

Flash Economie

18 décembre 2019 - 1674

Peut-il y avoir à nouveau une crise financière ?

On peut envisager deux types de crises financières :

- la crise financière « du passé » : elle est déclenchée par la hausse des taux d'intérêt alors que les taux d'endettement et les prix des actifs sont anormalement élevés ; sauf si une rupture dans le fonctionnement des marchés du travail survenait, l'absence d'inflation et la volonté des Banques Centrales de prolonger la croissance et d'éviter une crise de solvabilité budgétaire devraient aujourd'hui permettre d'éviter ce type de crise ; mais il faut envisager la possibilité d'un changement des politiques du marché du travail qui ramènerait l'inflation ;
- la crise financière du « futur » : elle est déclenchée au contraire par le maintien durable de taux d'intérêt très bas et d'une liquidité très abondante ce qui peut conduire à des bulles sur les prix des actifs, à une crise des intermédiaires financiers, à l'écrasement excessif des primes de risque, à la « fuite devant la monnaie », ou simplement à l'incapacité de la politique monétaire de réagir en cas de recul de la croissance.

Pour éviter ces deux formes de crise financière, il reste à préconiser la politique monétaire de « Leaning Against the Wind » : une politique monétaire progressivement plus restrictive dans les périodes de croissance qui évite l'excès d'endettement et les bulles, et restaure des marges de manœuvre importantes à la politique monétaire en cas de récession.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

