

Flash Economie

12 décembre 2016 - 1358

Faut-il maintenir le mythe de l'épargne sans risque ?

On maintient aujourd'hui dans la zone euro (entre autre) un double mythe :

- la dette publique est un actif sans risque, il ne peut pas y avoir de défaut sur les dettes publiques. Ceci impose aujourd'hui soit des politiques budgétaires restrictives, soit une politique monétaire anormalement expansionniste, et il serait peut-être moins coûteux d'accepter l'idée qu'un pays insolvable budgétairement puisse faire défaut ;
- les dépôts bancaires (assurés, de moins de 100 000 €) sont un actif sans risque. Puisque les banques font des prêts risqués, ceci impose de mettre en place un mécanisme amortisseur où les banques ont des fonds propres considérables et peuvent faire défaut sur leurs dettes, ce qui absorbe le risque de défaut des emprunteurs et préserve les dépôts. Le coût de cette « hyper-régulation » des banques est la hausse forte du coût de leurs ressources, donc la hausse forte du coût du financement de l'économie. Il serait peut-être moins coûteux d'accepter l'idée que les dépôts bancaires peuvent être un actif risqué.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

www.research.natixis.com

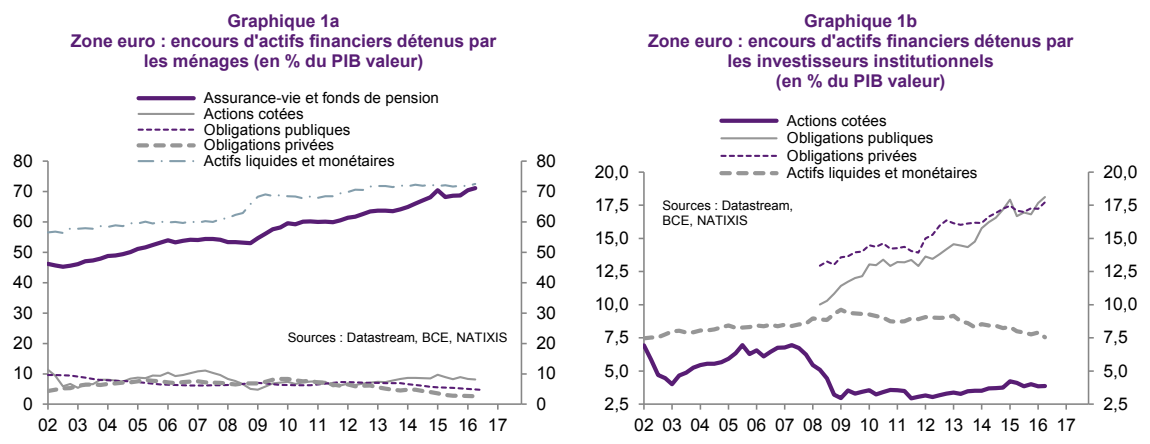
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Forte demande de sécurité par les épargnants de la zone euro

Les **graphiques 1a/b** montrent la structure de **détention d'actifs financiers**, directe et indirecte par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels, **par les ménages de la zone euro**. **Les ménages de la zone euro détiennent une quantité importante d'actifs présumés sans risque : dette publique, actifs liquides et monétaires.**

La question est de savoir :

- **si ces actifs sont vraiment sans risque ;**
- **si le coût à subir pour que ces actifs soient sans risque n'est pas trop élevé.**



