

Flash Economie

8 août 2019 - 1086


Pays de l'OCDE : si l'inflation ne revient pas et si les taux d'intérêt restent bas, peut-il y avoir une crise (une récession) ?

Les taux d'intérêt très bas qui sont rendus possibles dans les pays de l'OCDE par l'absence d'inflation évitent-ils définitivement qu'il y ait crise ou récession ?

Nous supposons que l'inflation reste durablement basse et les taux d'intérêt durablement faibles.

- A court terme, effectivement, il ne peut pas y avoir de crise ou de récession puisque les taux d'intérêt bas maintiennent la solvabilité de tous les agents économiques, même de ceux dont le taux d'endettement est élevé ;
- mais, à long terme, le maintien de taux d'intérêt bas (le rejet du « Leaning Against the Wind ») peut conduire à une crise s'il y a bulles sur les prix des actifs qui explosent non à cause d'une remontée des taux d'intérêt mais à cause simplement de la taille de la bulle.

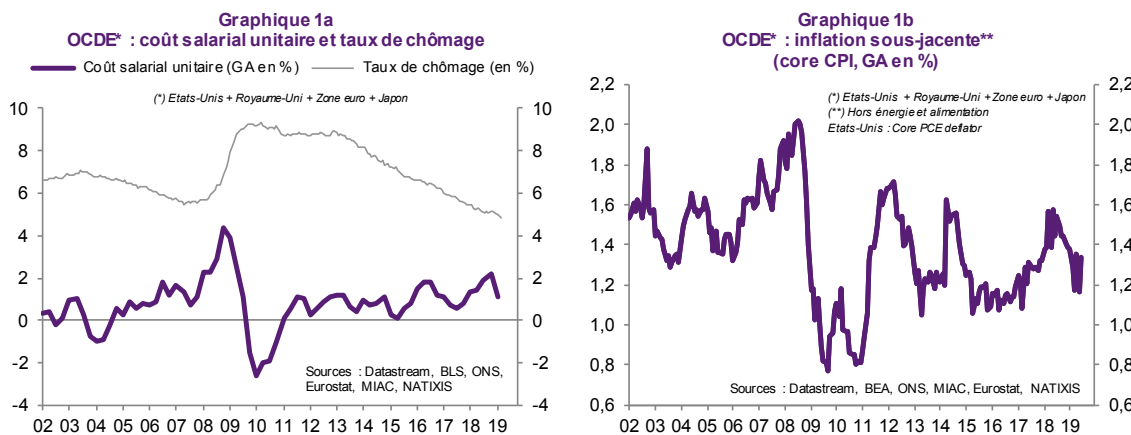
Les taux d'intérêt très bas peuvent donc protéger d'une crise à court terme mais déclencher une crise à long terme.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
 @PatrickArtus

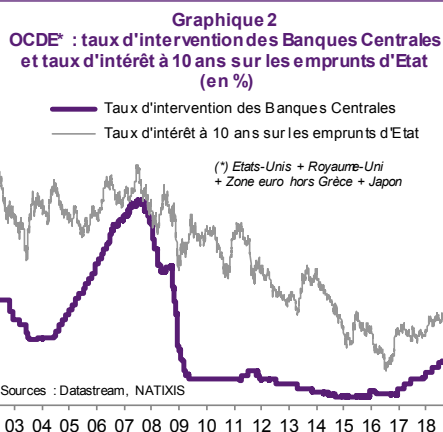
www.research.natixis.com

Absence d'inflation et taux d'intérêt bas dans les pays de l'OCDE

L'OCDE est caractérisé aujourd'hui par la faiblesse de la hausse des coûts salariaux, malgré le retour au plein emploi (graphique 1a), d'où la faiblesse de l'inflation sous-jacente (graphique 1b).



La faiblesse de l'inflation au plein emploi permet de conserver des taux d'intérêt faibles (graphique 2).

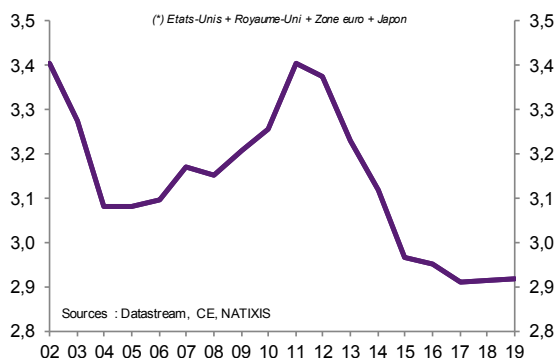


Supposons que l'inflation reste durablement faible ; les taux d'intérêt bas peuvent-ils éviter durablement une récession, une crise ?