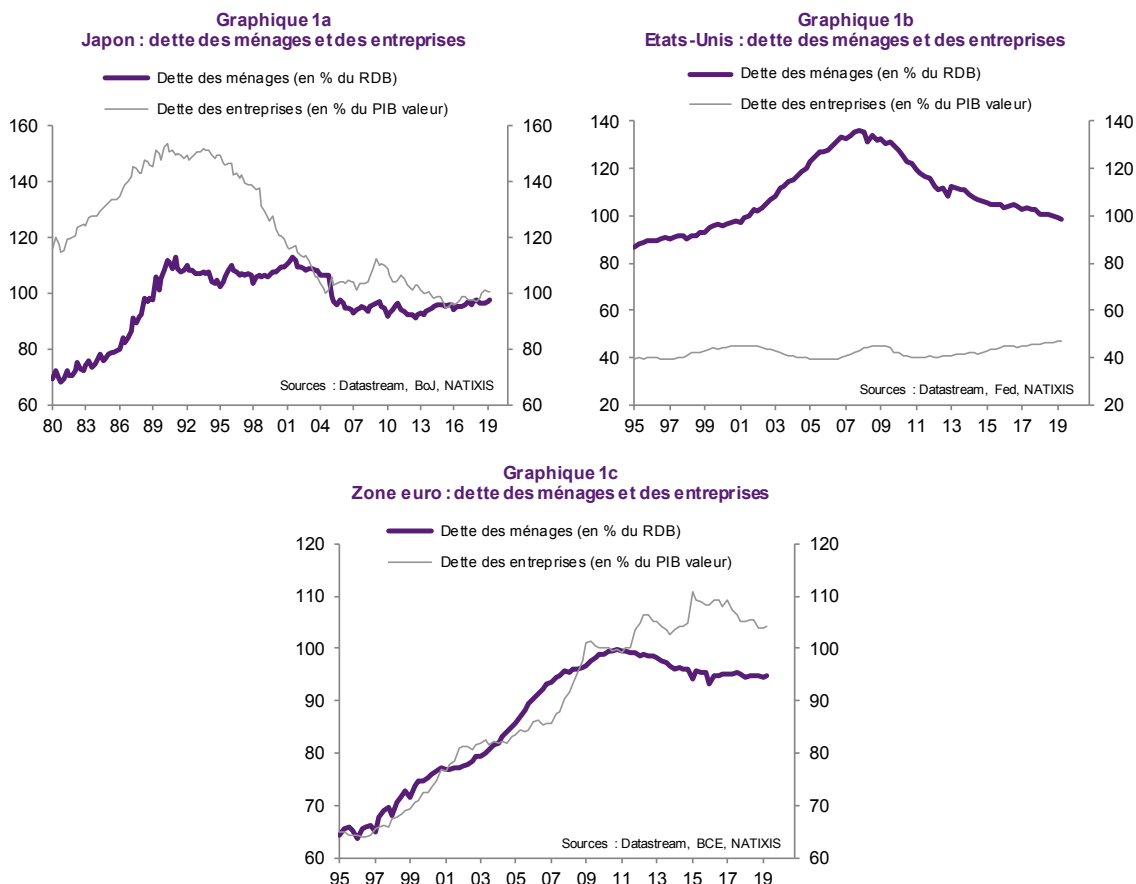
www.research.natixis.com

La crise financière du passé

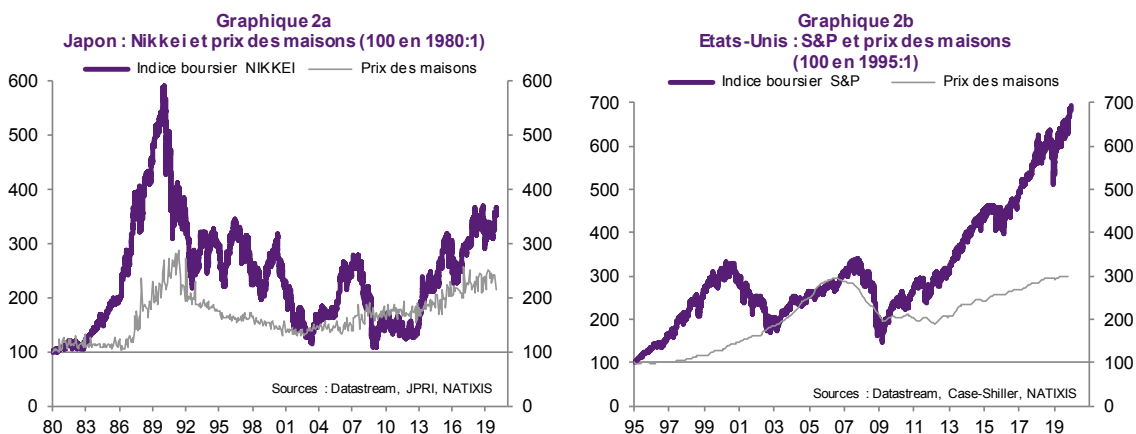
On peut prendre les exemples du **Japon en 1990**, des **Etats-Unis et de la zone euro en 2000 et 2008**.

Le déclenchement des crises a toujours la même configuration :

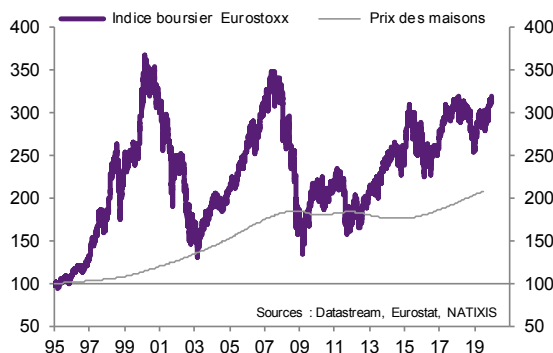
1- excès d'endettement (graphiques 1a/b/c) ;



2- hausse des prix des actifs (graphiques 2a/b/c) ;

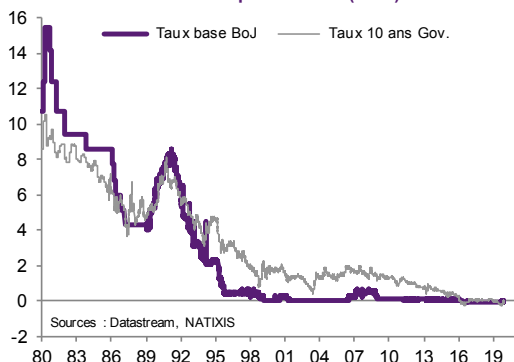


Graphique 2c
Zone euro : Eurostoxx et prix des maisons
(100 en 1995:1)

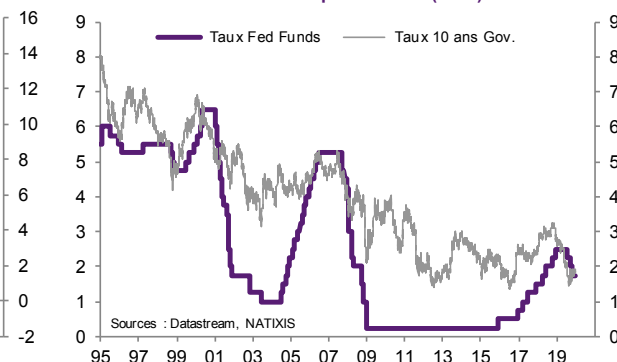


3- et hausse des taux d'intérêt (graphiques 3a/b/c) qui conduit au retournement à la baisse des prix des actifs (1990 au Japon, 2000 puis 2008 aux Etats-Unis et dans la zone euro), à l'apparition d'un excès d'endettement et au désendettement (graphiques 1a/b/c plus haut et graphiques 4a/b), à la hausse des défauts des emprunteurs (graphiques 5a/b/c) et donc à la récession (graphiques 6a/b) ;

