

Flash Economie

26 novembre 2018 - 1347

Dans les crises financières, faut-il vraiment tout mettre en œuvre?

Les crises financières ont des effets d'hystérésis (permanents) sur les économies, en réduisant le capital productif, le capital humain.

Les effets « schumpétériens » des crises ne se voient certainement pas.

Il paraît donc nécessaire de mettre en œuvre tous les moyens disponibles pour réduire la taille des crises financières :

- sauver les banques (par le bail-out), mais ceci fait apparaître un aléa de moralité dangereux ;
- compenser la baisse de la dette privée par la hausse de la dette publique, mais on risque alors d'avoir un taux d'endettement public trop élevé et une crise de la dette publique ;
- injecter massivement des liquidités par le Quantitative Easing pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme, pour faciliter le financement des investissements risqués, pour déprécier le taux de change ; mais l'excès de liquidité fait apparaître l'instabilité financière.

Nous illustrerons ces points par l'exemple de la zone euro après la crise de 2008. Les effets négatifs de ces politiques de soutien de l'économie pendant les crises sont donc sérieux, et peuvent donc conduire à réfléchir sur l'opportunité de mener activement toutes ces politiques.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

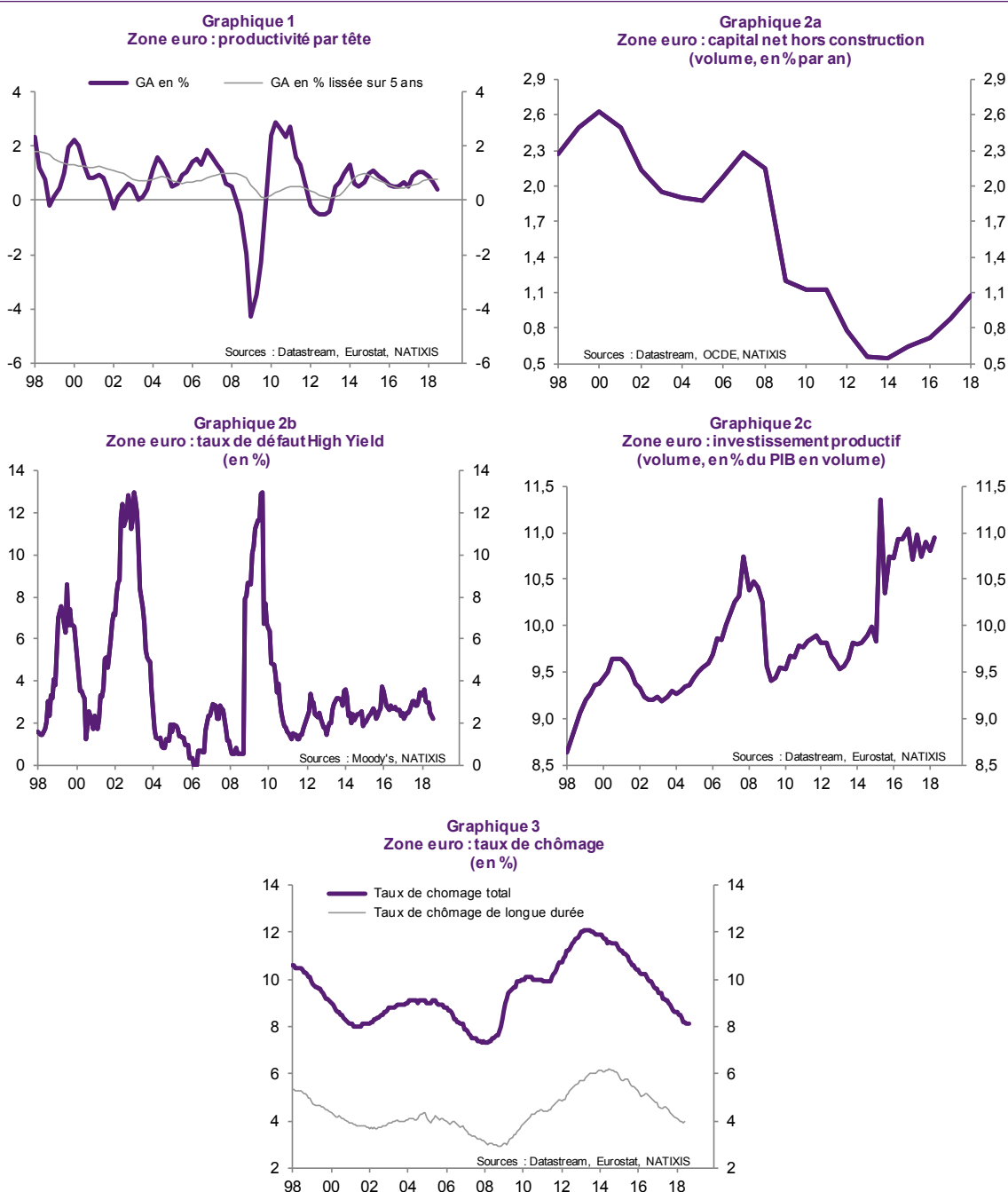
www.research.natixis.com

Les effets d'hystérèse des crises financières

Nous allons illustrer tous ces points par l'exemple de la zone euro pendant et après la crise de 2008-2009.

