

Flash Economie

8 janvier 2019 - 26

La dette et la politique monétaire : quels conflits dans le futur ?

Le niveau élevé des dettes publiques, des dettes privées, de la détention d'obligations par les banques, force les Banques Centrales des pays de l'OCDE à maintenir des taux d'intérêt très bas pour éviter une crise de solvabilité des emprunteurs et une crise bancaire.

Quels types de conflits autour de la politique monétaire cette politique nécessaire de taux d'intérêt faibles peut-elle faire apparaître ?

- aujourd'hui, la hausse des coûts salariaux et l'inflation sous-jacente sont faibles ; mais on peut imaginer un retour de l'inflation qui viendrait de politiques économiques différentes visant à soutenir le pouvoir d'achat des salariés, et liées à un changement des majorités politiques dans les pays de l'OCDE ; le retour de l'inflation forcerait les Banques Centrales à choisir entre éviter une crise de la dette (même s'il y a de l'inflation, la hausse des taux d'intérêt nominaux dégraderait à court terme les finances publiques - il y aurait hausse des déficits publics même si la dynamique du taux d'endettement public est inchangée - et ferait apparaître des pertes en capital pour les détenteurs d'obligations) et lutter contre l'inflation ;
- le maintien de taux d'intérêt très faibles peut faire apparaître l'instabilité financière : hausse nouvelle de la dette, bulles sur les prix des actifs. Les Banques Centrales seront forcées si elles veulent éviter une crise de la dette, de renoncer à lutter contre l'instabilité financière, et d'espérer que les politiques macroprudentielles le feront.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

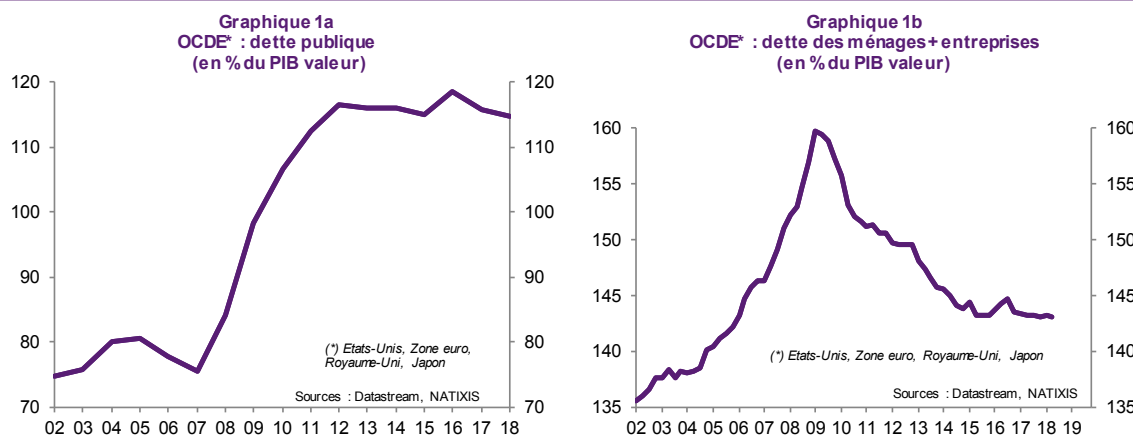
patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

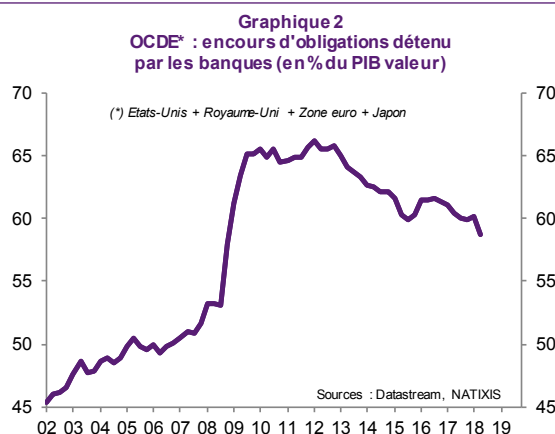
www.research.natixis.com

Le maintien de taux d'intérêt bas dans les pays de l'OCDE est nécessaire pour éviter une crise financière