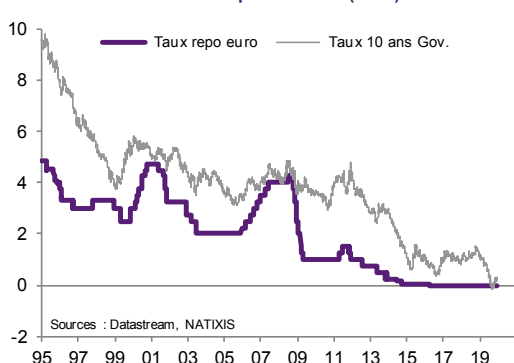
Graphique 3a
Japon : taux de base BoJ et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



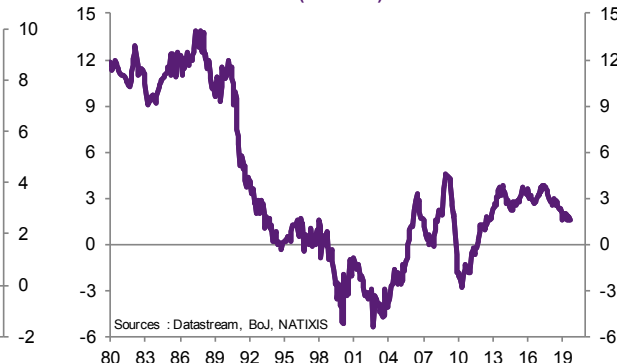
Graphique 3b
Etats-Unis : taux Fed Funds et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