La crise a des effets d'hystérèse négatifs et durables sur la croissance, en faisant apparaître un ralentissement de la productivité (graphique 1) dû :

- à la perte de capital productif (graphique 2a), avec les faillites (graphique 2b), le recul de l'investissement (graphique 2c) pendant la crise ;
- à la perte de capital humain, avec la hausse durable du chômage (graphique 3).



On ne voit pas apparaître « d'effets schumpétériens » de la crise financière : si elle faisait disparaître les entreprises inefficaces, il y aurait hausse des gains de productivité, or il y a recul des gains de productivité.

On pense alors qu'il faut que la politique économique réagisse très violemment en cas de crise financière

Si les crises financières ont des effets rémanents négatifs et importants sur les gains de productivité et la croissance, **il paraît légitime que la politique économique réagisse très violemment en cas de crise financière pour en réduire la gravité, la profondeur.**

Mais, nous allons le voir, ces politiques économiques très actives en cas de crise financière ont aussi des inconvénients graves.

Il s'agit essentiellement de trois politiques.

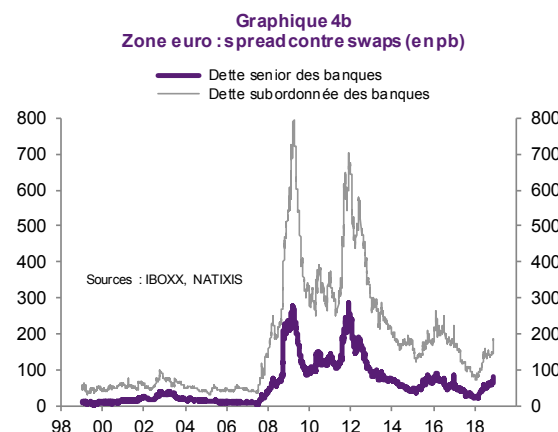
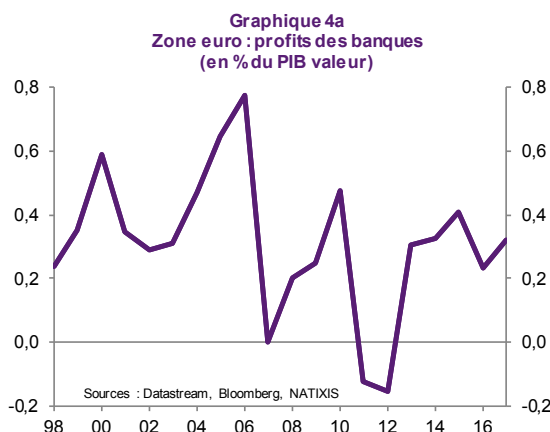
- 1- Sauver les banques par le bail-out** (par l'injection d'argent public) **pour éviter qu'elles fassent faillite** alors qu'elles subissent des pertes graves (**tableau 1, graphique 4a**) et que leurs coûts de financement augmentent fortement (**graphique 4b**).