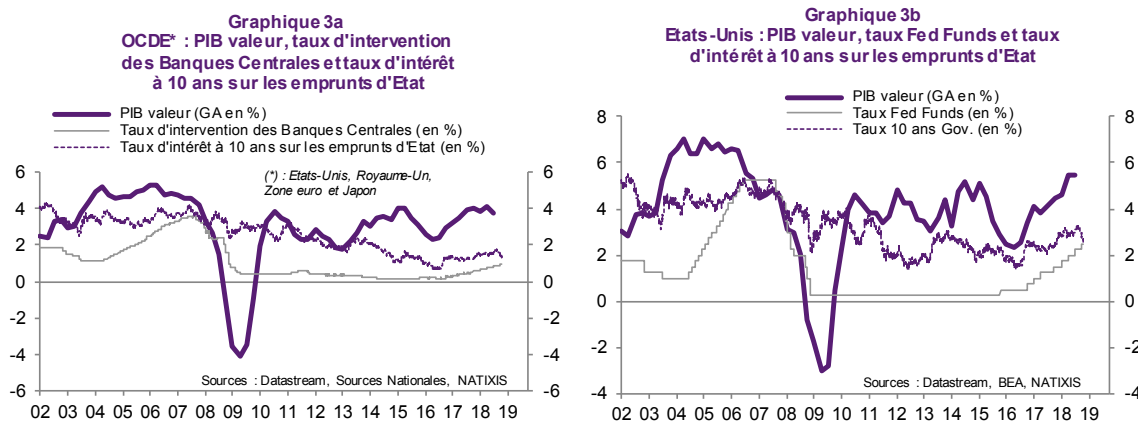
Le taux d'endettement public des pays de l'OCDE (nous construisons l'OCDE comme Etats-Unis + Royaume-Uni + zone euro + Japon) est très élevé (graphique 1a) et le taux d'endettement privé a baissé depuis la crise (graphique 1b).



De plus, les banques des pays de l'OCDE **détiennent maintenant des portefeuilles obligataires de très grande taille (graphique 2).**

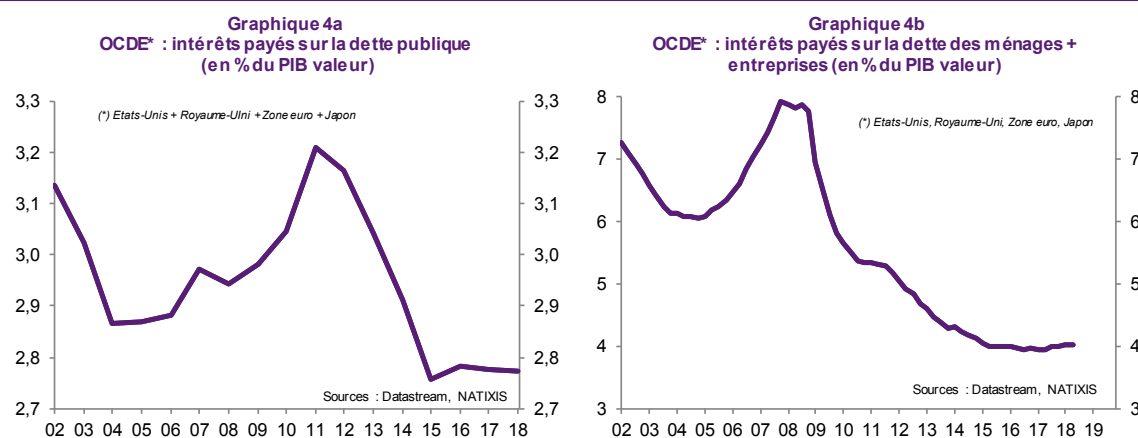


Cette situation pousse les Banques Centrales des pays de l'OCDE à maintenir des taux d'intérêt très bas (graphique 3a), ce qui est le cas même aux Etats-Unis où la Réserve Fédérale, si elle a en partie normalisé ses taux d'intérêt, les maintient bien en dessous du taux de croissance (graphique 3b).