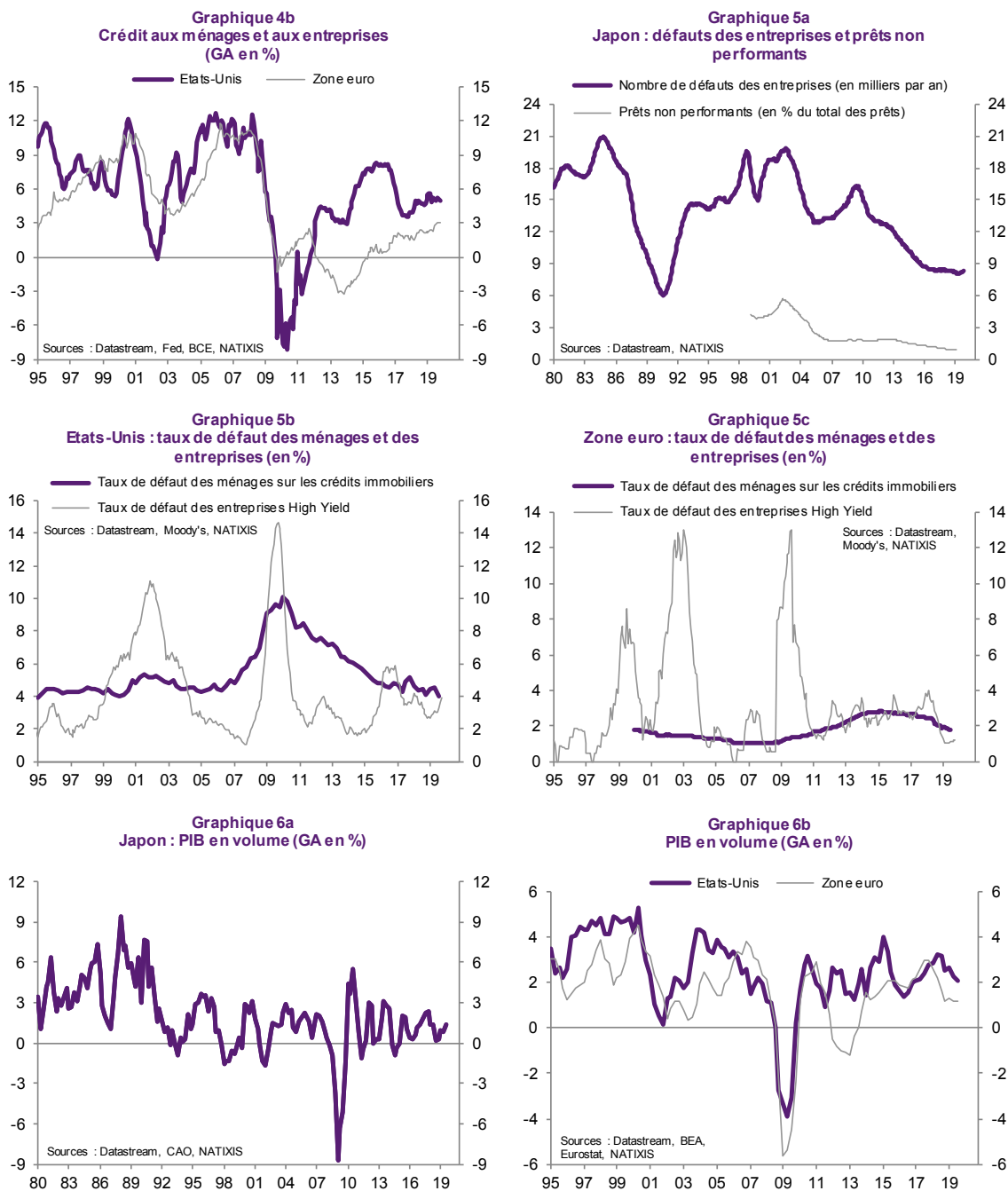


Graphique 3c
Zone euro : taux repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

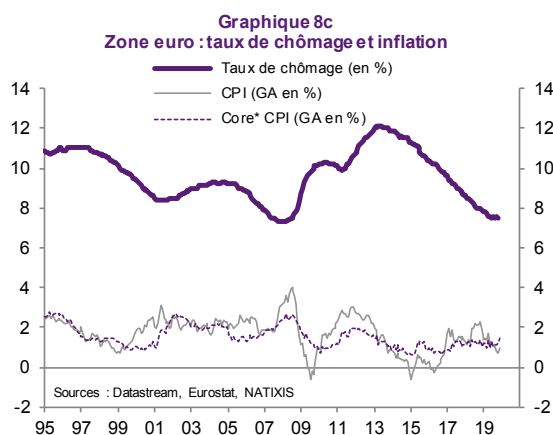
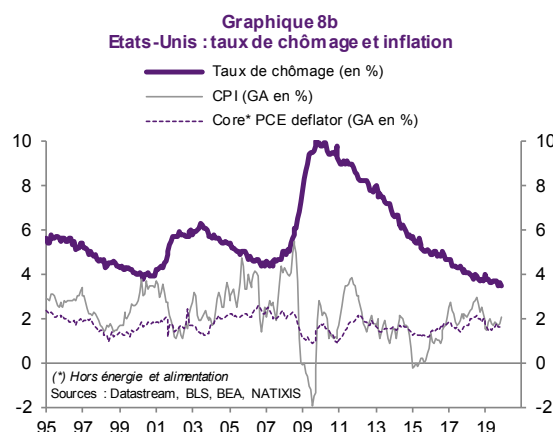
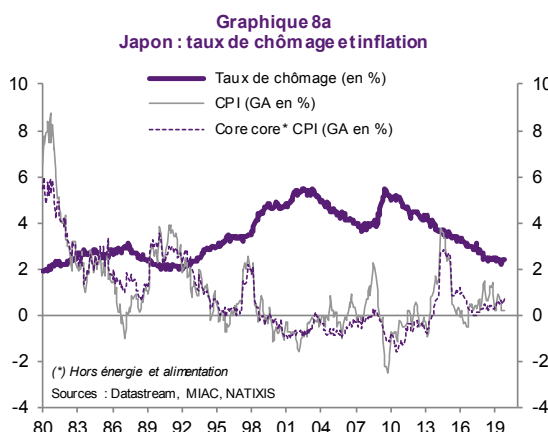
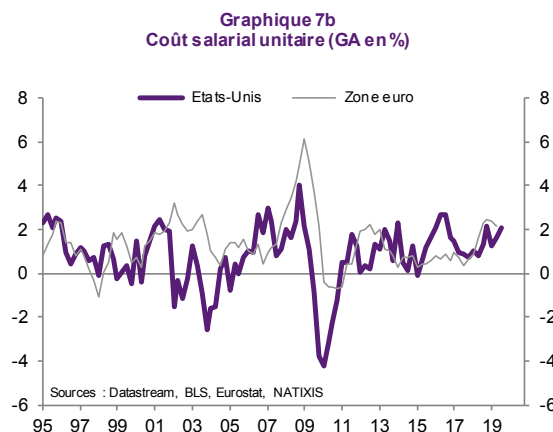
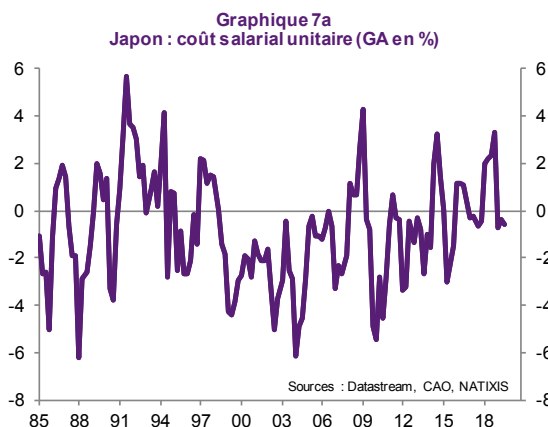