Tableau 1 : Dépréciations d'actifs par les banques européennes (en Mds de \$)

Période	Total au 21/11/2018	T3-11	T2-11	T1-11	T4-10	T3-10	T2-10	T1-10	T4-09	T3-09
Montants	612,5	0,0	11,2	8,4	9,5	9,5	14,4	12,7	39,5	13,4

Période	T2-09	T1-09	T4-08	T3-08	T2-08	T1-08	T4-07	T3-07	Avant T3-07
Montants	50,7	39,1	140,0	53,1	57,4	72,9	74,8	14,4	0,2

Sources : Bloomberg and companies, NATIXIS



Le **tableau 2** montre le soutien donné aux banques de la zone euro pendant la crise.

Tableau 2 : Recapitalisation des banques par les Etats ou les fonds européens (2008 - 2015, en Mds €)

Pays	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Belgique	14,4	3,5	0,0	0,0	2,9	0,0	0,0	0,0	20,8
Allemagne	20,0	32,9	6,7	3,6	0,9	0,0	0,0	0,0	64,2
Irlande	0,0	11,0	35,3	16,5	0,0	0,0	0,0	0,0	62,8
Grèce	0,0	3,8	0,0	2,6	30,9	3,5	0,0	5,8	46,6
Espagne	0,0	1,3	9,5	8,5	40,4	2,1	0,0	0,0	61,9
France	13,2	9,3	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	0,0	25,0
Italie	0,0	4,1	0,0	0,0	2,0	1,9	0,0	3,8	11,8
Chypre	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	1,5	0,2	3,5
Lettonie	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Lituanie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,3
Luxembourg	2,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6
Pays-Bas	14,0	0,0	4,8	0,0	0,0	4,2	0,0	0,0	23,0
Autriche	0,9	5,9	0,6	0,0	2,0	1,8	0,8	0,0	11,8
Portugal	0,0	0,0	0,0	0,0	6,8	1,1	4,9	2,6	15,3
Slovénie	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,4	0,4	0,0	3,6

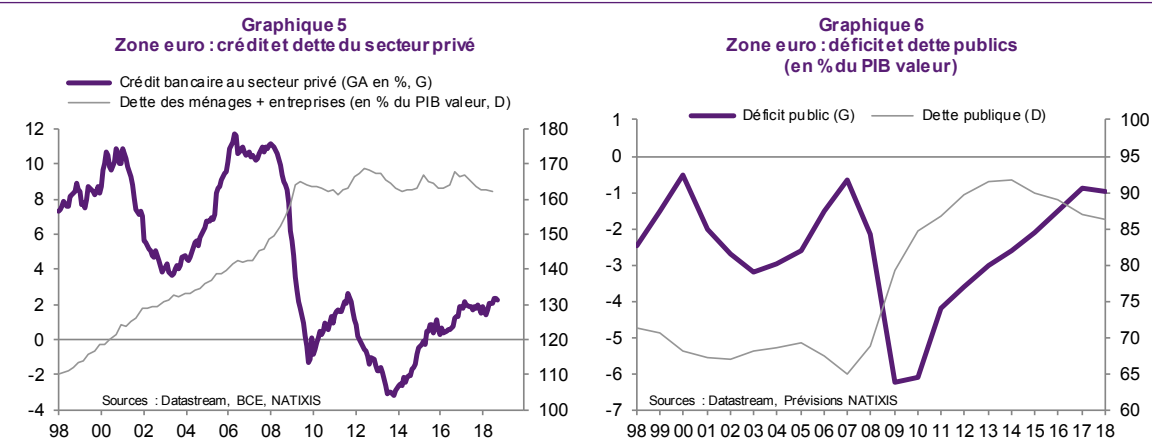
Sources : Commission Européenne, NATIXIS

Mais le bail-out des banques en cas de crise a l'effet de faire apparaître un aléa de moralité, les banques étant incitées à prendre davantage de risques. Ceci explique le passage du bail-out au bail-in (sauvetage des banques par les actionnaires, les porteurs de dette).

