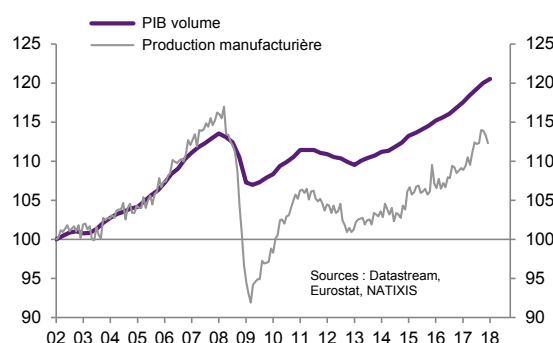
Graphique 4b
Zone euro : taux d'intérêt des crédits à taux fixe aux ménages et aux entreprises (en %)



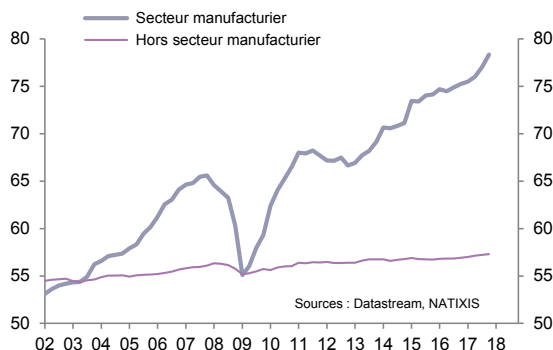
Graphique 4c
Zone euro : dette et crédits des entreprises



Graphique 4d
Zone euro : PIB volume et production manufacturière (100 en 2002:1)



Graphique 4e
Zone euro : niveau de la productivité par tête (en milliers d'euros constants, par an)

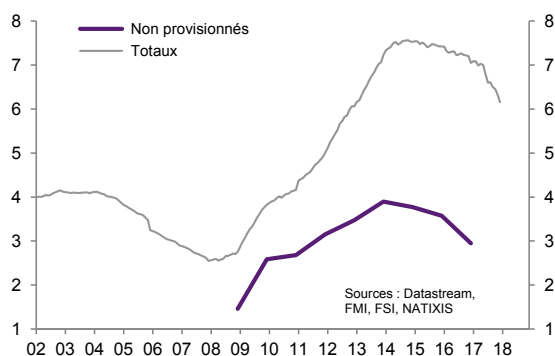


5- Difficultés des banques

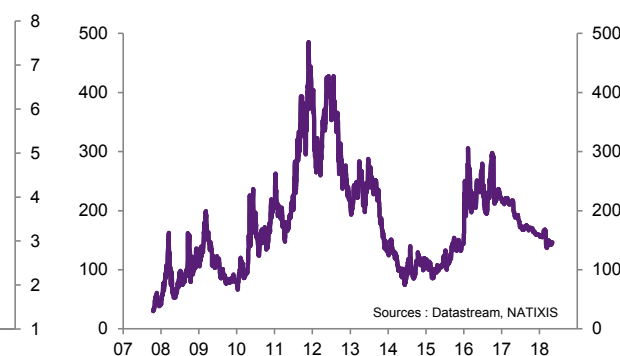
Quand on regarde les **Prêts Non Performants** et les **CDS des banques de la zone euro** (graphiques 5a/b) on voit que les difficultés des banques liées à la crise ont été durables.

Ces difficultés durables des banques ont contribué à la hausse des coûts de financement de l'économie (graphique 4b plus haut) et au freinage de la distribution de crédit (**graphique 5c**).

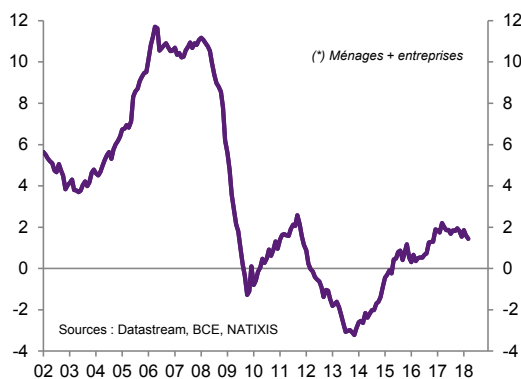
Graphique 5a
Zone euro : prêts non performants
(en % du total des prêts)



Graphique 5b
Zone euro : CDS des banques (5 ans, en pb)



Graphique 5c
Zone euro : crédit au secteur privé* (GA en %)

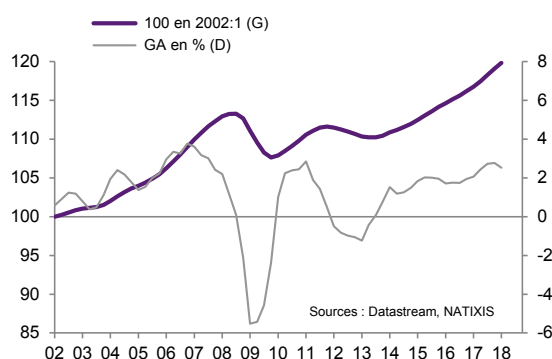


Synthèse : quel message pour la politique économique ?

Nous avons vu, sur l'exemple de la zone euro, que, **par de multiples canaux** (capital productif, capital humain, progrès technique, déformation de l'économie vers les services, banques) **les récessions, les crises graves ont des effets négatifs durables sur les économies** (niveau du PIB potentiel plus faible, croissance potentielle plus faible, chômage structurel plus élevé...).

D'habitude, la conclusion de politique économique est qu'il faut mener des politiques contracycliques extrêmement actives après les récessions pour en réduire l'ampleur (graphique 6).

Graphique 6
Zone euro : PIB volume



Mais il serait encore mieux que, avant les crises, des politiques économiques préventives soient mises en place pour essayer de réduire la gravité des crises :

- « **Leaning Against the Wind** », des politiques monétaires, dans les périodes d'expansion, qui évitent les déséquilibres financiers ;
- **politiques macroprudentielles** : des règles ajustables pour les intermédiaires financiers évitant l'excès d'endettement, la prise de risque excessive.

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>