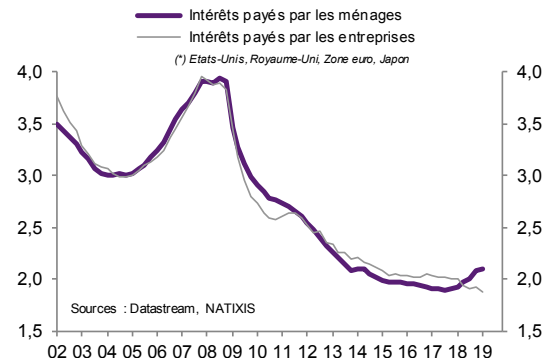
A court terme, une récession est très peu probable

Les taux d'intérêt très bas rendent tous les agents économiques solvables, même ceux qui ont un endettement élevé, grâce au recul des intérêts sur la dette (graphiques 3a/b).

Graphique 3a
OCDE* : intérêts payés sur la dette publique (en % du PIB valeur)

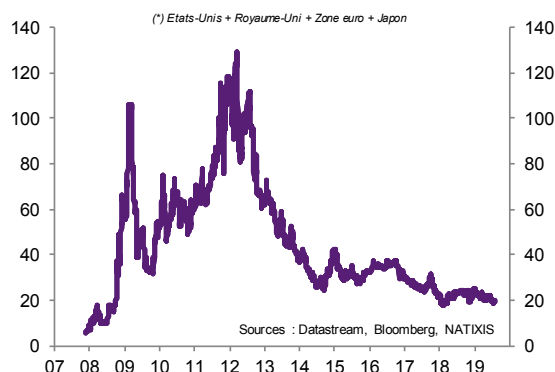


Graphique 3b
OCDE* : intérêts payés sur la dette des ménages et des entreprises (en % du PIB valeur)

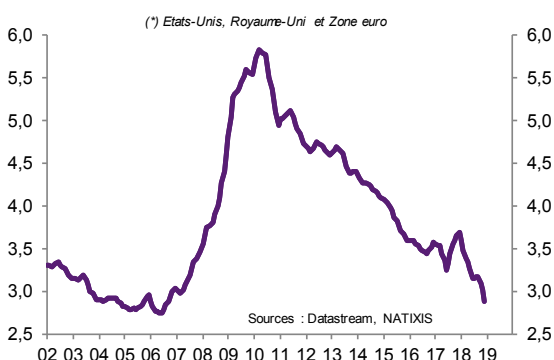


On voit alors que les CDS souverains (mesurant le risque de défaut des Etats) restent faibles (**graphique 4a**), ainsi que les taux de défaut des ménages ou des entreprises (**graphiques 4b/c**).

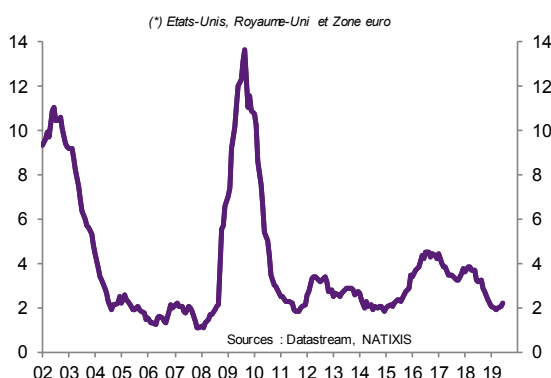
Graphique 4a
OCDE* : CDS souverain (5 ans , en pb)



Graphique 4b
OCDE* : taux de défaut des ménages sur les crédits immobiliers (en %)



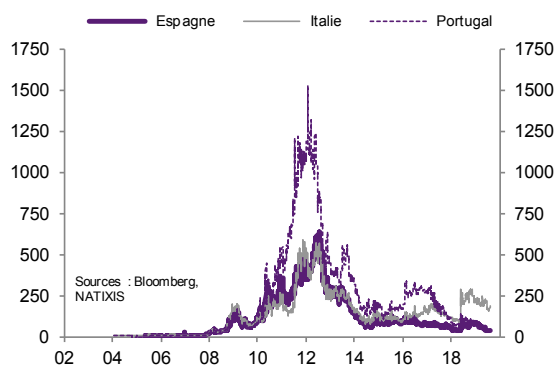
Graphique 4c
OCDE* : taux de défaut High Yield (en %)



Le maintien de la solvabilité de tous les emprunteurs évite les récessions et les crises. Celles-ci sont en effet toujours déclenchées par la perte de solvabilité :

- des entreprises en 2000 (graphique 4c ci-dessus) ;
- des ménages en 2007 (graphique 4b ci-dessus) ;
- des Etats périphériques de la zone euro en 2010 (**graphique 5**).

