



DIRECTION GÉNÉRALE DE L' ADMINISTRATION
ET DE LA MODERNISATION

DIRECTION DES RESSOURCES HUMAINES

Sous-direction de la Formation et des Concours

Bureau des Concours et Examens professionnels
RH4B

**CONCOURS EXTERNE ET INTERNE POUR L'ACCÈS A L'EMPLOI DE
CONSEILLER DES AFFAIRES ETRANGÈRES (CADRE D'ORIENT)
AU TITRE DE L'ANNÉE 2019**

ÉPREUVES ÉCRITES D'ADMISSIBILITÉ

Jeudi 13 septembre 2018

ECONOMIE

Rédaction, à partir d'un dossier, d'une note ayant pour objet de vérifier l'aptitude à l'analyse de données économiques ainsi que des enjeux économiques et de développement internationaux

Durée totale de l'épreuve : 5 heures
Coefficient : 3

—
SUJET AU VERSO

Ce dossier comporte 31 pages (page de garde et sommaire non compris)

SUJET :

La dette mondiale : Défis et enjeux

SOMMAIRE :

- Le Monde; Le FMI sonne l'alerte sur la dette mondiale ;
- Le Monde; L'Afrique craint une nouvelle crise de dette ;
- Natixis; Faut-il laisser les bulles se développer dans les périodes d'expansion? ;
- Natixis; Les dettes publiques très internationalisées et les dettes publiques peu internationalisées ;
- Natixis; Un Etat peut-il faire défaut? ;
- Le Monde; Dette : le délicat exercice d'équilibriste de la Chine ;
- IMF; Global Financial Stability Report: A bumpy road ahead.

Le Monde**Nom de la source**

Le Monde

Type de source

Presse • Journaux

Périodicité

Quotidien

Couverture géographique

Internationale

Provenance

France

p. scq5



Vendredi 20 avril 2018

Le Monde • p. SCQ5 • 635 mots

Le FMI sonne l'alerte sur la dette mondiale

Fin 2016, la dette publique et privée dans le monde atteignait 164 000 milliards de dollars

Marie de Vergès

Une flambée planétaire... La dette publique et privée dans le monde hors secteur financier atteint des niveaux sans précédent : Au total, 164 000 milliards de dollars (132 500 milliards d'euros) comptabilisés à la fin 2016, soit 225 % du produit intérieur brut (PIB) mondial, selon les chiffres figurant dans le rapport Fiscal Monitor du Fonds monétaire international (FMI), publié mercredi 18 avril.

Depuis 2007, année qui marque le déclenchement de la grande crise financière, ce fardeau a augmenté de 40 %. Trois pays (Etats-Unis, Chine, Japon) concentrent plus de la moitié de cette somme vertigineuse. Mais le phénomène n'épargne aucune région du monde. Le plus gros stock est l'apanage des économies avancées, conséquence des plans de relance engagés pour lutter contre la récession de 2008-2009. La dette publique qui constitue l'essentiel de la charge pour les pays riches y est stabilisée depuis cinq ans au-delà de 105 % du PIB, un ratio inédit depuis la seconde guerre mondiale.

Profitant d'une croissance très élevée depuis trente ans, les pays émergents ont longtemps gardé la maîtrise de leurs finances publiques. Mais les temps ont changé. Ces économies ont été les principales responsables de l'augmentation

de l'endettement mondial enregistrée au cours de la dernière décennie. La Chine, à elle seule, y a contribué pour près de la moitié.

Le groupe des pays en développement n'échappe pas non plus à cet emballement avec une dette publique qui dépasse, en moyenne, les 40 %, soit une hausse de plus de 10 points de pourcentage depuis 2012. Ce niveau est inférieur aux pics déjà atteints dans l'histoire récente. Mais les risques de dérapage sont élevés dans des pays qui mobilisent peu de recettes fiscales. Il y a eu, en Afrique, de vastes opérations d'annulation ou de restructuration de dette.

Les causes de cet empilement de dettes sont variées. Outre la crise et ses stigmates, les politiques monétaires ultra-généreuses déployées par les banques centrales ont joué un rôle. Les Etats et les entreprises ont profité de ces liquidités déversées sur les marchés pour emprunter à bon compte et financer leur croissance. La crise des prix des matières premières, entre 2014 et 2016, a aussi pesé lourd dans les comptes des pays exportateurs, en Afrique, au Moyen-Orient ou en Amérique latine.

Y a-t-il lieu de s'inquiéter au moment où l'économie mondiale connaît une phase de reprise, forte et généralisée? Le FMI prédit une croissance planétaire de 3,9

© 2018 SA Le Monde. Tous droits réservés. Le présent document est protégé par les lois et conventions internationales sur le droit d'auteur et son utilisation est régie par ces lois et conventions.

PubliC Certificat émis le 15 juin 2018 à UNIVERSITE-PARIS-OUEST-NANTERRE-LA-DEFENSE à des fins de visualisation personnelle et temporaire.

news-20180420-LM-2503672



% cette année et la suivante. Pourtant, « il n'y a pas de place pour la complaisance », a insisté Vitor Gaspar, responsable du département des finances publiques du Fonds. Des risques existent, notamment en cas d'accélération surprise de l'inflation aux Etats-Unis, susceptible d'entraîner une remontée brutale des taux d'intérêt. Un retour de bâton qui exposerait surtout les économies émergentes dont la dette est largement libellée en dollars.

Resserrer les boulons

Mais comme le phénomène est mondial, le message du FMI s'adresse à tous les pays. « Il faut profiter de la reprise économique pour accumuler des réserves financières en prévision des temps orageux qui finiront par arriver », a prévenu M. Gaspar. Autrement dit, c'est quand la conjoncture est porteuse qu'il convient de resserrer les boulons.

Le message s'adresse tout particulièrement aux Etats-Unis de Donald Trump. Alors que l'économie américaine tourne déjà au maximum de ses capacités, la réforme fiscale tout juste approuvée et le projet de budget vont creuser le déficit et gonfler la dette publique. Celle-ci devrait passer de 107 % du PIB en 2017 à près de 117 % en 2023... alors même que l'ensemble des autres pays avancés prévoient de diminuer leurs niveaux d'endettement. « Nous pressons les responsables politiques d'éviter les programmes pro-cycliques fournissant un stimulus inutile au moment où l'activité accélère déjà, a conclu M. Gaspar.. »

Le Monde Eco et entreprise

L'Afrique craint une nouvelle crise de dette

Selon le FMI, 8 pays africains sont en situation de surendettement et 8 autres sont menacés

Marie de Vergès

Le Mozambique est loin d'en avoir terminé avec le scandale de sa dette cachée. Se disant incapable d'honorer ses obligations avant au moins une décennie, le pays voudrait convaincre ses créanciers d'accepter une restructuration. La partie n'est pas gagnée : le plan présenté, fin mars, à Londres, par les autorités a reçu un accueil glacial des détenteurs de bons mozambicains. La confiance des investisseurs est affectée depuis la découverte, en 2016, d'une montagne de dettes dissimulées par l'exécutif.

Des emprunts contractés en toute opacité pour acheter du matériel militaire ont contribué à faire flamber la dette du Mozambique, passée de moins de 50 % du produit intérieur brut (PIB), en 2013, à près de 130 %, en 2017. Des déboires propres à ce pays un temps choyé par les bailleurs de fonds internationaux et aujourd'hui en défaut. Mais aussi un cas d'école pour ceux qui redoutent le retour d'une partie de l'Afrique aux heures sombres des années 1980 et 1990.



« Le fardeau de la dette et les vulnérabilités ont augmenté significativement depuis 2013 dans de nombreux pays à faibles revenus », notamment en Afrique subsaharienne, soulignait le Fonds monétaire international (FMI), dans un rapport publié le 22 mars. Pour l'institution, huit pays sont en situation de surendettement et huit autres présentent un « risque élevé » d'y basculer.

Cette situation est en partie l'héritage des années de forte croissance. Au milieu des années 2000, de nombreux Etats africains ont vu leurs dettes annulées dans le cadre de l'initiative pays pauvres très endettés, pilotée par le FMI et la Banque mondiale. En plein supercycle des matières premières, les capitaux étrangers sont mobilisés pour financer l'investissement public. De plus en plus, les pays cherchent à se refinancer en contractant des prêts en dollars sur les marchés. Ils bénéficient de l'appétit d'investisseurs en quête de rendements. Depuis 2007, 16 Etats africains ont procédé à leur première émission d'obligations libellées en dollars.

« Phénomène préoccupant »

L'endettement moyen, au sud du Sahara, dépasse désormais les 50 % du PIB, contre moins de 30 % en 2012. Un niveau faible comparé aux standards occidentaux. Mais les risques de dérapage sont élevés dans des pays qui mobilisent peu de recettes fiscales et dont les taux d'emprunt ont flambé avec la baisse des cours des matières premières.

« Le phénomène est préoccupant, car la croissance de la dette est, en moyenne, supérieure à la croissance du PIB », souligne l'ancien directeur de l'Agence française de développement, Jean-Michel Severino. Ce grand connaisseur de l'Afrique voit des « points de ressemblance » avec la crise de surendettement des années 1980 et 1990. Même si, dit-il, « les situations sont diverses selon les pays ».