Graphique 4a
Japon : crédit aux ménages et aux entreprises (GA en %)



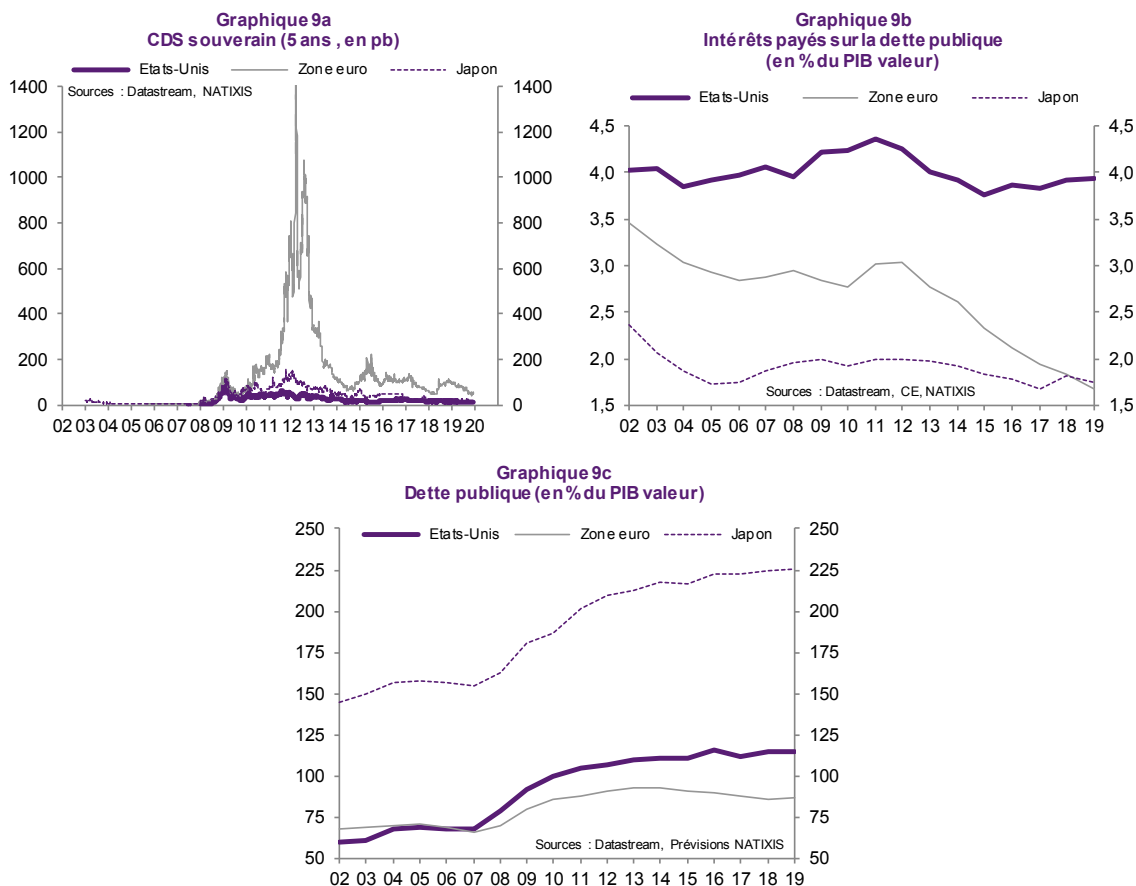


4- la hausse des taux d'intérêt qui déclenche la crise est liée à l'accélération des coûts salariaux (graphiques 7a/b) et à la hausse de l'inflation (graphiques 8a/b/c) avec le retour à un taux de chômage bas.