Graphique 5
CDS souverain (5 ans, en pb)



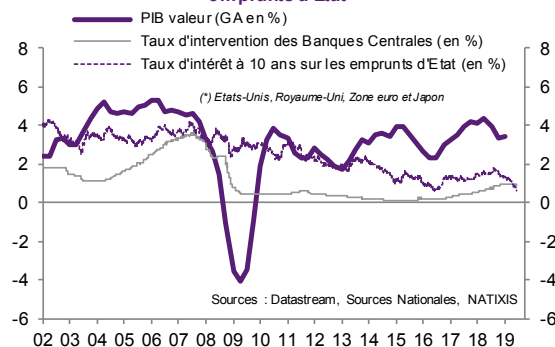
Il est donc très peu probable qu'il y ait à court terme, dans les pays de l'OCDE, une crise ou une récession.

Mais la situation peut être différente à long terme

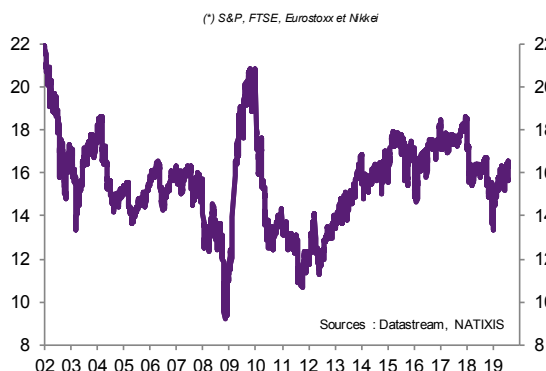
Même si l'inflation reste durablement faible, on peut envisager une crise à long terme. Les Banques Centrales ne pratiquent pas le « Leaning Against the Wind », c'est-à-dire ne réagissent pas aux déséquilibres financiers, tant que l'inflation est faible.

Les taux d'intérêt restent bas, nettement inférieurs à la croissance (graphique 6), et ceci peut conduire à des bulles sur les prix des actifs, en particulier aujourd'hui non à une bulle sur les actions mais à une bulle sur les prix de l'immobilier (graphiques 7a/b).

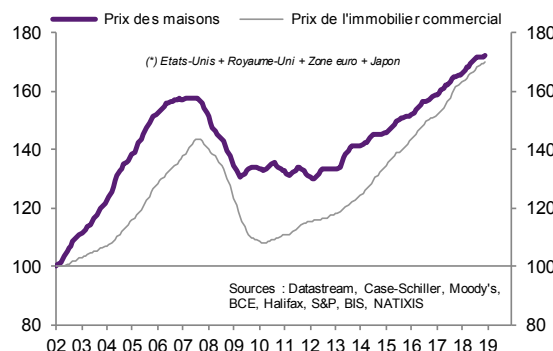
Graphique 6
OCDE* : PIB valeur, taux d'intervention des Banques Centrales et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 7a
OCDE* : PER sur les résultats futurs



Graphique 7b
OCDE* : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 2002:1)



Même si les taux d'intérêt ne remontent pas, une bulle immobilière peut déclencher une crise :

- ce n'est pas la hausse des taux d'intérêt qui fait chuter les prix de l'immobilier (qui fait éclater la bulle) ;
- mais c'est le fait **qu'au-delà d'un certain niveau pour les prix de l'immobilier, ceux-ci ne sont plus acceptables pour les acheteurs de logements ou d'immobilier commercial ; il y a alors chute de la demande pour les actifs immobiliers, chute de leur prix, et crise** (avec la perte de solvabilité et la perte de richesse des détenteurs d'immobilier).

Synthèse : les taux d'intérêt très bas peuvent protéger d'une crise à court terme mais déclencher une crise à long terme

A court terme, les taux d'intérêt très bas rendent solvables tous les agents économiques quelque soit leur niveau d'endettement, ce qui protège contre les récessions, toujours dues à la perte de solvabilité d'un groupe d'agents économiques.

Mais, à long terme, les taux d'intérêt bas peuvent faire apparaître des bulles sur les prix des actifs, et ces bulles peuvent exploser et déclencher une crise même sans remontée des taux d'intérêt si la taille de la bulle devient excessive par rapport au niveau de revenu.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'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), SOUS-SIGNE(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 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>