

Flash Economie

6 mars 2020 - 285

La question que tout le monde se pose : l'endettement va-t-il déclencher une crise dans les pays de l'OCDE ?

Le taux d'endettement (public et privé) est aujourd'hui extrêmement élevé dans les pays de l'OCDE, et le premier réflexe est de craindre que ceci redéclenche une crise financière.

- La première réflexion doit porter sur les taux d'intérêt : tant qu'ils restent très bas la dette n'est pas un problème ; le retour de l'inflation pourrait donc déclencher une crise, et celui-ci pourrait survenir lorsque le taux de participation (la proportion de la population en âge de travailler qui se présente sur le marché du travail) ne pourra plus augmenter.
- La seconde réflexion doit porter sur le risque de crise en l'absence de retour d'inflation et de hausse des taux d'intérêt. Dans cette configuration la solvabilité des emprunteurs reste assurée, mais il y a apparition de bulles sur les prix des actifs ; les bulles peuvent-elles exploser en l'absence de hausse des taux d'intérêt ? Il y a aussi risque de fuite devant la monnaie, si la création monétaire est excessive pour maintenir les taux d'intérêt bas, d'où report des investisseurs sur les actifs réels (actions, immobilier), mais ceci rejoint la question des bulles.

Au total les deux risques majeurs sont :

- le retour de l'inflation quand le taux de participation arrêtera d'augmenter (alors que plusieurs mécanismes inflationnistes existent : vieillissement, régionalisation des chaînes de valeur, faiblesse des gains de productivité, bien sûr chômage faible) ;
- l'explosion de bulles sur les prix des actifs même sans remontée des taux d'intérêt.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

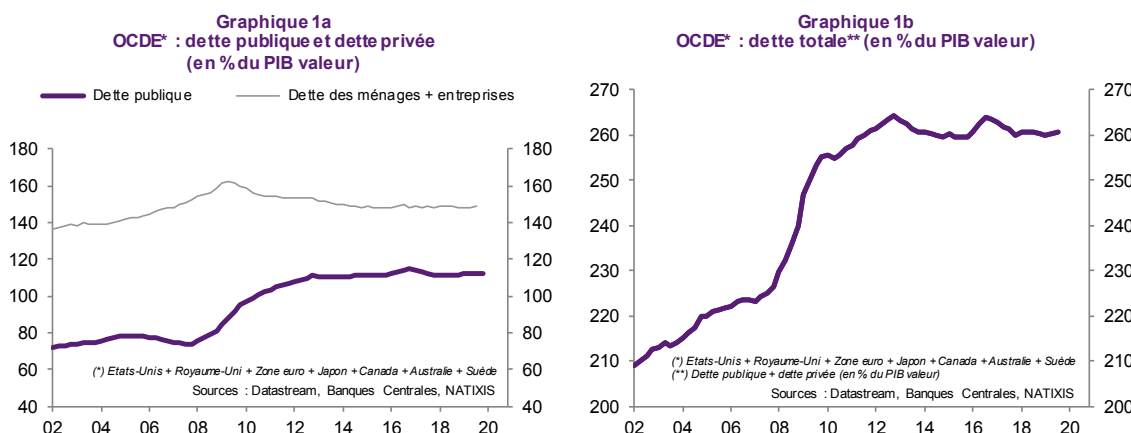
patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

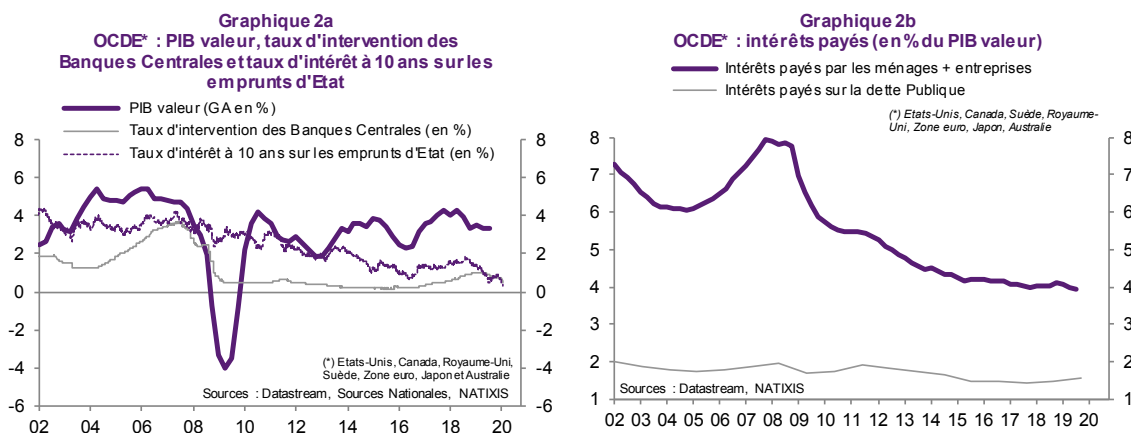
Crise de la dette et taux d'intérêt dans les pays de l'OCDE