La remontée des taux d'intérêt :

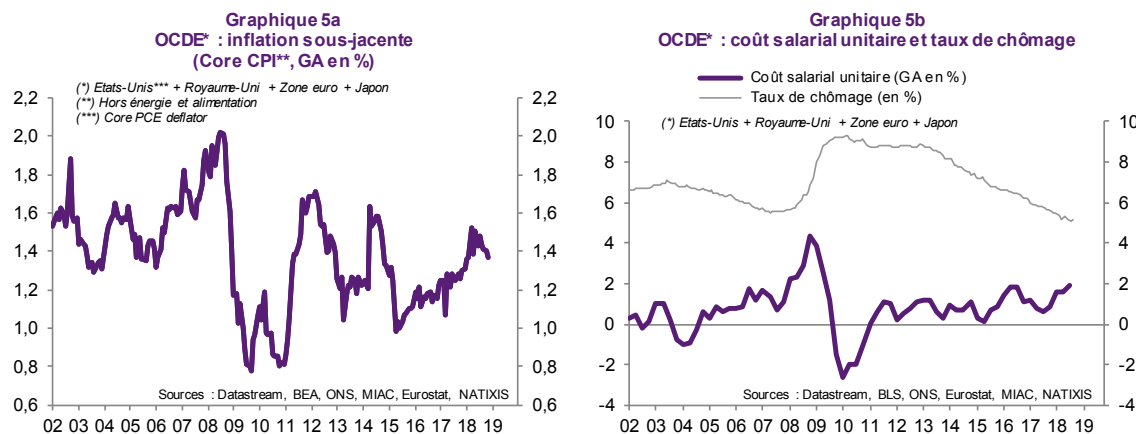
- **créerait un problème de solvabilité pour les emprunteurs** (publics et privés), en faisant remonter les paiements d'intérêts sur les dettes (**graphiques 4a/b**).
- **ferait apparaître des pertes en capital pour les banques.**



Nous nous intéressons aux **conflits que ce choix de politique monétaire**, qui est nécessaire pour éviter une crise de la dette **des pays de l'OCDE, pourrait faire apparaître.**

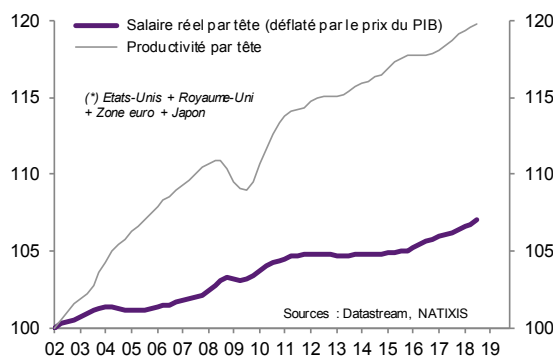
Premier problème : que se passerait-il en cas de retour de l'inflation ?

La **faiblesse de l'inflation sous-jacente** dans les pays de l'OCDE (**graphique 5a**) vient aujourd'hui, de **l'absence d'accélération du coût salarial unitaire malgré la baisse du taux de chômage** (**graphique 5b**), conséquence de la perte de pouvoir de négociation des salariés.



Cette faiblesse des hausses des coûts salariaux est ainsi associée à **la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 6).**

Graphique 6
OCDE* : salaire réel et productivité par tête (100 en 2002:1)



On peut alors imaginer que, dans le futur, apparaîtront des majorités politiques nouvelles qui mèneront des politiques plus favorables aux salariés, ce qui amènera un partage des revenus différent, une hausse plus rapide des coûts salariaux unitaires, et le retour de l'inflation.

On a :

$$\begin{aligned} & \text{Taux d'endettement public}_{t+1} (\text{en \% du PIB}) - \text{Taux d'endettement public}_t (\text{en \% du PIB}) = \\ & \text{Taux d'endettement public}_t (\text{en \% du PIB}) \times [\text{Taux d'intérêt nominal} - \text{Inflation} \\ & \quad - \text{Croissance en volume}] + \text{Déficit public primaire}_t (\text{en \% du PIB}) \end{aligned}$$

S'il y a hausse de l'inflation et hausse parallèle des taux d'intérêt nominaux, la dynamique de taux d'endettement public n'est pas modifiée, mais :

- pour lutter contre l'inflation, il faut que le taux d'intérêt nominal augmente plus que l'inflation ;
- si le taux d'intérêt nominal augmente comme l'inflation, le déficit public ($= \text{déficit public primaire} + \text{taux d'endettement public} \times \text{taux d'intérêt nominal}$) augmente, ce qui peut créer un problème de financement ;
- les banques font des pertes en capital sur leur détention d'obligations.