Pour qu'une « crise financière du passé » se produise aujourd'hui il faudrait un changement dans les politiques du marché du travail, qui rende du pouvoir de négociation aux salariés, conduise à une accélération des coûts salariaux (graphiques 7a/b ci-dessus) et au retour de l'inflation (graphiques 8a/b/c ci-dessus), ce qui forcerait les Banques Centrales à remonter leurs taux d'intérêt (graphiques 3a/b/c plus haut).

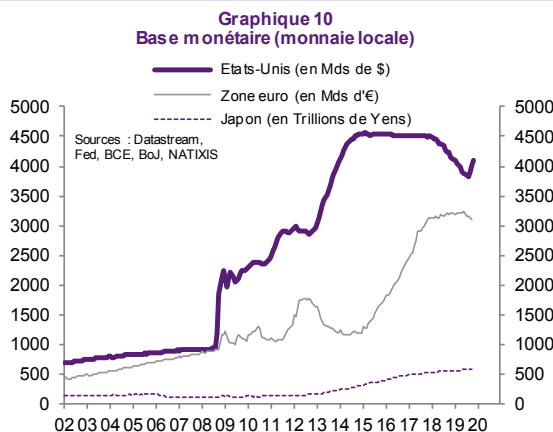
Tant que l'inflation est faible, les Banques Centrales privilégient de prolonger la croissance (graphiques 6a/b) et d'assurer la solvabilité des Etats (graphique 9a) avec le recul des paiements d'intérêts sur les dettes publiques (graphique 9b) malgré le niveau très élevé des taux d'endettement public (graphique 9c).



Les taux d'intérêt restent bas et cette crise financière du passé ne peut pas se produire. Il faudrait un changement de majorité politique et de politique du marché du travail pour que ce type de crise puisse à nouveau se produire.

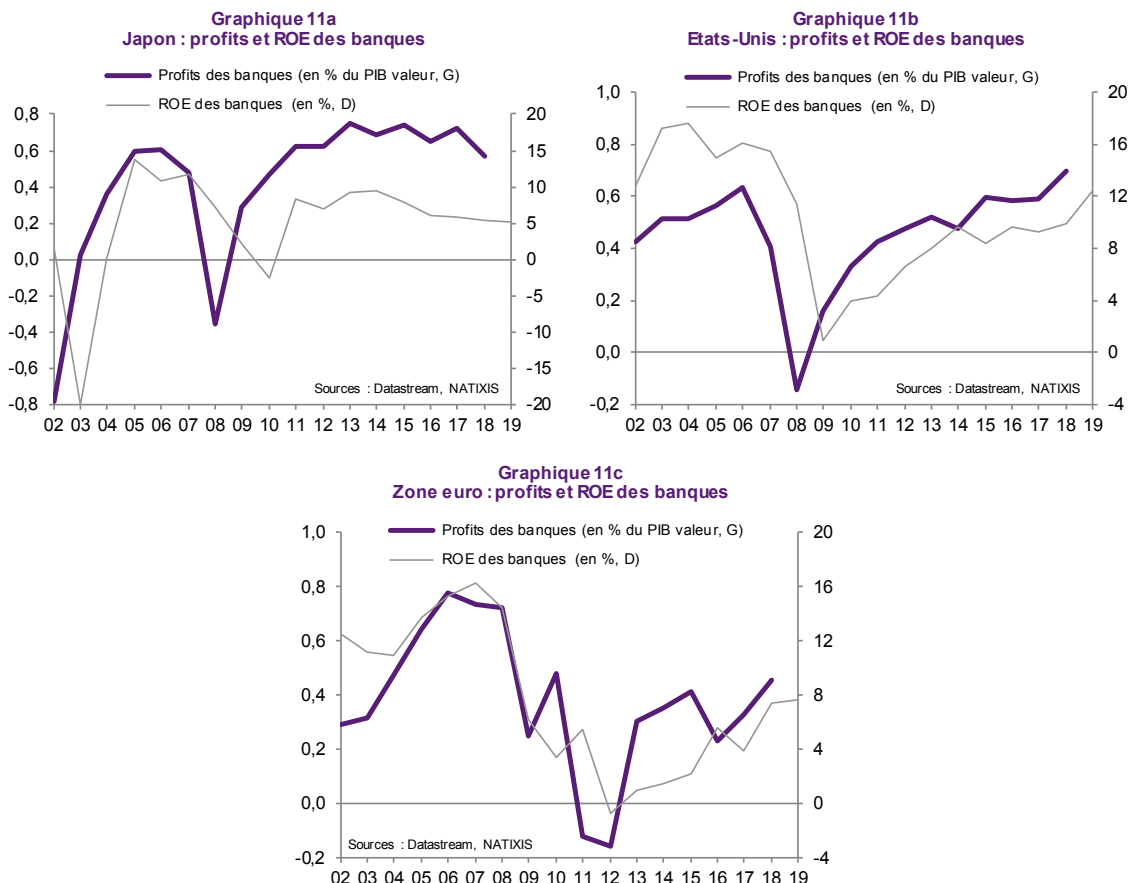
La « crise financière du futur »