Les graphiques 1a/b montrent le taux d'endettement total (public et privé) des pays de l'OCDE.



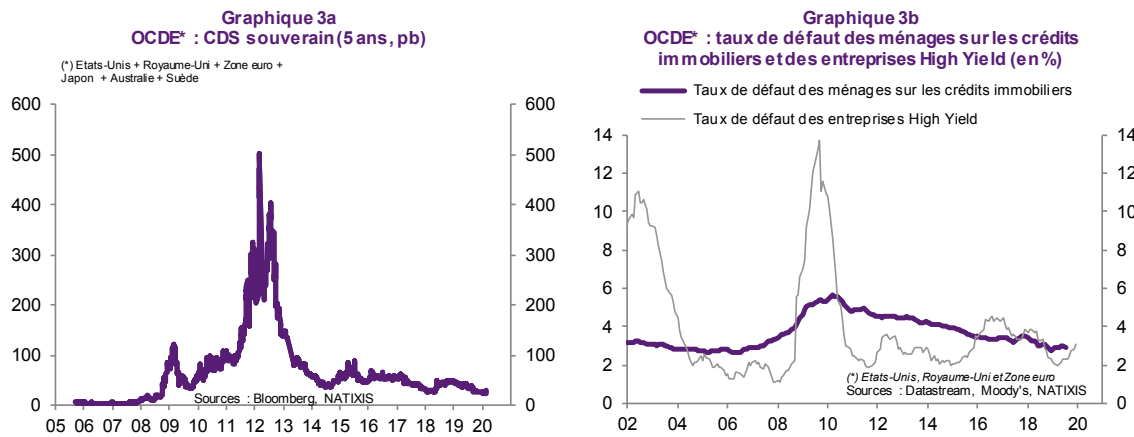
Un réflexe assez naturel est de dire qu'un taux d'endettement aussi élevé va nécessairement conduire à une crise de la dette.

Mais il faut tenir compte de ce que, **aujourd'hui, les taux d'intérêt sont très bas (graphique 2a)**. Il en résulte **des paiements d'intérêts très faibles sur les dettes (graphique 2b) qui assurent la solvabilité des emprunteurs malgré les taux d'endettement très élevés**.