Les plus touchés sont ceux qui dépendent de leurs exportations de matières premières. Souvent, la sévère dévaluation des devises nationales a alourdi le remboursement des prêts en dollars. En Angola ou au Nigeria, le service de la dette absorbe plus de 60 % des recettes publiques. L'effondrement des prix de l'or noir a déjà poussé des Etats, tels que le Cameroun, le Tchad ou le Ghana, à se mettre sous le parapluie financier du FMI.

Le Fonds ne s'inquiète pas seulement de la trajectoire de la dette, mais aussi du profil des créanciers. Car la proportion d'acteurs publics et de grands bailleurs de fonds multilatéraux régresse au profit de « prêteurs commerciaux ou bilatéraux non-membres du Club de Paris ». La Chine, absente de ce groupe de pays riches

où se négocient des opérations de restructuration, est ici clairement visée. Le géant asiatique est devenu un créancier de premier plan pour de nombreux Etats africains, par le biais d'accords de troc où l'argent frais s'échange contre du pétrole ou des ressources minières.

La Zambie et la République du Congo ont ainsi contracté de gros prêts dans des conditions très opaques auprès d'entreprises chinoises. Brazzaville a d'ailleurs pris la suite du Mozambique, à l'été 2017, et fait défaut après avoir révélé certaines dettes cachées. Les prêts chinois ont aussi afflué au Cameroun, en Angola, en Ethiopie, au Kenya... Or, si les choses tournent mal au point de devoir envisager des renégociations de dettes, le rôle de la Chine est imprévisible, faute de précédents.

Mais le pire peut encore être évité. Le FMI préconise de redoubler d'efforts dans le recouvrement de l'impôt. Il exhorte à plus de sélectivité dans les programmes d'investissement afin de privilégier ceux offrant une « forte rentabilité ». « Il faut éviter les routes mal construites et emportées par les pluies au bout de deux ans, ou les palais du Peuple qui ne servent à rien, abonde M. Severino. La crise n'est pas pour demain, les politiques publiques peuvent encore changer les choses. Ou pas. »

Aussi paru dans 30 mars 2018 -

© 2018 SA Le Monde. Tous droits réservés. Le présent document est protégé par les lois et conventions internationales sur le droit d'auteur et son utilisation est régie par ces lois et conventions.

PubliC Certificat émis le **15 juin 2018** à **UNIVERSITE-PARIS-OUEST-NANTERRE-LA-DEFENSE** à des fins de visualisation personnelle et temporaire.

news-20180331-LM-2810951

Flash Economie

22 décembre 2017 - 1522

Les dettes publiques très internationalisées et les dettes publiques peu internationalisées

Parmi les pays de l'OCDE, certains ont des dettes publiques très internationalisées (États-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France), d'autres des dettes publiques peu internationalisées (Italie, Espagne, Japon).

Cette différence dans le degré d'internationalisation des dettes est importante :

- les taux d'intérêt sur les dettes publiques internationalisées dépendent de la liquidité mondiale et non de la liquidité locale ou régionale ;
- les taux d'intérêt sur les dettes publiques peu internationalisées dépendent de la liquidité locale.

Dans une situation où la liquidité locale devient moins abondante (États-Unis depuis 2014, zone euro à partir de 2018) mais où la liquidité mondiale continue à progresser, on observe donc peu de hausse des taux d'intérêt sur les dettes internationalisées, et une hausse de l'écart de taux d'intérêt entre les dettes internationalisées et les dettes peu internationalisées.

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

Dettes publiques plus ou moins internationalisées

Surtout depuis la crise de 2008, on peut séparer en deux groupes les dettes publiques (nous regardons les plus grands pays de la zone euro) :

- **les dettes publiques très internationalisées (tableaux 1&2)** : États-Unis, Allemagne, France, qui sont en particulier détenues par les Banque Centrales, Royaume-Uni (avec le statut de monnaies de réserve) ;
- **les dettes publiques moins internationalisées** : Espagne, Italie, Japon.

Tableau 1 : structure par devises des réserves de change des banques centrales (en %)

en %	Euros	Dollars U.S	Yen	Livre Sterling	Franc suisse	Autres monnaies*	Dont			
							Dollar Australien	Dollar Canadien	RMB	Autres
2002 Q1	19,67	71,62	4,38	2,67	0,31	1,34	-	-	-	-
2002 Q2	21,39	68,49	5,34	2,84	0,31	1,63	-	-	-	-
2002 Q3	22,43	67,49	5,13	2,90	0,32	1,73	-	-	-	-
2002 Q4	23,65	66,50	4,94	2,92	0,41	1,58	-	-	-	-
2003 Q1	24,52	66,38	4,51	2,64	0,24	1,72	-	-	-	-
2003 Q2	24,97	66,22	4,13	2,63	0,21	1,84	-	-	-	-
2003 Q3	24,45	66,65	4,34	2,51	0,23	1,82	-	-	-	-
2003 Q4	25,03	65,45	4,42	2,86	0,23	2,01	-	-	-	-
2004 Q1	23,44	67,09	4,46	2,83	0,22	1,95	-	-	-	-
2004 Q2	23,31	67,39	4,33	2,84	0,24	1,89	-	-	-	-
2004 Q3	23,77	66,89	4,06	3,20	0,17	1,92	-	-	-	-
2004 Q4	24,68	65,51	4,28	3,49	0,17	1,87	-	-	-	-
2005 Q1	24,90	65,14	4,25	3,74	0,17	1,79	-	-	-	-
2005 Q2	24,55	65,81	4,13	3,67	0,13	1,71	-	-	-	-
2005 Q3	24,12	66,08	4,12	3,76	0,14	1,78	-	-	-	-
2005 Q4	23,89	66,52	3,96	3,75	0,15	1,74	-	-	-	-
2006 Q1	24,37	66,16	3,64	4,09	0,16	1,58	-	-	-	-
2006 Q2	24,59	65,74	3,47	4,33	0,15	1,73	-	-	-	-
2006 Q3	24,26	66,15	3,35	4,36	0,16	1,73	-	-	-	-
2006 Q4	24,95	65,08	3,47	4,52	0,17	1,81	-	-	-	-
2007 Q1	25,03	65,08	3,14	4,60	0,17	1,98	-	-	-	-
2007 Q2	25,17	64,88	3,06	4,74	0,15	2,00	-	-	-	-
2007 Q3	26,00	63,91	2,95	4,84	0,16	2,14	-	-	-	-
2007 Q4	26,12	63,88	3,18	4,83	0,16	1,83	-	-	-	-
2008 Q1	26,53	62,95	3,37	4,81	0,15	2,20	-	-	-	-
2008 Q2	26,60	62,60	3,57	4,88	0,16	2,20	-	-	-	-
2008 Q3	25,32	64,17	3,53	4,73	0,15	2,10	-	-	-	-
2008 Q4	26,21	63,77	3,47	4,22	0,14	2,20	-	-	-	-
2009 Q1	25,82	65,18	2,79	3,95	0,14	2,12	-	-	-	-
2009 Q2	27,57	62,81	3,02	4,28	0,12	2,20	-	-	-	-
2009 Q3	27,98	61,47	3,15	4,31	0,12	2,97	-	-	-	-
2009 Q4	27,66	62,05	2,90	4,25	0,12	3,03	-	-	-	-
2010 Q1	27,27	61,75	2,98	4,29	0,12	3,58	-	-	-	-
2010 Q2	26,24	62,54	3,19	4,17	0,11	3,75	-	-	-	-
2010 Q3	26,63	61,56	3,49	4,05	0,10	4,17	-	-	-	-
2010 Q4	26,01	61,84	3,66	3,93	0,13	4,43	-	-	-	-
2011 Q1	26,47	61,00	3,62	4,07	0,12	4,73	-	-	-	-
2011 Q2	26,75	60,47	3,72	4,06	0,12	4,88	-	-	-	-
2011 Q3	25,58	61,64	3,69	3,90	0,30	4,89	-	-	-	-
2011 Q4	24,67	62,36	3,61	3,84	0,08	5,45	-	-	-	-

en %	Euros	Dollars U.S	Yen	Livre Sterling	Franc suisse	Autres monnaies*	Dont			
							Dollar Australien	Dollar Canadien	RMB	Autres
2012 Q1	24,56	61,75	3,85	4,01	0,24	5,58	-	-	-	-
2012 Q2	24,76	61,67	3,95	3,84	0,23	5,56	-	-	-	-
2012 Q3	24,02	61,38	4,27	4,12	0,30	5,92	-	-	-	-
2012 Q4	24,05	61,47	4,09	4,04	0,21	6,14	1,42	1,46	-	3,26
2013 Q1	23,39	62,00	3,88	3,87	0,26	6,60	1,58	1,66	-	3,36
2013 Q2	23,67	62,04	3,84	3,82	0,26	6,37	1,80	1,69	-	2,89
2013 Q3	23,93	61,62	3,80	3,92	0,26	6,47	1,83	1,68	-	2,95
2013 Q4	24,20	61,24	3,82	3,98	0,27	6,48	1,83	1,82	-	2,84
2014 Q1	23,26	63,00	3,58	3,77	0,24	6,15	1,74	1,70	-	2,71
2014 Q2	22,96	63,05	3,66	3,78	0,24	6,32	1,84	1,72	-	2,75
2014 Q3	21,56	64,59	3,57	3,75	0,23	6,30	1,79	1,68	-	2,83
2014 Q4	21,20	65,14	3,54	3,70	0,24	6,18	1,75	1,60	-	2,83
2015 Q1	20,01	65,98	3,83	3,83	0,26	6,09	1,71	1,56	-	2,83
2015 Q2	19,89	65,26	3,57	4,58	0,29	6,41	1,78	1,73	-	2,90
2015 Q3	19,76	65,54	3,48	4,61	0,25	6,36	1,74	1,65	-	2,96
2015 Q4	19,11	65,74	3,75	4,72	0,27	6,41	1,78	1,77	-	2,87
2016 Q1	19,54	65,45	3,65	4,65	0,19	6,52	1,81	1,72	-	2,99
2016 Q2	19,37	65,22	4,08	4,55	0,18	6,59	1,83	1,70	-	3,06
2016 Q3	19,65	64,70	4,18	4,40	0,18	6,89	1,91	1,80	-	3,18
2016 Q4	19,13	65,34	3,95	4,34	0,16	7,07	1,94	1,69	1,08	2,37
2017 Q1	19,25	64,63	4,53	4,26	0,16	7,17	1,91	1,79	1,08	2,39
2017 Q2	19,91	63,79	4,64	4,41	0,17	7,09	1,95	1,77	1,07	2,30