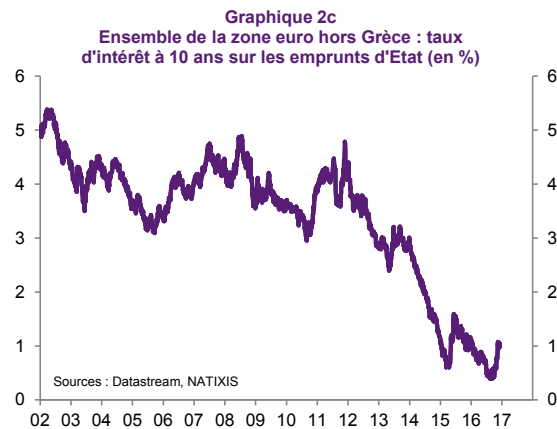
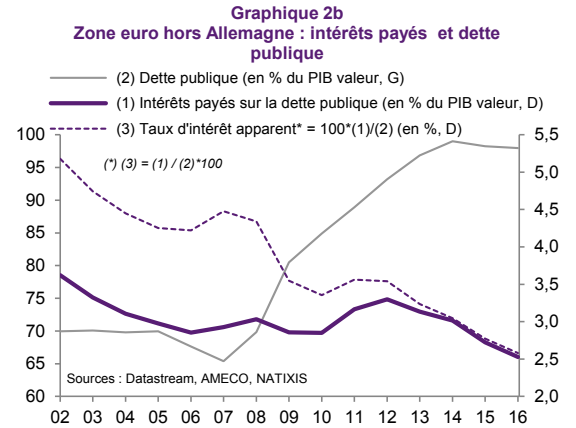
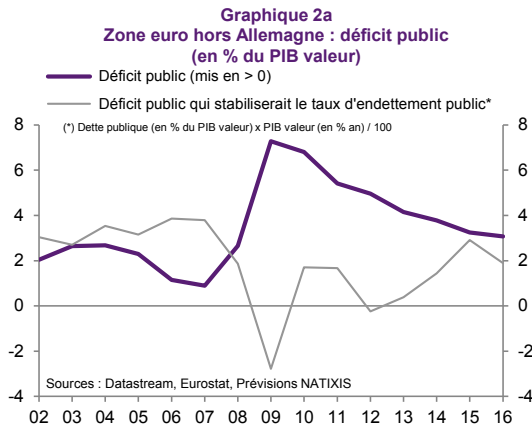
Dans quelles conditions les dettes publiques de la zone euro sont-elles vraiment sans risque ?

La zone euro hors Allemagne n'est pas budgétairement solvable (le déficit public est supérieur à celui qui stabiliserait le taux d'endettement public, **graphique 2a**), **malgré la baisse des intérêts payés sur la dette (graphique 2b)** due au niveau très bas des taux d'intérêt (**graphique 2c**).

Dans ces conditions, et avec la remontée des taux d'intérêt à long terme (graphique 2c), comment les dettes publiques de la zone euro peuvent-elles être considérées comme sans risque ?

- **soit la BCE accroît la taille du Quantitative Easing pour empêcher la hausse des taux d'intérêt à long terme**, ce qui impliquerait une politique monétaire extraordinaire expansionniste durablement, avec les dangers associés ;
- **soit les Etats passent à une politique budgétaire restrictive** (graphique 2a plus haut) avec le coût associé en termes d'activité.

Plutôt que de subir les coûts d'une politique monétaire ultra-expansionniste ou d'une politique budgétaire restrictive, ne vaudrait-il pas mieux accepter qu'il puisse y avoir défaut partiel (restructuration) des dettes publiques des pays de la zone euro ayant un problème durable avec leur solvabilité budgétaire ?



Les coûts associés à la garantie de ce que les dépôts bancaires sont sans risque

Les dépôts bancaires (inférieurs à 100 000 €) sont présumés sans risque, et la réglementation des banques a comme objectif central le maintien de cette caractéristique d'actif sans risque des dépôts bancaires.

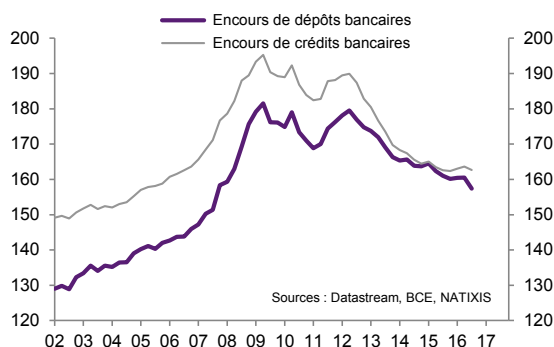
Pour que les dépôts bancaires soient sans risque alors que ces dépôts sont utilisés pour faire des crédits risqués (graphique 3), la régulation a mis en place des mécanismes d'absorption du risque de défaut sur les crédits :

- fonds propres importants pour les banques (graphique 4) ;
- possibilité de défaut sur les obligations émises par les banques autres que les covered bonds (graphique 5) ;
- détention de dette publique par les banques (graphique 6).

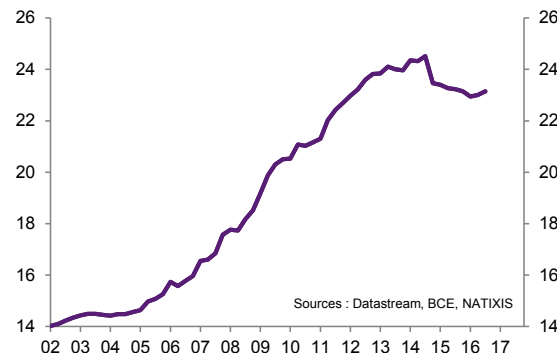
Des défauts sur les crédits pourraient être absorbés par les fonds propres, un défaut sur les dettes bancaires, la vente des titres publics détenus avant d'affecter les dépôts. Mais le coût de cette sécurisation des dépôts est la hausse du coût des ressources des banques avec la hausse des fonds propres (coûteux) nécessaires, avec la hausse des primes de risque sur les dettes bancaires (graphique 7) puisqu'elles peuvent être restructurées.