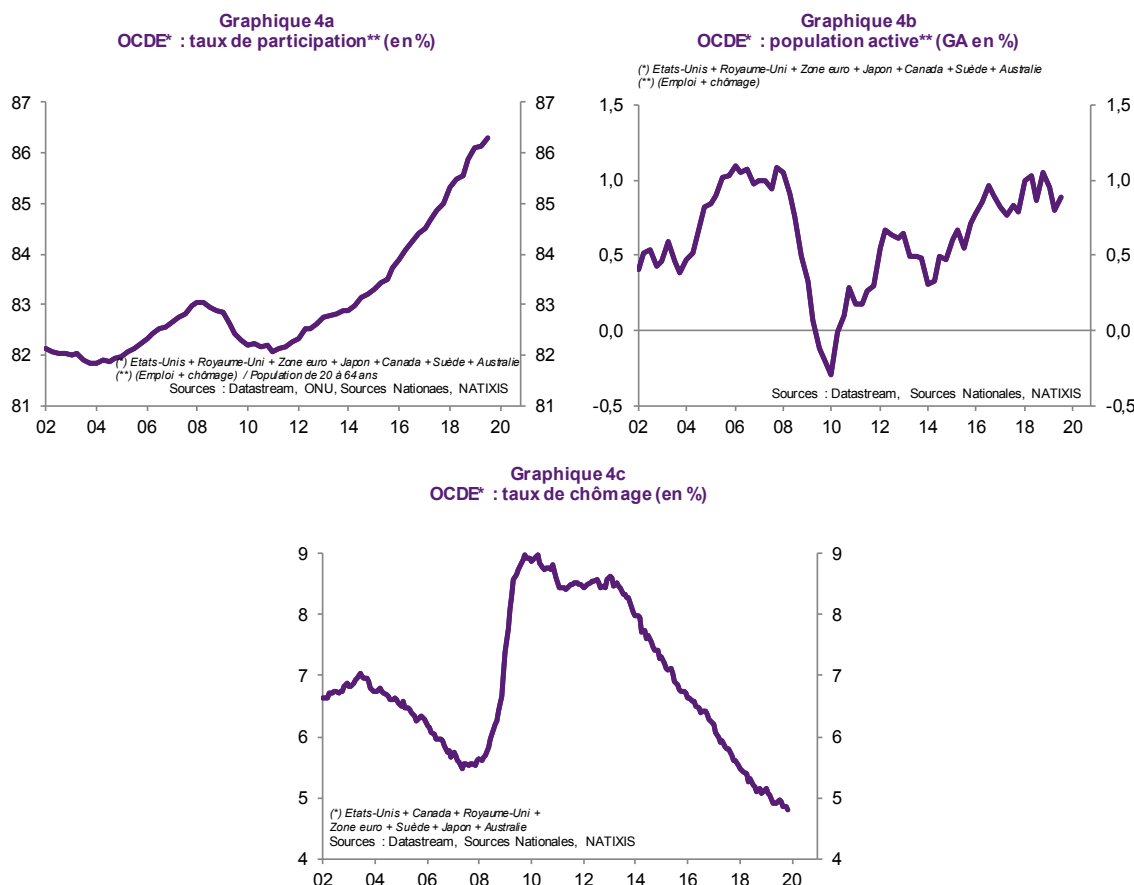


La première question est donc celle du retour de l'inflation

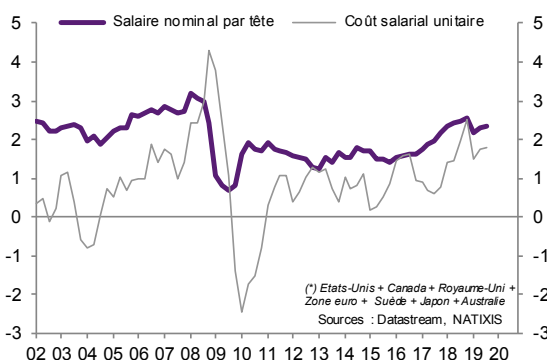
Le retour de l'inflation forcerait les Banques Centrales à remonter les taux d'intérêt réels, donc à remonter fortement les taux d'intérêt nominaux, **ce qui ferait apparaître une crise d'insolvabilité des emprunteurs**, comme on l'a vu en 2008-2009 (graphique 2a ci-dessus et graphiques 3a/b).



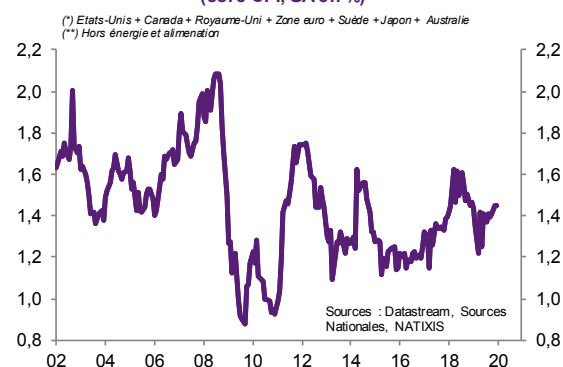
Il faut rappeler ici **le rôle très important du taux de participation** (de la proportion de la population en âge de travailler qui se présente sur le marché du travail). **Tant que le taux de participation augmente (graphique 4a), l'offre de travail (la population active) progresse assez rapidement (graphique 4b),** et ceci évite qu'il y ait une forte tension sur le marché du travail malgré le chômage faible (graphique 4c), donc **permet que la croissance des salaires et du coût salarial unitaire reste faible (graphique 5a),** donc que **l'inflation sous-jacente reste faible (graphique 5b).**



