

Flash Economie

12 février 2019 - 206

Comment réagir à l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas ?

L'Allemagne et les Pays-Bas ont un excès massif de l'épargne sur l'investissement qui se transforme aujourd'hui en un excès global d'épargne de la zone euro.

Comment réagir à cette situation ?

- Ne pas réagir conduit à ce qu'une partie de l'épargne de la zone euro soit prêtée au Reste du Monde, ce qui réduit la croissance de la zone euro à court terme et à long terme ;
- réagir en maintenant des taux d'intérêt réels anormalement bas, ce qui est le choix fait aujourd'hui, fait courir les risques associés à cette situation : possibles bulles sur les prix des actifs, investissements inefficaces ; effets redistributifs massifs ;
- réagir par une politique budgétaire plus expansionniste dans la zone euro hors Allemagne et Pays-Bas est contraire aux règles européennes, mais peut être efficace si les déficits publics correspondent à la hausse de dépenses publiques utiles ou à la baisse d'impôts qui affaiblissent l'emploi et l'investissement. De plus, cette réaction éviterait les taux d'intérêt réels absurdemement bas.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

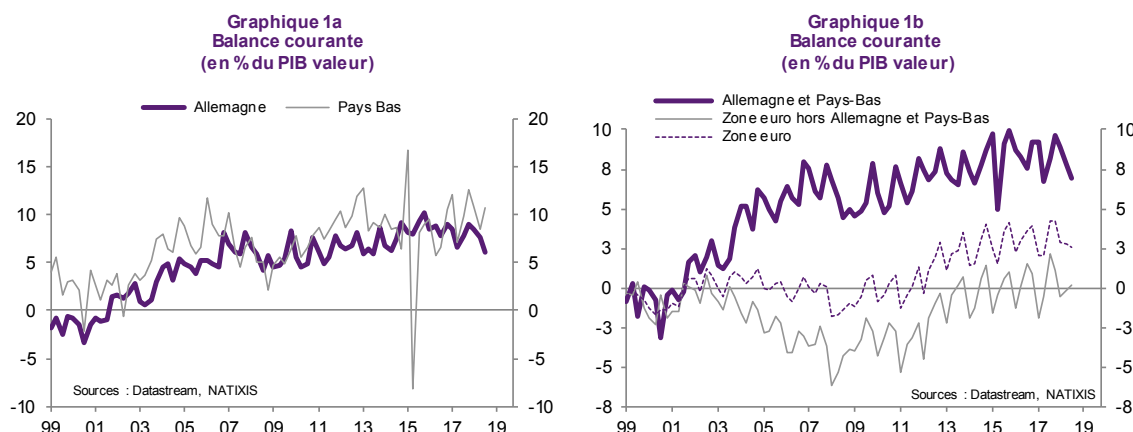
patrick.artus@natixis.com

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

www.research.natixis.com

Excès massif d'épargne en Allemagne et aux Pays-Bas

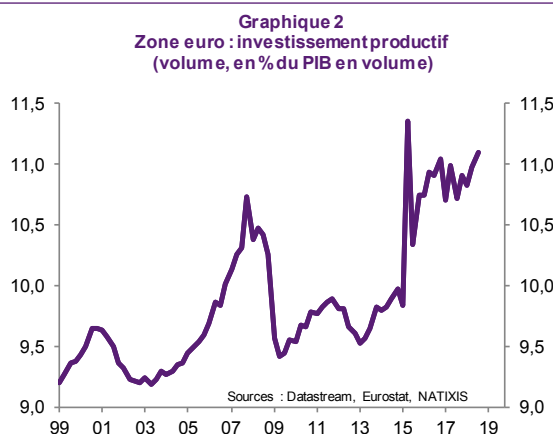
L'Allemagne et les Pays-Bas se caractérisent aujourd'hui par un **excès massif d'épargne sur l'investissement (graphique 1a)** ; l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas n'étant pas prêté aux autres pays de la zone euro, il se transforme en un **excès d'épargne global de la zone euro (graphique 1b)**, les autres pays de la zone euro n'ayant plus de déficit extérieur en raison de l'arrêt de la circulation des capitaux entre les pays de la zone euro.