(*) Dont dollar canadien, dollar australien et RMB

Sources : FMI, Natixis

Tableau 2 : part de la détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'État (en %)

Année	États-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie	Japon
2002	40,8	18,3	48,4	41,9	44,3	39,6	3,4
2003	44,5	18,7	48,8	48,0	41,8	43,5	2,7
2004	49,5	21,9	49,2	52,7	46,6	43,3	3,0
2005	50,2	25,4	52,8	56,5	46,0	48,2	4,3
2006	49,9	28,7	55,1	59,0	44,7	50,6	4,8
2007	52,9	32,5	57,9	60,5	42,6	49,1	6,2
2008	54,0	34,5	59,2	64,1	47,8	47,7	6,3
2009	53,0	30,6	60,6	67,8	46,1	49,9	4,8
2010	52,5	30,8	66,2	67,0	54,7	46,4	4,1
2011	57,0	31,3	71,2	64,0	51,5	41,9	4,6
2012	56,4	31,1	72,6	61,9	36,1	37,0	4,6
2013	56,7	30,7	71,8	63,5	41,1	35,7	4,4
2014	58,5	28,2	73,4	63,6	47,1	37,5	4,3
2015	57,1	26,6	69,1	61,9	50,9	38,1	5,1
2016	53,1	27,6	64,0	58,5	48,4	36,1	5,9
2017	51,5	27,5	61,3	56,4	45,0	34,7	6,1

Sources : Banques Centrales, AFT, Trésor Public, NATIXIS

La crise de la zone euro a renforcé le caractère domestique de la détention des dettes publiques périphériques de la zone euro (tableau 2) ; traditionnellement, la dette publique du Japon est détenue essentiellement au Japon.

Beaucoup de grands investisseurs internationaux n'investissent que dans les dettes de la zone euro ayant les meilleurs ratings (tableau 3).

Tableau 3 : rating de la dette souveraine (long terme)

Pays	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
Allemagne	Aaa	AAAu	AAA
France	Aa2	AAu	AA
Espagne	Baa2	BBB+	BBB+
Italie	Baa2	BBBu	BBB
Portugal	Ba1	BBB-u	BB+
Grèce	Caa2	B-	B-
Irlande	A2	A+	A
Pays-Bas	Aaa	AAAu	AAA
Belgique	Aa3	AAu	AA-
Finlande	Aa1	AA+	AA+
Autriche	Aa1	AA+	AA+
Slovaquie	A2	A+	A+
Slovénie	Baa1	A+	A-
Malte	A3	A-	A+
Chypre	Ba3	BB+	BB
Lettonie	A3	A-	A-
Estonie	A1	AA-	A+
Lituanie	A3	A-	A-
Luxembourg	Aaa	AAA	AAA

Sources : Bloomberg, Natixis

Une différence très importante concernant le rôle de la liquidité

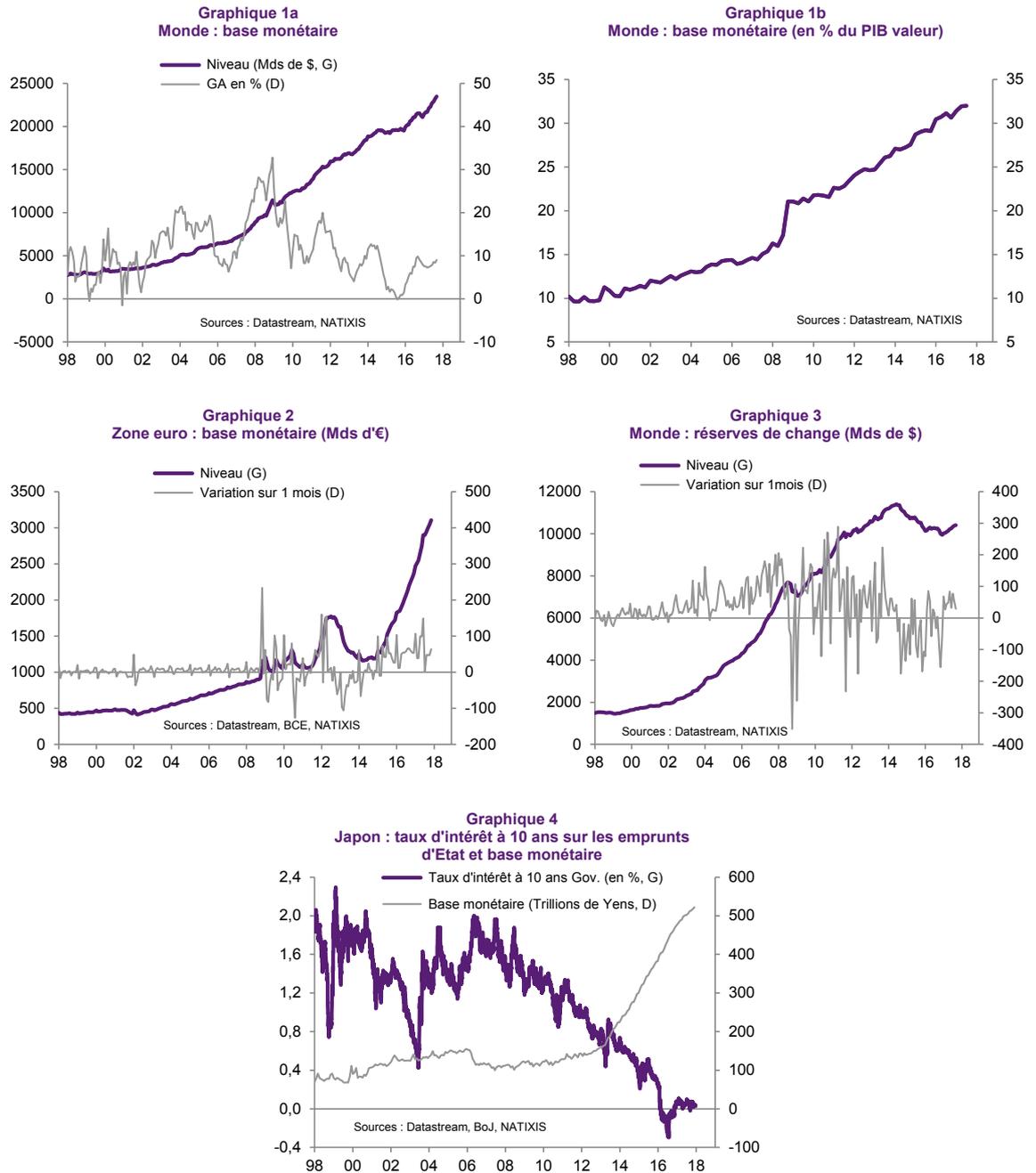
La demande pour une dette internationalisée, donc ses taux d'intérêt, dépend de la liquidité mondiale.

Dans n'importe quel pays, un investisseur peut utiliser la liquidité créée par la Banque Centrale locale pour acheter une dette internationalisée.

La demande pour une dette non internationalisée dépend de la liquidité locale, puisque cette dette est essentiellement achetée par des investisseurs locaux qui utilisent la liquidité locale.

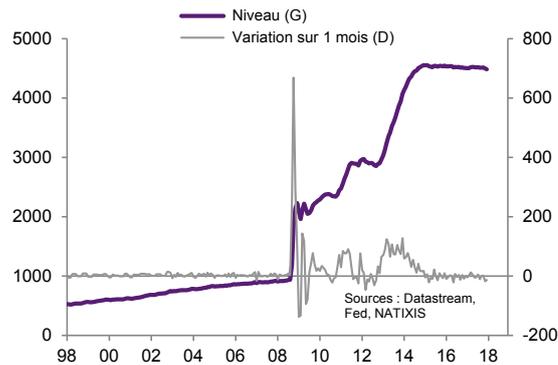
Qu'observe-t-on aujourd'hui en ce qui concerne la liquidité ?

- **La liquidité mondiale continue à augmenter (graphiques 1a/b)** et continuera à augmenter même quand la BCE aura arrêté le Quantitative Easing (**graphique 2**) avec le retour à une accumulation des réserves de change par les Banques Centrales (**graphique 3**) et avec les achats de dette publique au Japon visant à maintenir à 0% le taux d'intérêt à 10 ans (**graphique 4**).



- **La liquidité locale se contracte aux États-Unis**, avec l'arrêt du Quantitative Easing à la fin de 2014 et maintenant le début de la réduction de la taille du bilan de la Réserve Fédérale (graphique 5).