Graphique 5a
OCDE* : salaire nominal et coûts salariaux unitaire (GA en %)

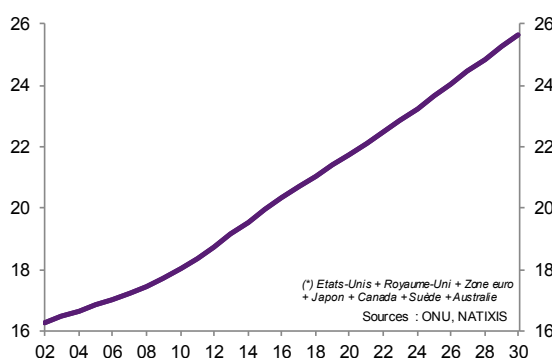


Graphique 5b
OCDE* : inflation sous-jacente** (core CPI, GA en %)

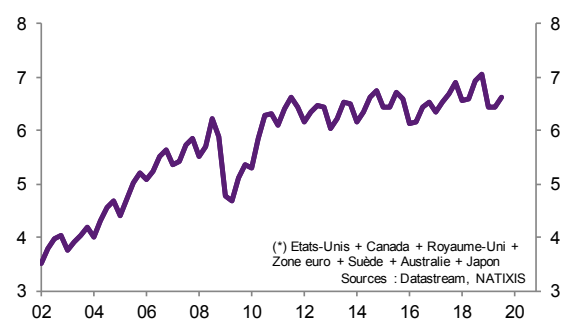


L'arrêt de la hausse du taux de participation conduirait à l'arrêt de la hausse de la population active, à une forte tension sur le marché du travail et **au retour de l'inflation, d'autant plus que de nombreux facteurs sont favorables au retour de l'inflation** : le vieillissement démographique (**graphique 6a**), le retour à des chaînes de valeur régionales qui freine les échanges avec les pays émergents à coût salarial faible (**graphique 6b**), la faiblesse des gains de productivité (**graphique 6c**).

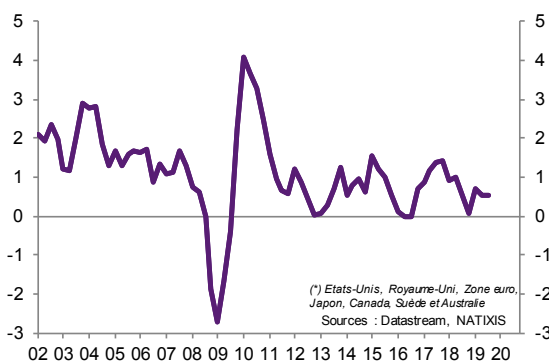
Graphique 6a
OCDE* : population de plus de 65 ans (en % de la population totale)



Graphique 6b
OCDE* : importations depuis l'ensemble des émergents y compris Chine, hors Russie + OPEP (en % du PIB valeur)



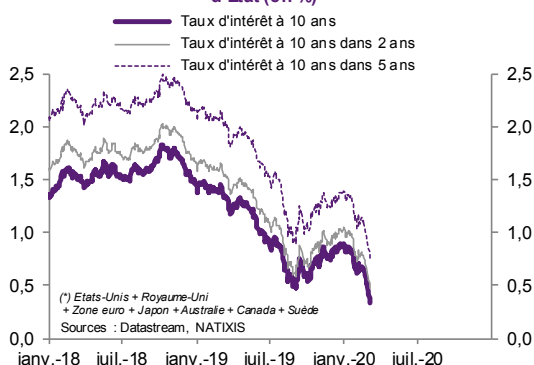
Graphique 6c
OCDE* : productivité par tête (GA en %)



Le second problème est celui des risques s'il n'y a pas retour de l'inflation

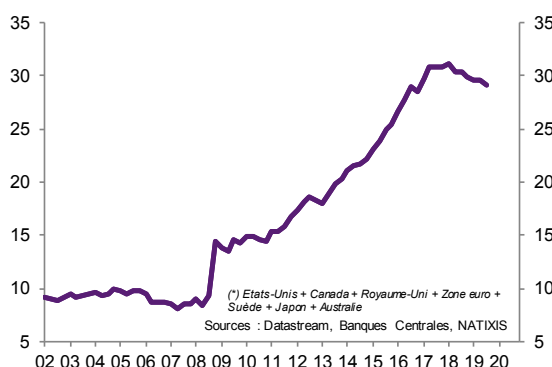
S'il n'y a pas de retour de l'inflation, les taux d'intérêt vont rester très bas (ce qu'anticipent les marchés financiers, **graphique 7**), et la dette élevée n'est pas un problème, la solvabilité des emprunteurs va rester forte.