2- Compenser la baisse de la dette privée par la hausse de la dette publique

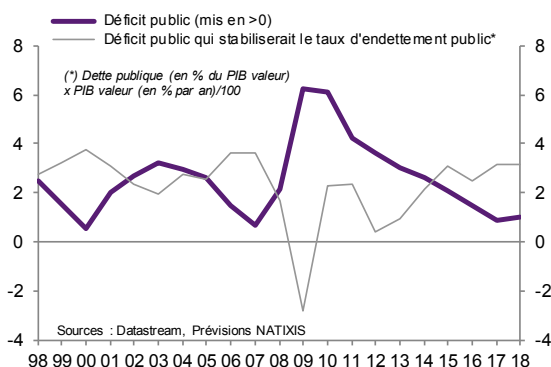
La crise conduit au **recul très important de la distribution de crédit et du taux d'endettement du secteur privé** (graphique 5).

Il paraît alors très utile de mener une politique budgétaire expansionniste et d'accroître la dette publique pour compenser la baisse de la dette privée et éviter le recul de la demande intérieure (graphique 6).

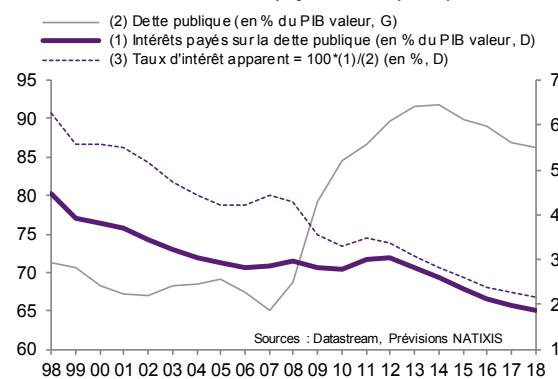


Le danger est alors **le risque de perte de la solvabilité budgétaire avec la hausse de l'endettement public**. Aujourd'hui, dans la zone euro, **la normalisation des taux d'intérêt conduirait à la perte de la solvabilité budgétaire** (graphiques 7 a/b).

Graphique 7a
Zone euro : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 7b
Zone euro : intérêts payés et dette publique

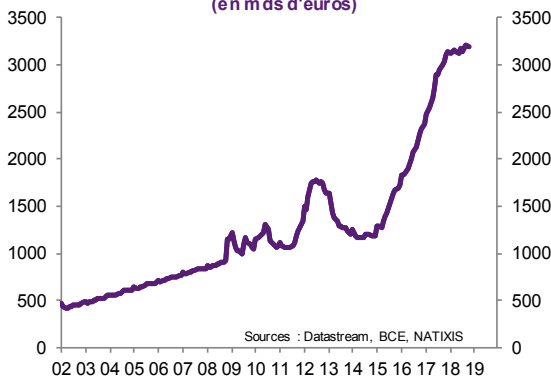


3- Injections massives de liquidités

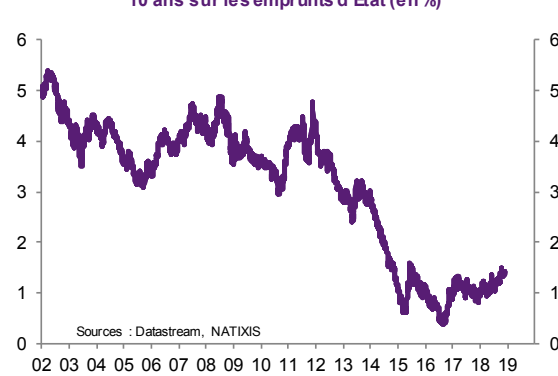
La Banque Centrale, lors d'une crise financière, injecte massivement des liquidités dans l'économie. La BCE l'a fait tardivement (graphique 8), d'abord avec des repos de grande taille puis avec le Quantitative Easing.

L'objectif est multiple : faire baisser les taux d'intérêt à long terme (graphique 9), pousser les banques à distribuer davantage de crédit (graphique 5 plus haut), réduire les primes de risque (graphique 10) et favoriser le financement des investissements risqués, déprécier le taux de change (graphique 11).