Graphique 5
Etats-Unis : base monétaire (en Mds de \$)



- **La liquidité locale va arrêter de croître dans la zone euro** avec l'arrêt en 2018 du Quantitative Easing (graphique 2).

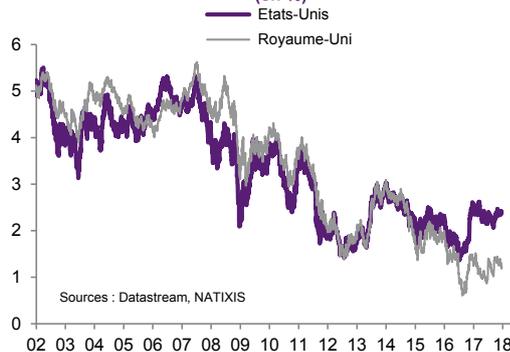
Il va donc bien y avoir une asymétrie entre l'évolution de la liquidité mondiale et celle de certaines liquidités locales.

Synthèse : quelles conséquences pour les taux d'intérêt à long terme ?

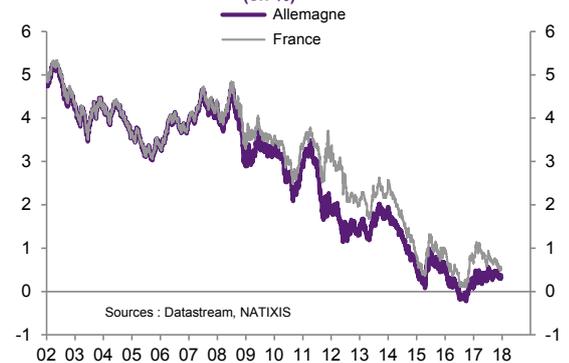
Ce qui précède a des conséquences assez claires :

- **le maintien d'une liquidité mondiale en progression maintient les taux d'intérêt sur les dettes publiques internationalisées** à un niveau assez faible (graphiques 6a/b) quelle que soit l'évolution de la liquidité locale ;
- **l'arrêt du Quantitative Easing en 2018 dans la zone euro devrait donc avoir assez peu d'effets sur les taux d'intérêt en France et en Allemagne, des effets plus importants sur les taux d'intérêt des dettes publiques peu internationalisées** (Espagne, Italie, graphique 7) ;
- **le maintien de la politique monétaire très expansionniste au Japon** est nécessaire au maintien de taux d'intérêt à long terme très bas au Japon (graphique 4 plus haut).

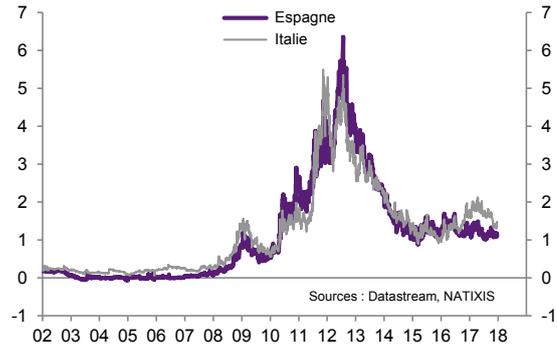
Graphique 6a
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 6b
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 7
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts
d'Etat avec l'Allemagne (en %)



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 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 propre 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>

Flash Economie

12 avril 2018 - 387

Faut-il laisser les bulles se développer dans les périodes d'expansion ?

Une thèse assez paradoxale a été développée : il faudrait que les Banques Centrales laissent durant les périodes d'expansion, se développer les bulles, l'excès d'endettement associé.

L'effet favorable induit des bulles (supplément de dépense avec les effets de richesse, supplément d'investissement) l'emporterait sur la sévérité plus grande des crises financières et des récessions qui surviennent lorsqu'il y a eu des bulles.

Les pays où la Banque Centrale ne lutte pas contre les bulles (ne pratique pas le « Leaning Against the Wind » dans les expansions) auraient donc des crises plus graves que les autres pays, mais en moyenne sur le long terme une croissance plus forte.

L'examen des faits (au Japon depuis 1990, aux Etats-Unis et dans la zone euro depuis 2008) montre que cette thèse, qui justifierait l'inaction des Banques Centrales, est complètement erronée.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

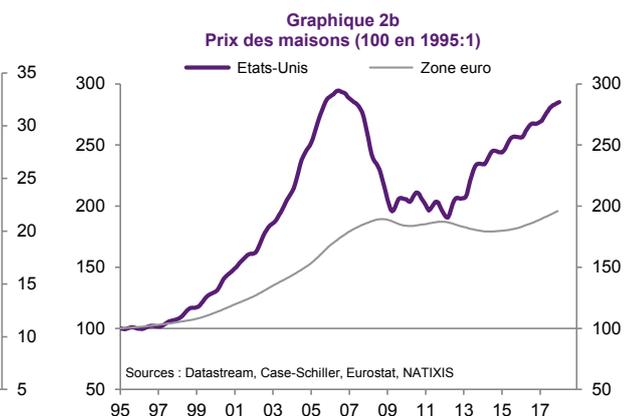
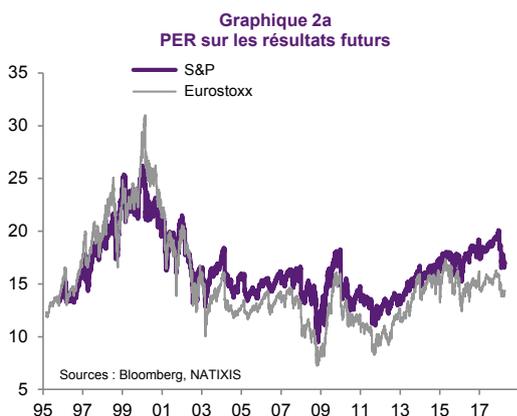
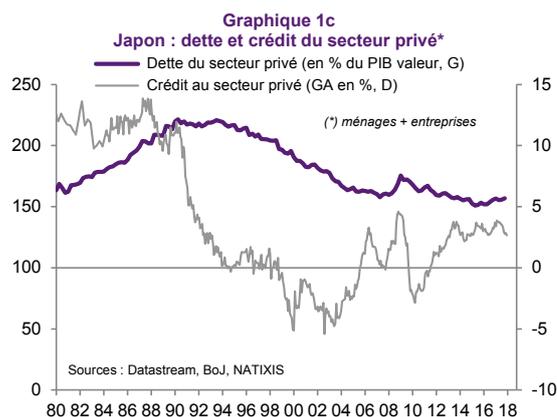
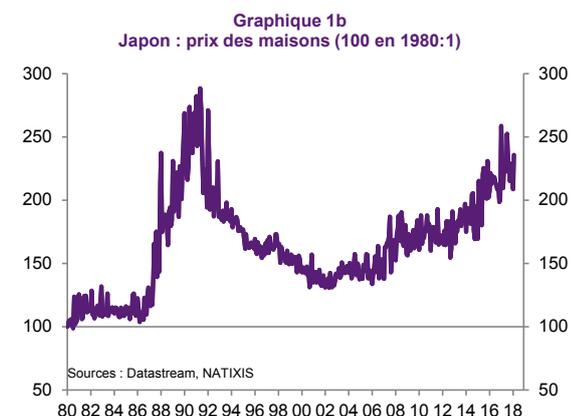
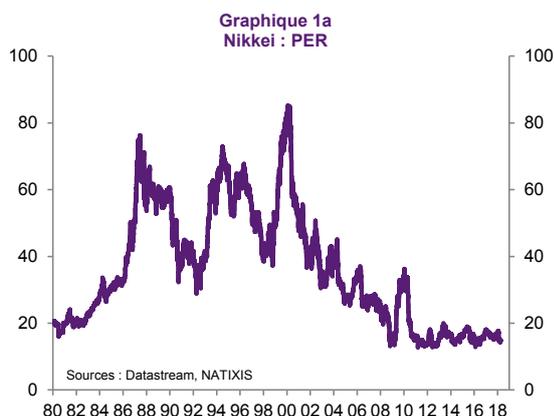
patrick.artus@natixis.com

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

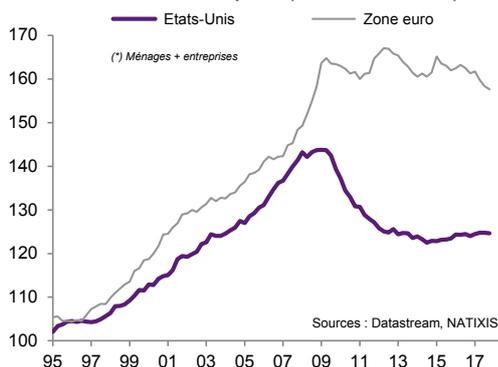
www.research.natixis.com

Les Banques Centrales laissent se développer les bulles et l'excès d'endettement dans les récessions

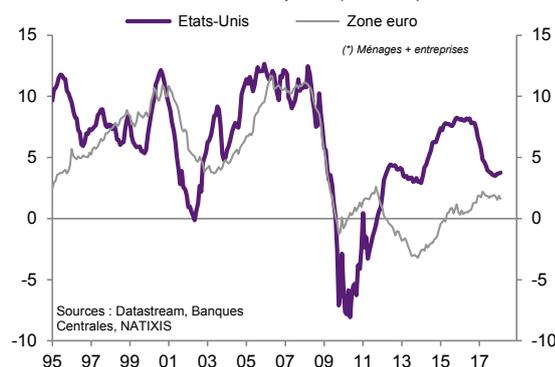
Depuis les années 1980 au Japon (graphiques 1a/b/c) depuis le milieu des années 1990 aux Etats-Unis et dans la zone euro (graphiques 2a/b/c/d), les Banques Centrales ont laissé sans réagir se développer les bulles sur les prix des actifs et la hausse de l'endettement.