Graphique 7
OCDE* : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

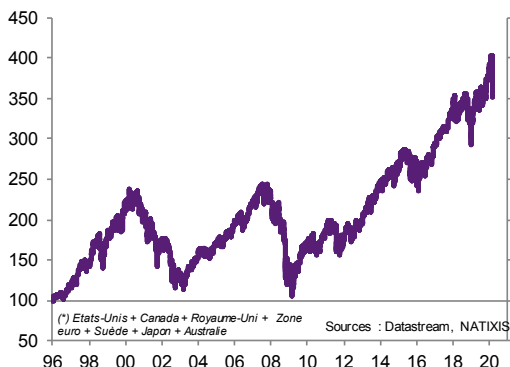


Mais si les taux d'intérêt restent très bas, et donc les politiques monétaires restent très expansionnistes (graphique 8), il apparaît nécessairement des bulles sur les prix des actifs (actions, graphique 9a, immobilier, graphique 9b), les investisseurs se détournant des obligations dont les rendements sont trop faibles (graphique 7 ci-dessus) et pouvant aussi se détourner de la monnaie (« fuite devant la monnaie ») si la quantité de monnaie est excessivement élevée (graphique 8).

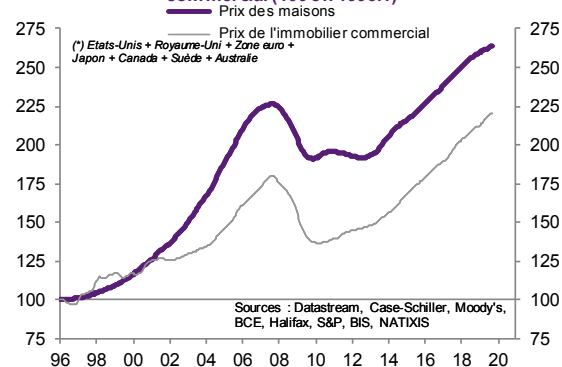
Graphique 8
OCDE* : base monétaire (en % du PIB valeur)



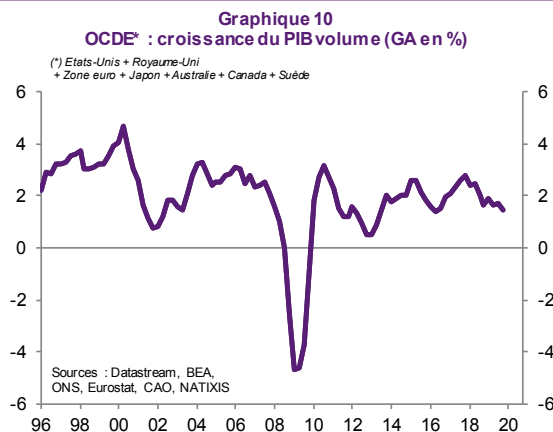
Graphique 9a
OCDE* : indice boursier (100 en 1996:1)



Graphique 9b
OCDE* : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 1996:1)



L'explosion des bulles sur les prix des actifs conduit systématiquement à des crises et à des récessions, comme on l'a vu en 2000 puis en 2008 (graphiques 9a/b ci-dessus et graphique 10).



Mais l'explosion des bulles était déclenchée par la hausse des taux d'intérêt ; que se passe-t-il si les taux d'intérêt ne remontent pas ? Les bulles explosent-elles alors simplement parce qu'elles sont de très grande taille, ce qui décourage les acheteurs des actifs correspondants ?

Synthèse : deux risques majeurs

Le premier risque est donc que **l'arrêt de la hausse du taux de participation** conduise au retour de l'inflation, à une forte hausse des taux d'intérêt, et à une crise des dettes.

Le second risque est donc que, même s'il n'y a pas de hausse des taux d'intérêt, **les bulles sur les prix des actifs** dues aux taux d'intérêt très bas **finissent par éclater.**

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.