Il s'agit d'une crise liée au maintien de taux d'intérêt très bas (graphiques 3a/b/c plus haut), avec l'absence d'inflation (graphiques 8a/b/c plus haut) et d'une liquidité abondante (graphique 10).

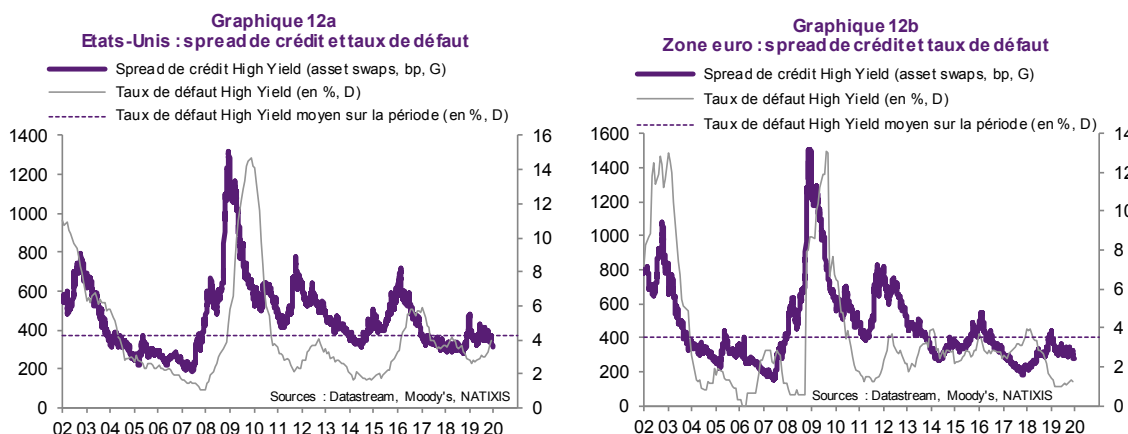


On peut craindre alors :

- 1- le retour de bulles sur les prix des actifs** (graphiques 2a/b/c plus haut) avec les taux d'intérêt inférieurs aux taux de croissance, ce qui implique que la valeur fondamentale théorique des prix des actifs tend vers l'infini. Les bulles peuvent éclater si les taux d'intérêt remontent (il y a alors crise financière du passé) mais aussi d'elles-mêmes si elles deviennent trop importantes ;
- 2- une crise des intermédiaires financiers, avec l'affaiblissement des banques** dû aux taux d'intérêt très bas sur les crédits (**graphiques 11a/b/c**), les difficultés de l'assurance-vie avec les taux d'intérêt à long terme très bas ;

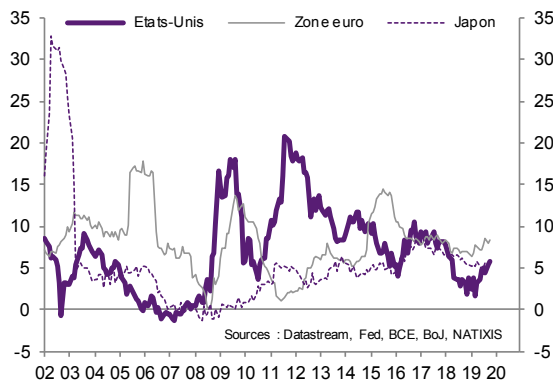


- 3- une prise de risque excessive par les intermédiaires financiers** dans une configuration où les primes de risque sont écrasées et ne correspondent plus à la réalité du risque (les **graphiques 12a/b** montrent l'exemple des obligations high yield) ;