Graphique 2c
Dette du secteur privé* (en % du PIB valeur)



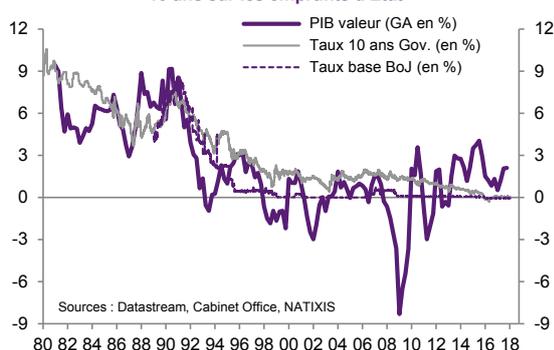
Graphique 2d
Crédit au secteur privé* (GA en %)



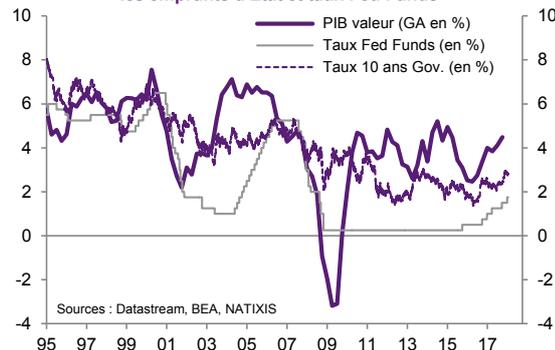
A la fin des années 1980 au Japon, il s'agit de la dette finançant à la fois la bulle actions et la bulle immobilière ; à la fin des années 1990, aux Etats-Unis et dans la zone euro, il s'agit surtout de dette finançant la bulle actions ; de 2002 à 2008, il s'agit surtout de dette finançant la bulle immobilière.

Dans tous les cas, la politique monétaire est restée expansionniste comme le montre le niveau des taux d'intérêt (graphiques 3a/b/c) par rapport au taux de croissance.

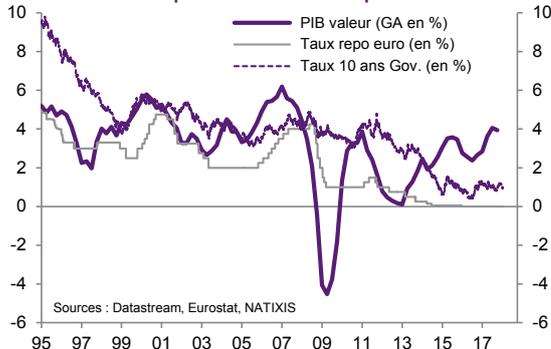
Graphique 3a
Japon : PIB valeur, taux base BoJ et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 3b
Etats-Unis : PIB valeur, taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux Fed Funds



Graphique 3c
Zone euro : PIB valeur, taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux repo euro



Les Banques Centrales refusent donc de pratiquer le « Leaning Against the Wind », la lutte contre les bulles et l'excès d'endettement dans les périodes d'expansion.

Cette attitude est parfois rationalisée

On défend parfois la thèse suivante : **il ne faut pas que les Banques Centrales empêchent les bulles et l'excès d'endettement d'apparaître dans les périodes d'expansion parce que les bulles et l'excès d'endettement stimulent l'économie, et que le gain ainsi obtenu est supérieur à la perte due à la crise financière qui résulte des bulles et de l'excès d'endettement.**

Les pays qui acceptent les bulles et l'excès d'endettement (qui rejettent le « Leaning Against the Wind ») :

- **ont donc des crises financières et des récessions plus brutales que les autres pays ;**
- **mais auraient en moyenne une croissance plus forte que les autres pays.** Les bulles et l'endettement stimuleraient suffisamment la demande, l'investissement pour qu'au total l'effet reste positif.

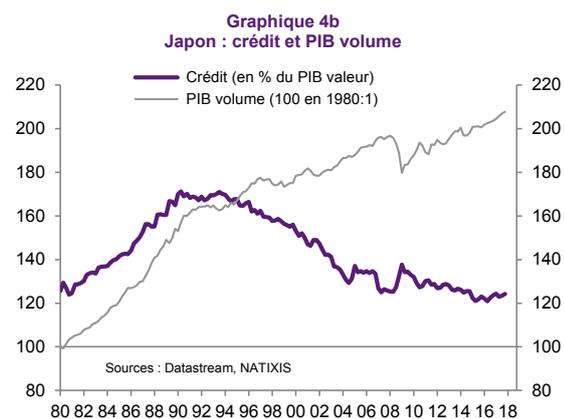
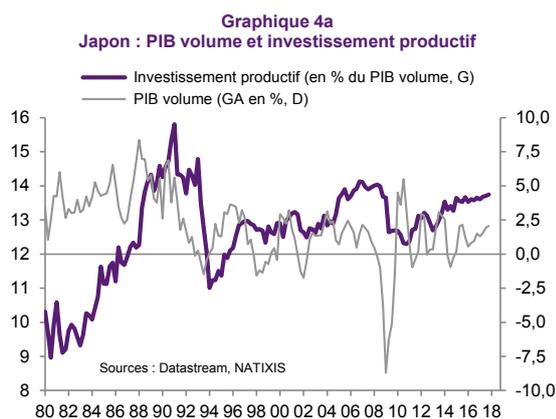
Les faits observés sont-ils conformes avec cette théorie ?

1- Japon, avec la crise de la fin des années 1980

Nous examinons donc :

- la croissance et l'investissement avant et après la crise (**graphique 4a**) ;
- l'évolution du crédit (**graphique 4b**) ;
- le niveau du PIB (**graphique 4b, tableau 1**) ;
- les gains de productivité (**graphique 4c**).

On voit bien **que la crise de 1990 au Japon provoque une perte durable d'investissement, de crédit, de gains de productivité et de croissance.**



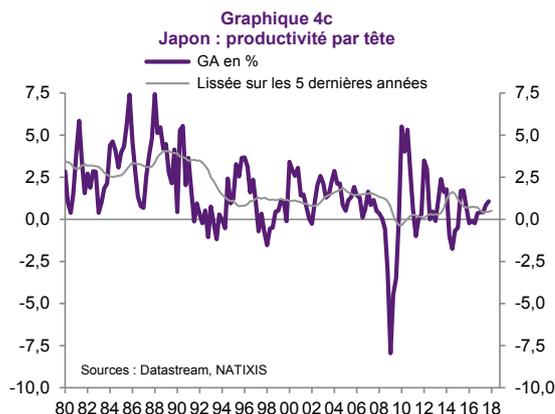


Tableau 1 : Japon : croissance moyenne du PIB volume (en % par an)

Période	Croissance moyenne
1980-1989	4,4
1990-1999	1,7
1990-2017	1,2

Source: calcul NATIXIS

2- Etats-Unis, après la crise de 2008-2009

Même si l'investissement et le crédit repartent, il y a aux Etats-Unis perte durable de gains de productivité et de croissance (graphiques 5a/b/c, tableau 2).

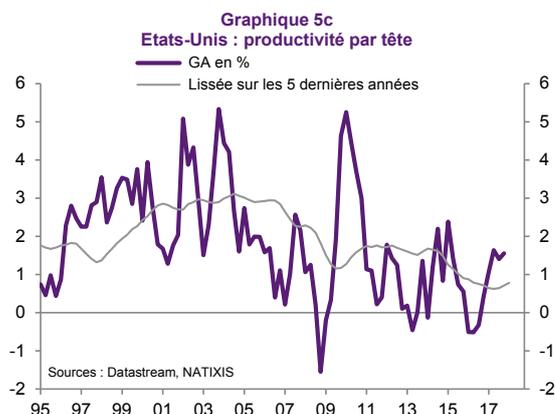
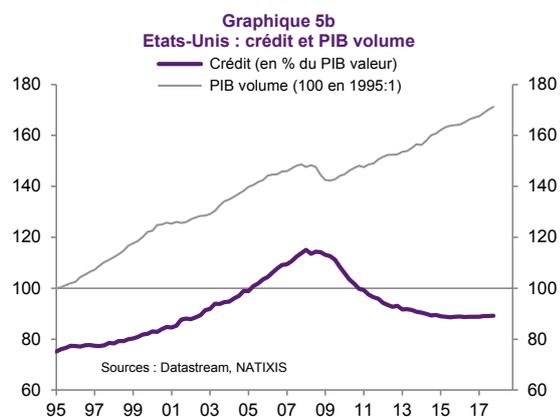
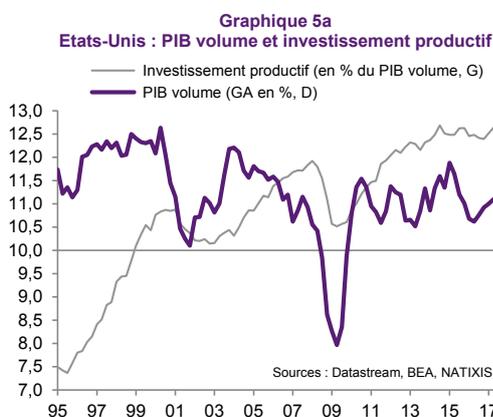


Tableau 2 : Etats-Unis : croissance moyenne du PIB volume (en % par an)

Période	Croissance moyenne
1995-2007	3,2
2002-2007	2,7
2008-2017	1,4
2010-2017	2,2

Source: calcul NATIXIS

3- Zone euro, après la crise de 2008-2009

Il y a dans la zone euro **redressement de l'investissement mais perte durable de crédit, de productivité et de croissance** (graphiques 6a/b/c, tableau 3).

