

Flash Economie

7 octobre 2016 - 1031

Quelle forme prendra la spoliation des prêteurs ?

Les niveaux d'endettement (public et privé) dans les pays de l'OCDE sont si élevés que la spoliation des prêteurs qui permet de réduire les taux d'endettement est inévitable.

Elle peut prendre plusieurs formes :

- une spoliation lente, avec des taux d'intérêt anormalement bas obtenus par les politiques monétaires très expansionnistes ; mais pour que cette stratégie soit efficace, il faut disposer d'une longue période de stabilité économique (croissance suffisante, absence d'inflation),
- si la stabilité économique disparaît, nécessairement on passe à une spoliation brutale des prêteurs : par l'inflation, si elle revient de manière non-anticipée (crise pétrolière ?) ; par le défaut des emprunteurs en cas de récession.

Il faut reconnaître que la probabilité qu'une longue période de stabilité économique soit disponible est assez faible.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

www.research.natixis.com

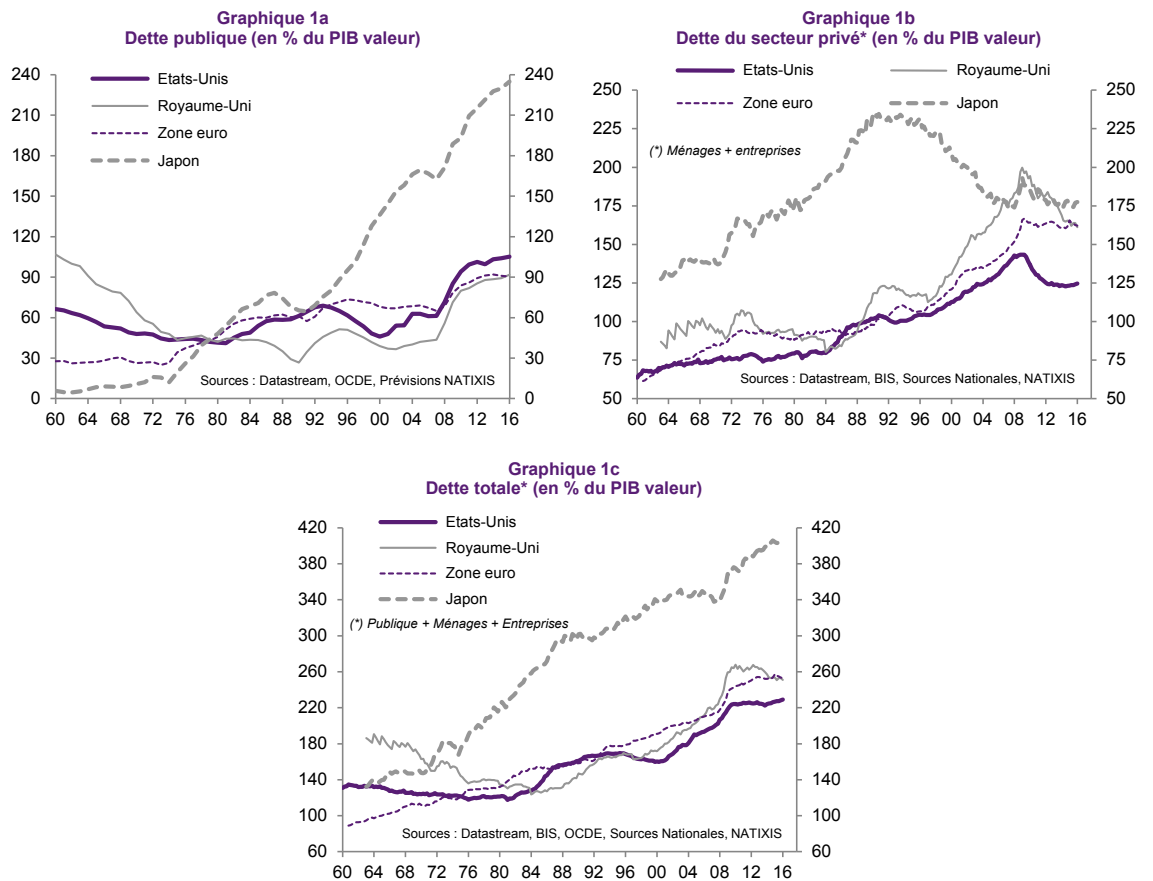
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Les taux d'endettement devront être corrigés

Les pays de l'OCDE ont aujourd'hui des **taux d'endettement publics et privés extrêmement élevés** (graphiques 1a/b/c). Il ne fait donc aucun doute **qu'il faudra dans le futur réduire les taux d'endettement**. Mais la question est celle de la **méthode utilisée pour réduire les taux d'endettement**.