- 4- la « fuite devant la monnaie », si les agents économiques s'inquiètent de l'excès de liquidité (graphique 10 plus haut, de la taille excessive du bilan de la Banque Centrale) et essaient de se débarrasser de la monnaie pour acheter des actifs réels, ce qui ne se voit pas encore (graphique 13) ;

Graphique 13
Masse monétaire (GA en %)



- 5- simplement l'incapacité des politiques monétaires à réagir en cas de récession avec le niveau très bas des taux d'intérêt même lorsque l'économie est revenue au plein emploi (graphiques 3a/b/c plus haut).

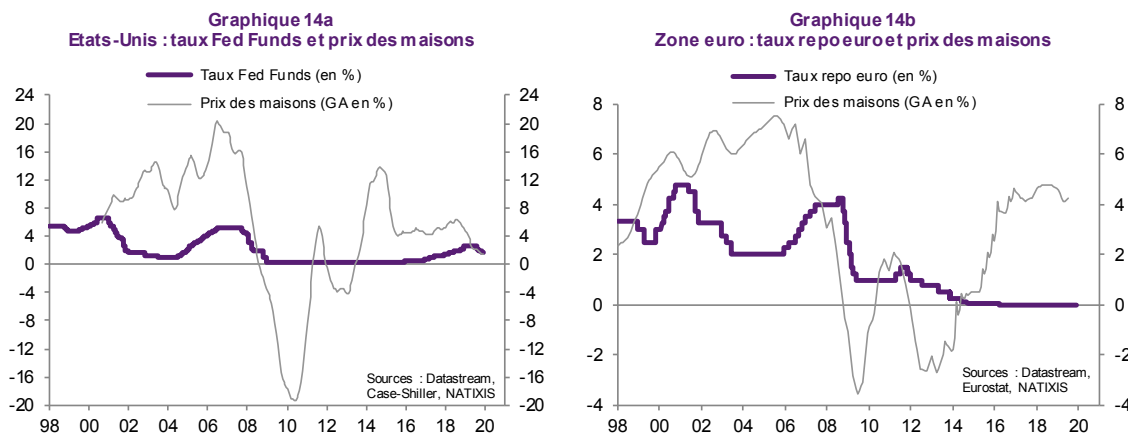
Synthèse : l'utilisation du « Leaning Against the Wind » serait beaucoup plus rassurante

Les crises financières du passé sont dues à la remontée des taux d'intérêt dans une situation où les taux d'endettement et les prix des actifs sont élevés, d'où la hausse des défauts avec le recul des prix des actifs et l'apparition d'un excès d'endettement.

Les crises financières du futur sont liées au maintien de taux d'intérêt très bas et d'une liquidité très abondante même lorsque les économies reviennent au plein emploi, d'où le risque de bulles, d'insuffisance des primes de risque, d'affaiblissement des intermédiaires financiers, de fuite devant la monnaie, d'impossibilité d'avoir une politique monétaire contracyclique.

Si les Banques Centrales utilisaient le « Leaning Against the Wind », elles passeraient à une politique monétaire progressivement plus restrictive dans les périodes de croissance, assez pour empêcher l'excès d'endettement et les bulles sur les prix ces actifs.

Elles ne l'ont pas fait de 2002 à 2007 vis-à-vis de la bulle immobilière et de l'endettement des ménages (graphiques 14a/b et graphiques 1b/c plus haut) ; **elles ne le font visiblement pas aujourd'hui** (graphiques 3a/b/c).



Si les Banques Centrales pratiquaient le « **Leaning Against the Wind** », il n’y aurait pas de crise financière « **du passé** », puisqu’elles éviteraient l’apparition de l’excès d’endettement et des bulles sur les prix des actifs, donc le risque d’explosion des bulles et de récession due au désendettement lorsque les taux d’intérêt augmentent, il n’y aurait pas de crise financière du futur puisque les taux d’intérêt ne resteraient pas durablement très bas.

Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et 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.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

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 saurait être tenue 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.

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.

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.

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 (le cas échéant) 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.

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. 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.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

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>

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

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.