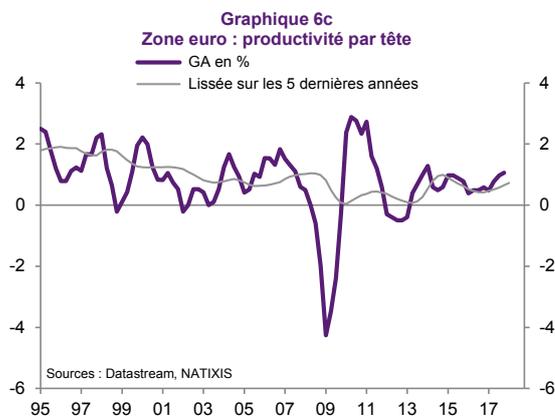
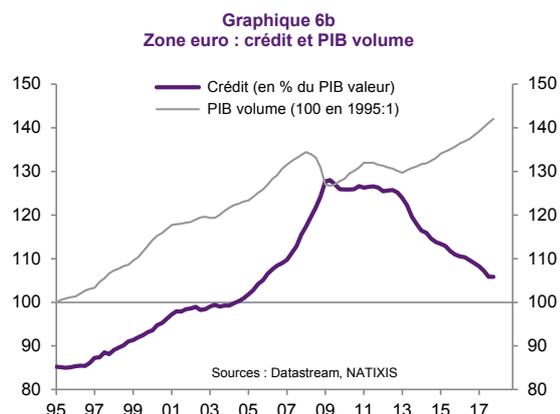
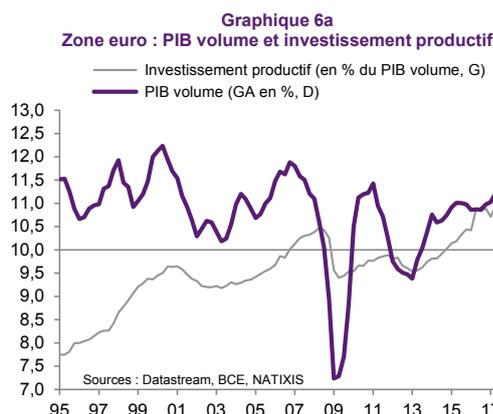


Tableau 3 : Zone euro : croissance moyenne du PIB volume (en % par an)

Période	Croissance moyenne
1995-2007	2,4
2002-2007	2,0
2008-2017	0,6
2010-2017	1,3

Source: calcul NATIXIS

Synthèse : en réalité, il y a hystérésis des crises

Nous sommes donc confrontés à la thèse selon laquelle :

- les Banques Centrales ne doivent pas réagir aux bulles ou à l'excès d'endettement devant les expansions (elles ne doivent pas pratiquer le « Leaning Against the Wind ») ;
- parce que les bulles et l'endettement soutiennent la demande et l'investissement suffisamment pour que le gain en croissance durant les expansions domine la perte due aux récessions ;
- ne pas corriger les bulles et l'excès d'endettement conduirait donc à des récessions plus graves mais à une croissance en moyenne plus forte.

Regardons les exemples du Japon (crise de la fin des années 1980), des Etats-Unis et de la zone euro (crise de 2008-2009), nous rejetons cette thèse : la perte de croissance après la crise est forte et durable, parce qu'il y a crise bancaire, parce qu'il y a désendettement. Les gains de productivité sont durablement affaiblis par les crises.

Il faut donc pratiquer le « Leaning Against the Wind ».

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>

Flash Economie

1 juin 2018 - 620

Un Etat peut-il faire défaut ?

On considère usuellement que les crises financières résultent beaucoup plus souvent de l'excès d'endettement du secteur privé (en particulier de l'excès d'endettement des ménages lié aux bulles immobilières) que de l'excès d'endettement du secteur public.

Ceci nous incite à poser la question suivante : un Etat peut-il faire défaut ? Nous pensons que la réponse est la suivante : un Etat peut faire défaut :

- s'il ne peut pas monétiser sa dette (par exemple pour un pays d'une Union Monétaire, ou si l'indépendance de la Banque Centrale exclut la monétisation de la dette) ;
- s'il ne peut pas accroître la pression fiscale (par exemple s'il y a concurrence fiscale forte entre les pays) ;
- si la dette est surtout détenue par les non-résidents (un Etat ne fait pas défaut normalement sur la dette détenue par les résidents) ou si le défaut ne concerne que la partie de la dette détenue par les non-résidents.

Les pays de la zone euro à taux d'endettement public et à pression fiscale élevés (France, Italie, Belgique) vérifient les deux premiers critères.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

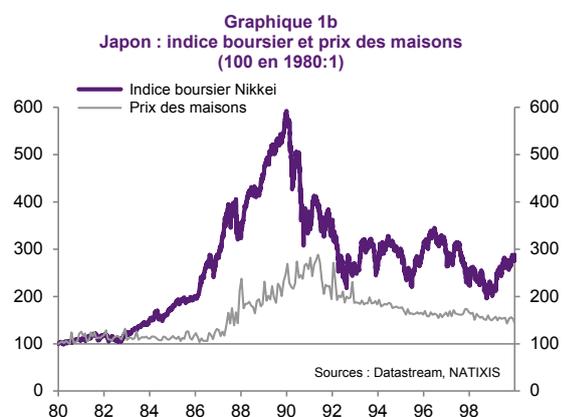
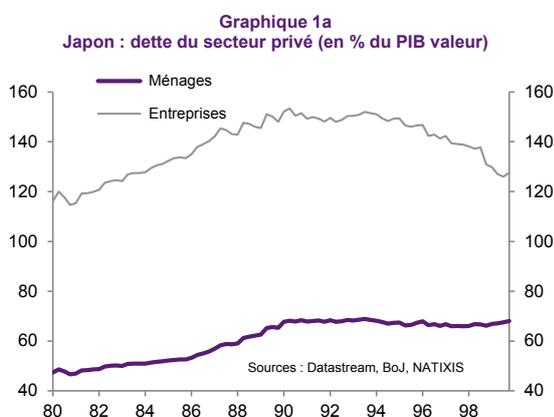
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

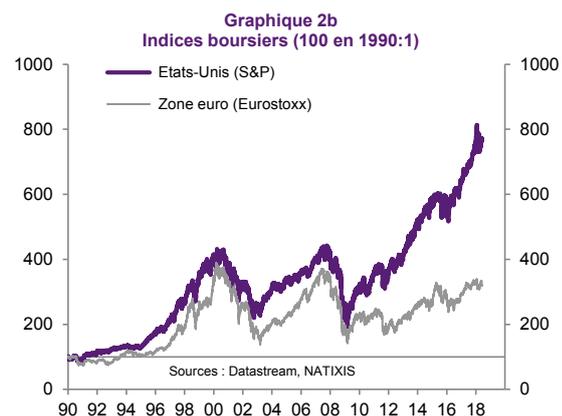
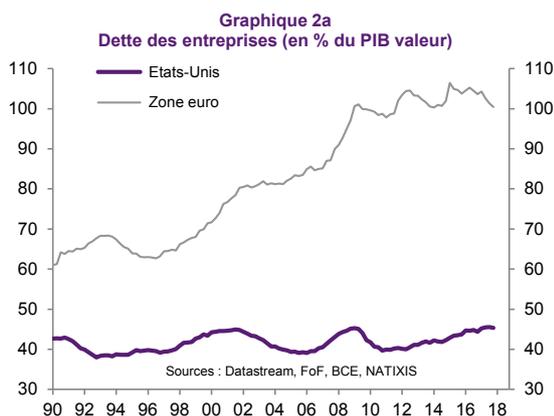
Les crises financières viennent essentiellement des dettes privées

Les crises financières dans les pays de l'OCDE ont été liées à l'excès d'endettement du secteur privé associé à des bulles sur les prix des actifs :

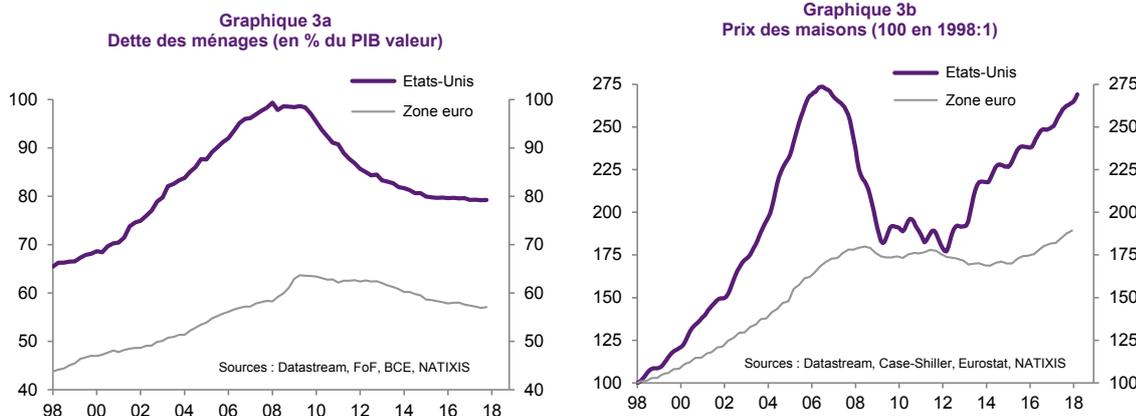
- au Japon à la fin des années 1980 (graphiques 1a/1b) ;



- aux Etats-Unis et en Europe au début des années 2000, avec la bulle sur les actions et la dette des entreprises (graphiques 2a/b) ;



- aux Etats-Unis et en Europe en 2008 avec la bulle immobilière et la dette des ménages (graphiques 3a/b).