Nous nous demandons **comment il faut que la zone euro réagisse à l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas.**

Quelle réaction à l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas ?

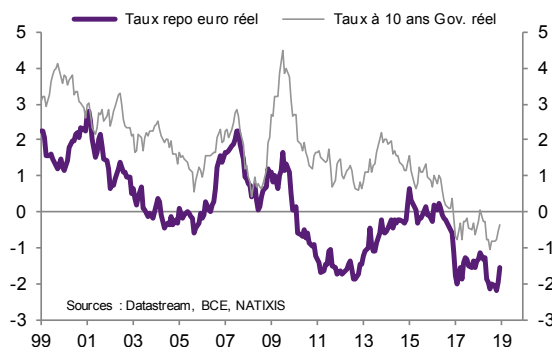
- 1- **Ne pas réagir est dangereux** ; l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas n'étant pas prêté aux autres pays de la zone euro mais au Reste du Monde, **il y a affaiblissement de l'investissement dans la zone euro (graphique 2), donc freinage de la croissance de la zone euro, à court terme et à long terme.**



Il est pénalisant bien sûr pour la zone euro qu'une partie de son épargne finance des investissements dans le Reste du Monde et pas dans la zone euro.

2- La seconde réaction possible est de maintenir des taux d'intérêt réels anormalement bas (graphique 3) afin d'essayer de rééquilibrer l'épargne et l'investissement dans la zone euro.

Graphique 3
Zone euro : taux d'intérêt réel
(déflaté par le CPI, en %)



Cette stratégie permet de redresser l'investissement (graphique 2 plus haut), pas nécessairement de réduire l'épargne si les effets de revenu l'emportent (les ménages épargnent davantage quand les taux d'intérêt sont bas pour stabiliser le revenu de l'épargne) ; le **graphique 4** montre qu'il y a cependant une baisse de l'épargne des ménages de la zone euro.

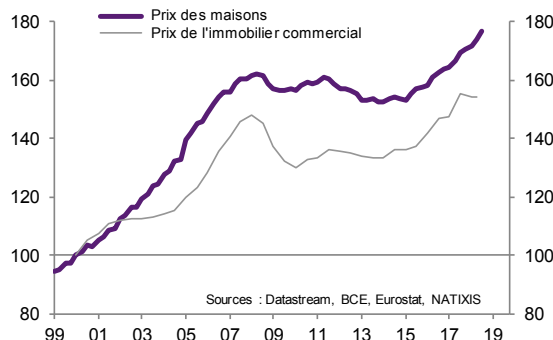
Graphique 4
Zone euro : taux d'épargne brute des ménages
(en %)



Mais maintenir des taux d'intérêt réels anormalement bas fait apparaître plusieurs risques :

- des investissements inefficaces, de rentabilité faible ;
- des bulles sur les prix des actifs (le **graphique 5** montre que les prix de l'immobilier sont en forte hausse) ;

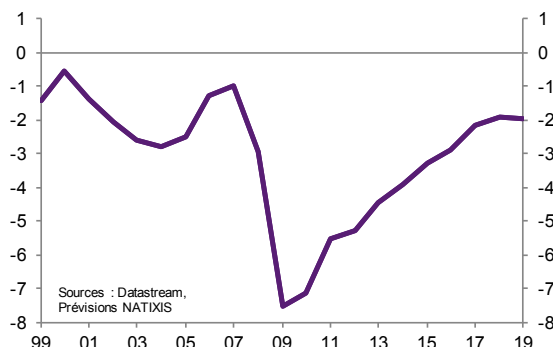
Graphique 5
Zone euro : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 2000:1)



- des transferts de revenu continuels des prêteurs vers les emprunteurs.