La hausse du coût des ressources des banques conduit à celle du coût de financement de l'économie (graphique 8).

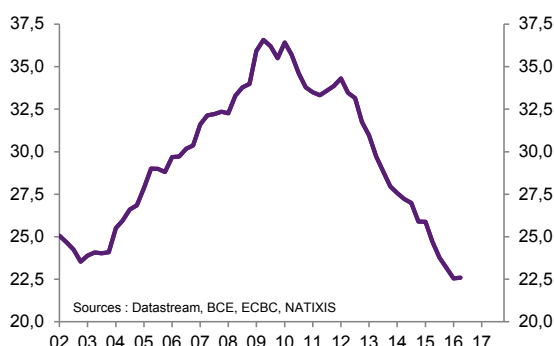
Graphique 3
Zone euro : encours de dépôts et de crédits bancaires (en % du PIB valeur)



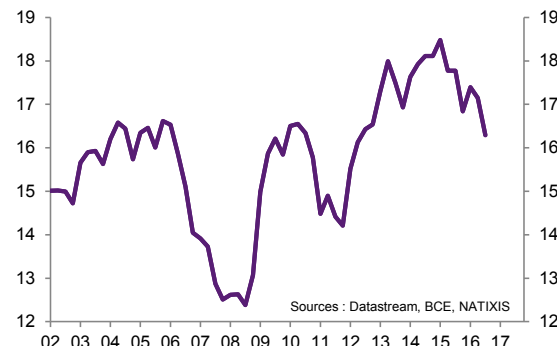
Graphique 4
Zone euro : fonds propres des banques (en % du PIB valeur)



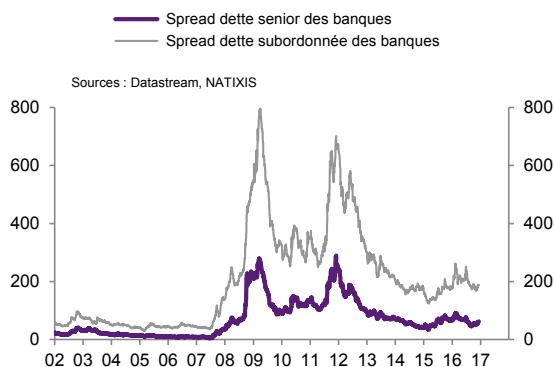
Graphique 5
Zone euro : encours d'obligations hors covered bonds au passif des banques (en % du PIB valeur)



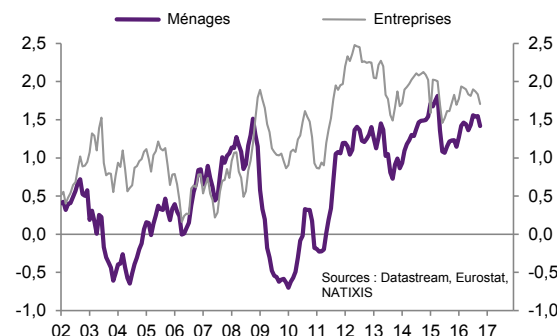
Graphique 6
Zone euro : encours d'obligations du secteur public à l'actif des banques (en % du PIB valeur)



Graphique 7
Zone euro : spread contre swaps (en pb)



Graphique 8
Zone euro : marges de taux d'intérêt sur les crédits à taux fixe aux ménages et aux entreprises contre swaps (en %)



Synthèse : faut-il présenter le double mythe ?

Le mythe de l'absence de risque de défaut sur les dettes publiques de la zone euro a comme coûts soit ceux associés à une politique monétaire ultra-expansionniste, soit ceux associés à une politique budgétaire restrictive, dans les pays qui n'assurent pas leur solvabilité budgétaire.

Le mythe de l'absence de risque de défaut sur les dépôts bancaires implique la mise en place de mécanismes d'absorption des risques dans les bilans des banques de la zone euro, d'où une hausse du coût des ressources des banques et du coût de financement de l'économie.

La question est de savoir s'il ne vaudrait pas mieux accepter que les dettes publiques et les dépôts bancaires soient des actifs risqués, ce qui permettrait d'éliminer les coûts associés à leur statut d'actif sans risque.

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 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'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>