A l'exception du cas très particulier de la Grèce, on n'a donc pas vu dans les pays de l'OCDE de crise financière depuis les années 1980 liée à l'endettement public.

Ceci veut-il dire que les Etats ne peuvent pas faire défaut ?

Dans quels cas un Etat peut-il faire défaut ?

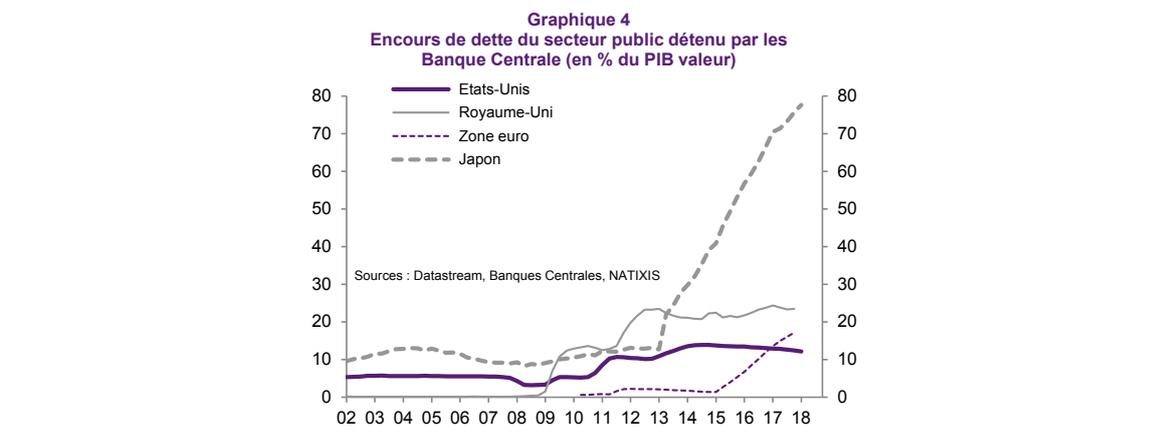
On avance le plus souvent comme explication de ce qu'un Etat ne peut pas faire défaut :

- 1- le fait qu'un Etat peut toujours monétiser sa dette ;
- 2- le fait qu'un Etat peut toujours augmenter la pression fiscale pour redevenir solvable ;
- 3- le fait qu'un Etat ne va pas accepter de ruiner les détenteurs domestiques de sa dette en faisant défaut.

Ceci montre les conditions sous lesquelles un Etat peut faire faillite.

1- S'il ne peut pas monétiser la dette publique

Les pays de l'OCDE ont massivement monétisé leurs dettes publiques dans la période récente (graphique 4)



Pour qu'un pays ne puisse pas monétiser sa dette, il faudrait :

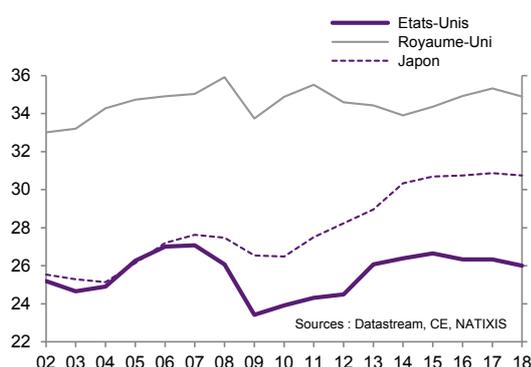
- **qu'il fasse partie d'une Union Monétaire** ; si un seul pays de la zone euro était en difficulté avec sa dette, la BCE la monétiserait-elle ?
- **que la Banque Centrale soit indépendante et refuse la monétisation de la dette** même en cas de crise.

2- S'il ne peut pas augmenter sa pression fiscale

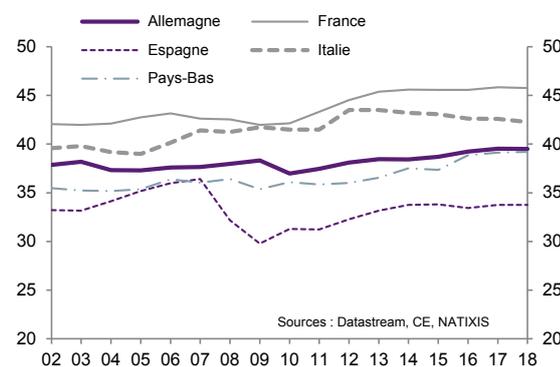
Ceci peut être le cas **si le pays est soumis à une forte concurrence fiscale de la part des autres pays** et a déjà **une pression fiscale élevée**.

Ceci n'est pas le cas aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou au Japon (**graphique 5a**), **peut être le cas dans les pays à pression fiscale élevée de la zone euro** : (**graphiques 5b/c**) France, Italie, Belgique, Finlande, Autriche.

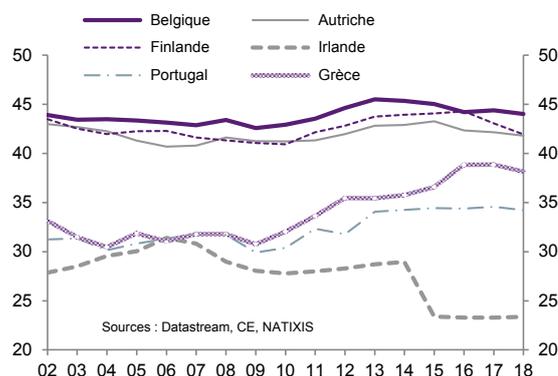
Graphique 5a
Pression fiscale (en % du PIB valeur)



Graphique 5b
Pression fiscale (en % du PIB valeur)



Graphique 5c
Pression fiscale (en % du PIB valeur)



3- Si le défaut concerne les détenteurs non-résidents de la dette publique. Un pays ne fera jamais défaut sur la dette publique détenue par les résidents qu'il ruinerait par le défaut. Le défaut ne peut alors avoir lieu que sur la partie de la dette publique détenue par les non-résidents (**tableau 1**).

Tableau 1 : Part de la détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'Etat (en %)

Année	Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	France	Espagne	Italie	Portugal
2002	42,6	18,1	48,4	41,9	44,3	39,6	-
2003	44,8	19,8	48,8	48,0	41,8	43,5	-
2004	49,1	23,3	49,2	52,7	46,6	43,3	-
2005	50,0	27,1	52,8	56,5	46,0	48,2	-
2006	51,6	31,0	55,1	59,0	44,7	50,6	-
2007	54,1	33,3	57,9	60,5	42,6	49,1	83,8
2008	55,2	33,8	59,2	64,1	47,8	47,7	84,1
2009	52,2	28,7	60,6	67,8	46,1	49,9	81,4
2010	53,3	31,7	66,2	67,0	54,7	46,4	67,7
2011	57,0	31,8	71,2	64,0	51,5	41,9	61,1
2012	56,2	31,5	72,6	61,9	36,1	37,0	52,6
2013	57,1	30,4	71,8	63,5	41,1	35,7	51,5
2014	58,3	25,4	73,4	63,6	47,1	38,1	55,9
2015	54,8	27,9	69,1	61,9	50,9	37,8	53,4
2016	50,2	28,1	64,0	58,5	48,4	35,6	43,1
2017	51,0	28,2	61,2	56,4	48,4	35,7	42,0

Année	Grèce	Irlande	Belgique*	Pays-Bas	Autriche	Finlande	Japon
2002	41,8	65,4	47,1	-	68,1	76,6	3,5
2003	50,9	72,6	49,2	-	71,4	78,1	3,3
2004	56,9	79,0	50,1	-	74,5	83,6	4,0
2005	63,5	84,0	51,1	73,8	74,0	82,6	4,8
2006	67,3	85,1	52,0	74,6	76,6	84,1	5,6
2007	74,8	92,9	57,2	75,0	78,8	84,8	7,1
2008	76,3	90,7	58,3	80,5	80,8	84,5	8,5
2009	75,4	82,9	55,7	78,1	75,5	87,9	7,1
2010	71,6	81,9	54,0	70,8	75,4	89,6	6,6
2011	65,6	77,8	46,4	64,2	75,7	88,7	8,3
2012	74,9	72,2	46,3	62,8	74,2	90,8	9,0
2013	67,3	53,4	49,3	60,6	73,5	90,6	8,6
2014	64,2	56,3	54,6	59,3	74,6	91,9	8,8
2015	57,8	59,4	53,7	55,2	71,7	86,7	9,9
2016	54,2	55,1	54,1	55,1	66,3	78,5	10,6
2017	42,2	56,5	-	56,8	63,2	72,8	11,2

(*) Dette publique totale

Sources : Banques Centrales, AFT, Trésor Public, Natixis

Synthèse : dans quels pays peut-il y avoir défaut sur la dette publique ?