Ceci montre **qu'en cas de hausse de l'inflation, les Banques Centrales devront choisir entre lutter contre l'inflation et éviter une crise des dettes et des détenteurs d'obligations.**

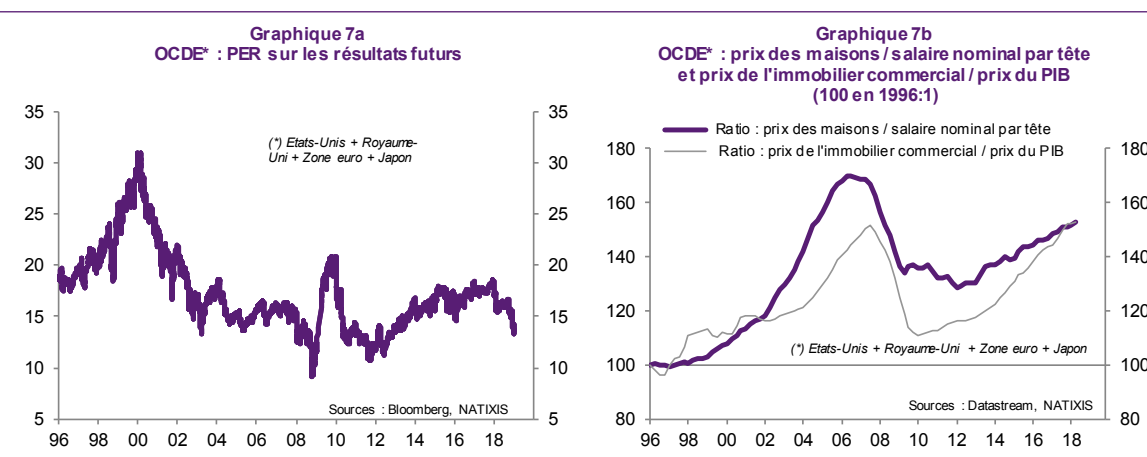
Second problème : que se passerait-il en cas d'instabilité financière ?

Le maintien de taux d'intérêt anormalement bas par rapport à la croissance peut faire apparaître l'instabilité financière, sous la forme d'une hausse anormale des taux d'endettement ou de bulles sur les prix des actifs.

Les graphiques 1a/b plus haut montrent qu'aujourd'hui **les taux d'endettement n'augmentent plus.**

Le **graphique 7a** montre qu'il n'y a pas aujourd'hui de bulle sur les cours boursiers.

Le **graphique 7b** montre que, en ce qui concerne **les prix de l'immobilier, il y a probablement une bulle sur l'immobilier commercial, mais pas sur l'immobilier résidentiel.**



Si, dans le futur, de l'instabilité financière (hausse forte des taux d'endettement, bulle sur les prix des actifs) **apparaissait, les Banques Centrales devraient choisir entre lutter contre l'instabilité financière et éviter une crise de la dette ;** ou bien les Banques Centrales devraient se reposer sur l'utilisation des politiques macroprudentielles pour lutter contre l'instabilité financière.

Synthèse : une configuration dangereuse

Pour éviter une crise de la dette (publique ou privée) et des détenteurs d'obligations, les Banques Centrales des pays de l'OCDE doivent maintenir des taux d'intérêt très bas.

Le danger associé à cette politique est :

- qu'en cas de retour de l'inflation (par exemple parce qu'il y aurait passage à des politiques salariales très différentes), les Banques Centrales devraient choisir entre éviter une crise de la dette et des banques et lutter contre l'inflation ;
- qu'en cas d'instabilité financière (hausse de l'endettement, bulles sur les prix des actifs), les Banques Centrales devraient choisir entre éviter une crise de la dette et lutter contre l'instabilité 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-SIGNÉ(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>