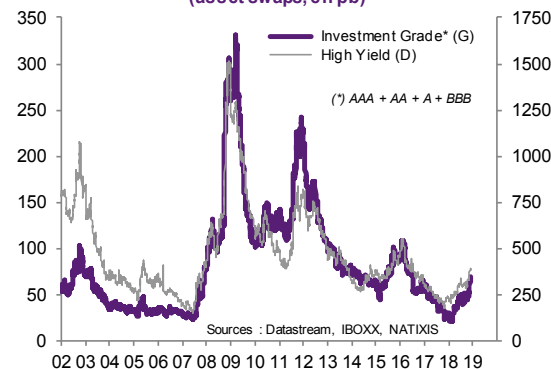
Graphique 8
Zone euro : base monétaire
(en mds d'euros)



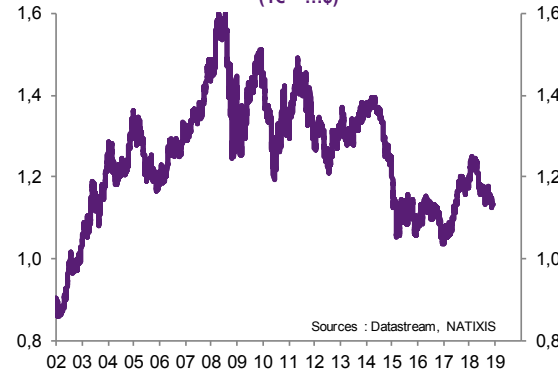
Graphique 9
Zone euro hors Grèce : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



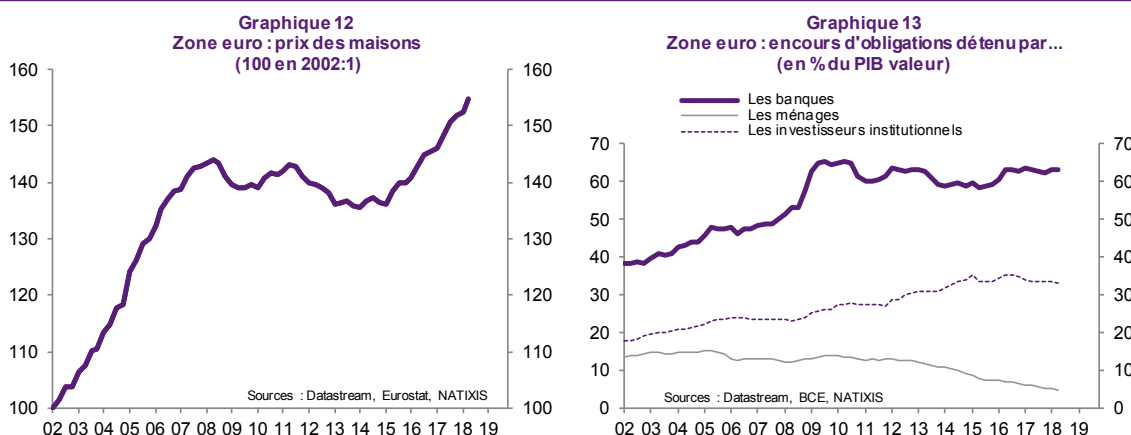
Graphique 10
Zone euro : spread de crédit
(asset swaps, en pb)



Graphique 11
Taux de change euro-dollar
(1€ = ...\$)



Mais l'injection massive de liquidités conduit à l'instabilité financière : primes de risque trop faibles par rapport au risque pris, pression à la hausse sur les prix de l'immobilier (**graphique 12**), accumulation de dette obligataire à taux d'intérêt très bas (**graphique 13**) avec le risque de chute de la valeur de ces obligations si les taux d'intérêt remontent.



Synthèse : faut-il vraiment relancer massivement l'économie dans les crises financières ?

Les crises financières laissent des traces négatives durables sur les économies. Il semble donc légitime de relancer massivement les économies en cas de crise financière : sauvetage des banques, déficits publics, injection de liquidités par la Banque Centrale.

Mais on s'aperçoit des risques liés à ces politiques de relance et de sauvetage : l'incitation à la prise de risque par les banques, le risque de crise des dettes publiques, l'instabilité financière avec l'excès de liquidité.

Faut-il vraiment pousser aussi massivement l'économie en cas de crise financière ?

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'INFLUENT 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>