Les crises financières dans les pays de l'OCDE sont venues des dettes privées associées aux bulles sur les prix des actifs et non des dettes publiques. Ceci implique-t-il qu'il ne peut pas y avoir défaut sur une dette publique ?

Pour qu'il puisse y avoir défaut sur la dette publique (en fait sur la partie de cette dette détenue par les non-résidents) d'un pays, il faut :

- que le pays ne puisse pas monétiser sa dette publique ;
- que le pays ne puisse pas accroître sa pression fiscale ;
- et qu'il ait bien sûr un endettement public élevé.

Des candidats possibles sont alors les pays de la zone euro (la BCE monétiserait-elle la dette d'un seul pays en difficulté ?) ayant une pression fiscale et un taux d'endettement public élevés : France, Italie, Belgique.

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 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 propre 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'INFLUENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION 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>

Le Monde Eco et entreprise

Dettes : le délicat exercice d'équilibriste de la Chine

Les prêts bancaires dans l'ex-empire du Milieu ont atteint un niveau inégalé en janvier. Pékin cherche à contenir la croissance de l'endettement, sans pénaliser l'activité

Simon Leplâtre

Shanghai - correspondance - C'est un niveau jamais atteint : en janvier, les banques chinoises ont accordé 2 900 milliards de yuans (371 milliards d'euros) de prêts. Plus que le précédent record établi en janvier 2016, lorsque la faiblesse passagère de l'économie avait nécessité un coup de pouce du crédit, selon la recette chinoise éprouvée.

Pour un pays censé mettre sa dette sous contrôle, ce chiffre peut étonner. Alors, comment expliquer ces 2 900 milliards de yuans prêtés en un mois?

D'une part, en le replaçant dans le contexte d'une économie encore en partie planifiée. Cette envolée du crédit est classique en janvier : les banques reçoivent leurs quotas de prêts en début d'année et prêtent massivement pour des projets à venir, tandis que les projets passés, pas encore remboursés, doivent être refinancés par de nouveaux emprunts.

D'autre part, ce record illustre paradoxalement les efforts de Pékin pour assainir les finances du pays : si davantage de dette apparaît sur les livres de comptes des banques, c'est parce que la transparence progresse un peu, au détriment de la finance de l'ombre.

Détermination

Le shadow banking, ce secteur peu régulé, qui comprend à la fois des produits financiers de grandes banques et les activités d'établissements privés qui peuvent servir d'intermédiaires pour cacher l'endettement des banques, d'entreprises, ou de gouvernements locaux, est dans le viseur de Pékin.

En 2017, la Chine a, par exemple, interdit aux assureurs de vendre des polices d'assurance plus proches d'investissements à court terme que de réelles assurances-vie. L'an dernier, le pays a renforcé la régulation et tenu plusieurs réunions importantes pour afficher la détermination de Pékin. Le président chinois, Xi Jinping, a affirmé viser « une croissance de haute qualité ». L'établissement d'un Comité pour le développement et la stabilité financière, dont le prochain président devrait être Liu He, un proche de Xi Jinping, suscite aussi l'espoir.

Car les responsables chinois le répètent à l'envi depuis 2015 : la priorité est de contenir la croissance de l'endettement. Une promesse certes oubliée en 2016. Après un fort ralentissement de l'économie, la Chine avait ouvert les vannes du crédit pour soutenir l'activité. Les projets d'infrastructures gouvernementaux, plus ou moins utiles, se sont multipliés pour faire tourner le secteur industriel chinois en difficulté.

Mais, en 2017, la donne a changé. L'immobilier est reparti à la hausse et le pays a enregistré une croissance du produit intérieur brut de 6,9 %, mieux que les 6,5 % espérés. Dans ces conditions favorables, les dirigeants chinois ont pris des mesures plus fermes que par le passé, qui visent si ce n'est à réduire l'endettement dans l'immédiat, du moins à le contrôler.

« Processus de plusieurs années »

« Le désendettement sera probablement un processus qui durera plusieurs années, et devrait désormais se concentrer sur les finances des gouvernements locaux et des entreprises extrêmement endettées », explique les analystes de la banque d'affaires japonaise Nomura, dans une note publiée le 8 janvier. Signe de la volonté de Pékin, plusieurs projets d'infrastructures lancés par des gouvernements locaux déjà



surendettés ont été abandonnés. En 2017, en Mongolie-Intérieure, deux villes ont été contraintes d'abandonner des projets de lignes de métro et d'autoroute.

Aussi paru dans 13 février 2018 -

© 2018 SA Le Monde. Tous droits réservés. Le présent document est protégé par les lois et conventions internationales sur le droit d'auteur et son utilisation est régie par ces lois et conventions.

PubliC Certificat émis le **15 juin 2018** à **UNIVERSITE-PARIS-OUEST-NANTERRE-LA-DEFENSE** à des fins de visualisation personnelle et temporaire.

news-20180214-LM-2807497

EXECUTIVE SUMMARY

The global economic outlook has continued to improve, as discussed in the April 2018 *World Economic Outlook*, with the pace of economic growth picking up and the recovery becoming more synchronized around the world. While still supportive of economic growth, global financial conditions have tightened somewhat since the October 2017 *Global Financial Stability Report* (GFSR). Such a tightening reflects primarily the bout of equity volatility in early February and a decline in risky asset prices at the end of March following concerns about a wider escalation of protectionist measures.

Short-term risks to financial stability have increased somewhat relative to the previous GFSR, and medium-term risks continue to be elevated. Financial vulnerabilities, which have accumulated during years of extremely low rates and volatility, could make the road ahead bumpy and could put growth at risk. Indeed, Growth-at-Risk analysis (described in Chapter 3 of the October 2017 GFSR) shows that risks to medium-term economic growth, stemming from easy financial conditions, remain well above historical norms.

In advanced economies, stronger growth momentum and the firming of inflation have eased to some extent a key challenge facing central banks: maintaining the monetary accommodation required to support the economic recovery while addressing medium-term financial vulnerabilities. But the firming of inflation also brings risks. For example, inflation may pick up faster than currently anticipated, possibly propelled by significant fiscal expansion enacted in the United States. Central banks may respond to higher inflation more aggressively than currently expected, which could lead to a sharp tightening of financial conditions. This tightening could spill over to risky asset prices, bank dollar funding markets, and both emerging market economies and low-income countries, as discussed below. To minimize these risks, central banks should continue to normalize monetary policy gradually and communicate their decisions clearly to support the economic recovery.

Valuations of risky assets are still stretched, with some late-stage credit cycle dynamics emerging, reminiscent of the precrisis period. This makes markets exposed to a sharp tightening in financial conditions, which could lead to a sudden unwinding of risk premiums and a repricing of risky assets. Moreover, liquidity mismatches and the use of financial leverage to boost returns could amplify the impact of asset price moves on the financial system. Although no major disruptions were reported during the episode of volatility in early February, market participants should not take too much comfort. Investors and policymakers must remain attuned to the risks associated with higher interest rates and greater volatility. Policymakers should address financial vulnerabilities by using more actively the micro- and macroprudential tools at their disposal or by enhancing their toolkits as needed—for example, to address risks in the nonbank financial sector.

The banking sector has become more resilient since the global financial crisis. However, it is important to ensure that the postcrisis regulatory reform agenda is completed. In advanced economies some weaker banks still need to strengthen their balance sheets, and some institutions operating internationally run dollar liquidity mismatches. A sudden spell of turbulence in financial markets could expose these mismatches and crystallize dollar funding strains.

A number of emerging market economies have taken advantage of an extended period of benign external financial conditions to improve their fundamentals. However, they could be vulnerable to a sudden tightening of global financial conditions or spillovers from monetary policy normalization in advanced economies, resulting in an increase in risk aversion and capital flow reversals. The severity of such potential shocks will differ across countries, depending on economic fundamentals and the policy responses to those shocks. Although regulators in China have taken steps to address risks stemming from the interconnectedness of the banking and shadow banking sectors, vulnerabilities remain high. Further regulatory actions are crucial to continue reducing risks in the financial sector.

The technology behind crypto assets has the potential to make the financial market infrastructure more efficient. However, crypto assets have been afflicted by fraud, security breaches, and operational failures, and have been associated with illicit activities. At present, crypto assets do not appear to pose financial stability risks, but they could do so should their use become more widespread without appropriate safeguards.

Chapter 2 takes a comprehensive look at the evolution of the riskiness of corporate credit allocation, given concerns that the continued search for higher yield may have led banks and investors to extend too much credit to risky borrowers. The chapter documents a pattern in which the firms obtaining more credit are relatively riskier during periods of strong credit expansion, especially when lending standards are loose or financial conditions are easy. An increase in the riskiness of credit allocation signals heightened downside risks to GDP growth and a higher prob-

ability of banking stress, in addition to the previously documented signals provided by credit growth. Country authorities can use the measures introduced in this chapter to monitor the buildup of vulnerabilities via risk taking in credit allocation. The chapter discusses policies that can mitigate the increase in credit riskiness during credit expansions.

Chapter 3 documents a striking increase in house price synchronization among 40 countries and 44 major cities in advanced and emerging market economies over the past several decades. The exposure of countries and cities to global financial conditions may help explain that increase. Rising housing valuations since the global financial crisis raise the specter of a simultaneous decline in house prices should financial conditions reverse. The chapter suggests that heightened synchronicity of house prices can signal a higher probability of adverse scenarios for the real economy, especially when credit is high or rapidly expanding.