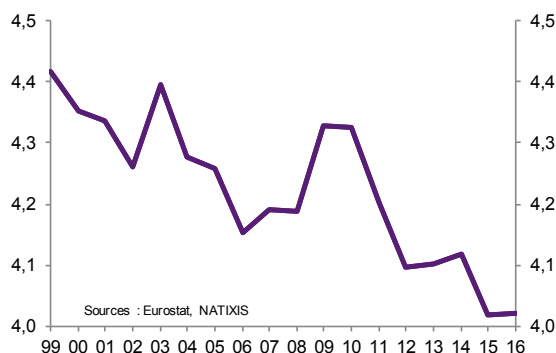
3- Une politique budgétaire expansionniste dans les pays de la zone euro autres que l'Allemagne et les Pays-Bas, qui absorberait l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas. Compte tenu du déficit public présent de ces pays (graphique 6), cette stratégie ne serait pas conforme aux règles budgétaires de la zone euro.

Graphique 6
Zone euro hors Allemagne et Pays-Bas :
déficit public (en % du PIB valeur)

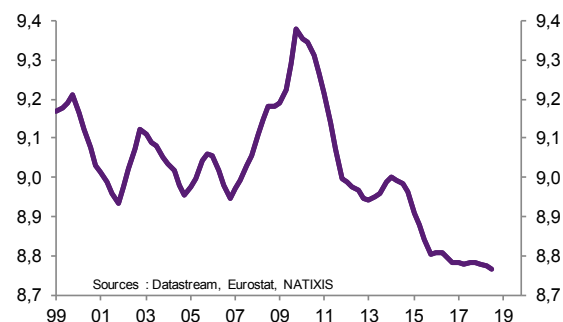


Mais il faut reconnaître que si on est capable, dans la zone euro hors Allemagne et Pays-Bas, d'utiliser un déficit public accru pour augmenter des dépenses publiques utiles (éducation par exemple, graphique 7), ou pour réduire des impôts qui détruisent de l'emploi (cotisations sociales des entreprises, graphique 8), il s'agirait d'une utilisation efficace de l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas.

Graphique 7
Zone euro hors Allemagne et Pays-Bas : dépenses publiques d'éducation (en % du PIB valeur)



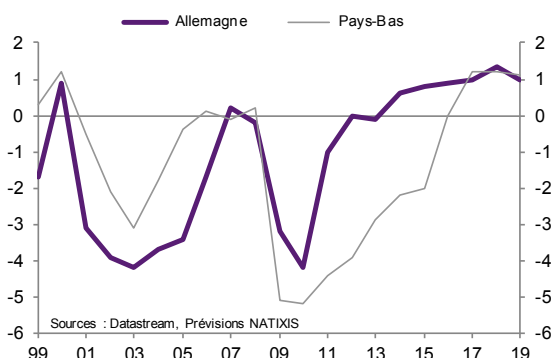
Graphique 8
Zone euro hors Allemagne et Pays-Bas : cotisations sociales des entreprises (en % du PIB valeur)



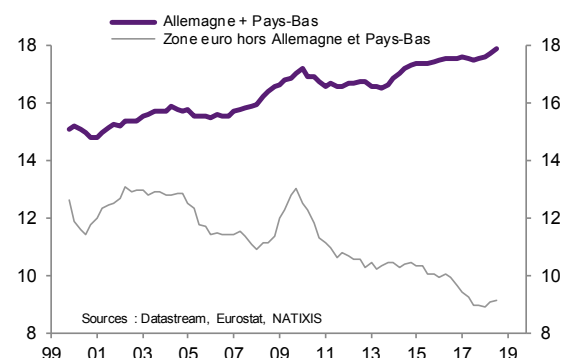
Synthèse : quelle est la meilleure réaction à l'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas ?

L'excès d'épargne de l'Allemagne et des Pays-Bas risque de durer, avec les politiques budgétaires de ces pays (**graphique 9a**), avec le taux d'épargne élevé des ménages (**graphique 9b**). Comment réagir alors ?

Graphique 9a
Solde budgétaire (en % du PIB valeur)



Graphique 9b
Taux d'épargne brute des ménages (en % du RDB des ménages)



- Sans réaction, l'épargne de la zone euro est prêtée au reste du Monde ;
- le maintien de taux d'intérêt réels anormalement faibles, avec ses dangers (effets redistributifs, bulles...) ;
- l'augmentation des déficits publics dans les pays de la zone euro autres que l'Allemagne et les Pays-Bas, à condition qu'elle serve à accroître des dépenses utiles et à réduire des impôts pénalisants.

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'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.

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>