Réduire les taux d'endettement peut se faire de deux manières :

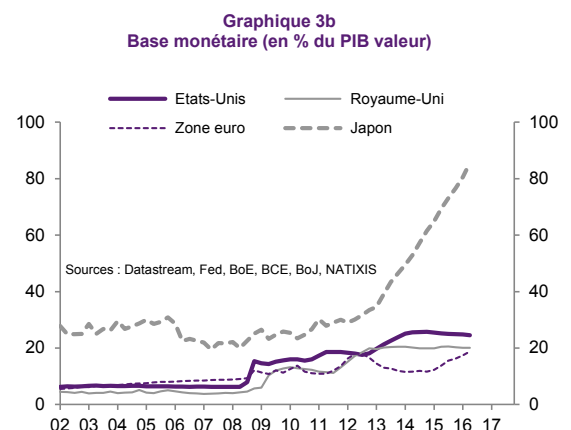
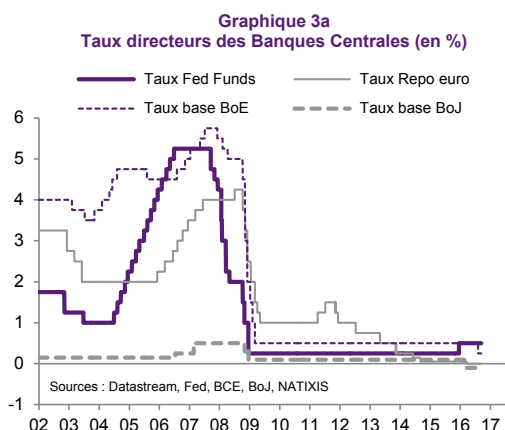
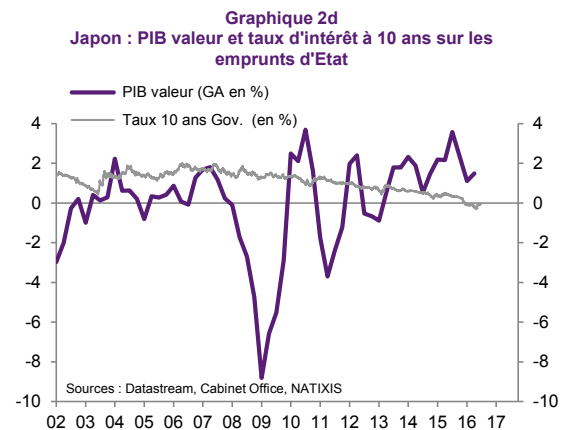
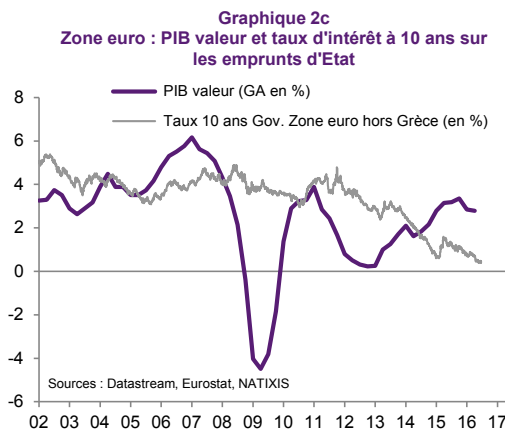
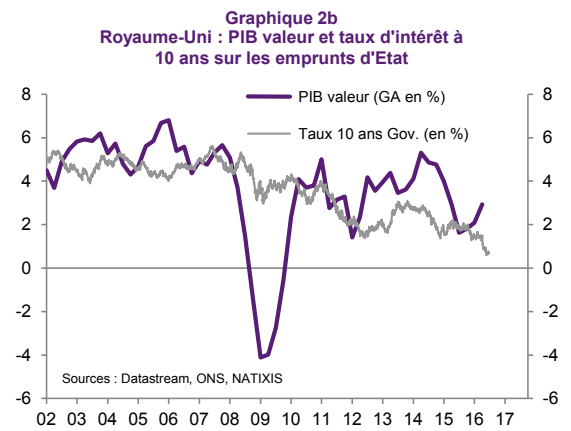
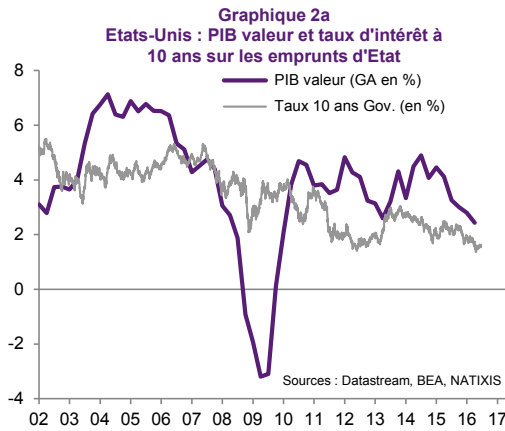
- **par un effort durable d'épargne** (excédents budgétaires, réduction de la consommation et de l'investissement) ; mais cet effort est souvent rejeté,
- **par la spoliation des prêteurs**. Nous nous intéressons à cette seconde technologie de réduction de la dette, qui, on va le voir, est déjà employée.



Première technologie de réduction de la dette : la spoliation lente des prêteurs

La spoliation lente des prêteurs consiste en des **taux d'intérêt anormalement bas**, obtenus par des politiques monétaires très expansionnistes. Cette spoliation lente est en place aujourd'hui :

- les taux d'intérêt à long terme sont partout nettement inférieurs à la croissance (graphiques 2a/b/c/d) ;
- et ceci vient des politiques monétaires très expansionnistes (graphiques 3a/b).



Il s'agit bien d'une **taxation continue et faible des prêteurs au profit des emprunteurs. Mais cette stratégie de spoliation lente des prêteurs ne peut être maintenue que si la situation économique le permet.** Pour que les taux d'intérêt soient fortement inférieurs à la croissance, il faut :

- que les **Banques Centrales n'aient pas à remonter les taux d'intérêt**, donc essentiellement qu'il n'y ait pas de choc inflationniste non-anticipé ;
- que la **croissance reste suffisante et stable** pour que les taux de croissance restent supérieurs aux taux d'intérêt.

La stratégie de spoliation lente des prêteurs s’interrompt donc nécessairement :

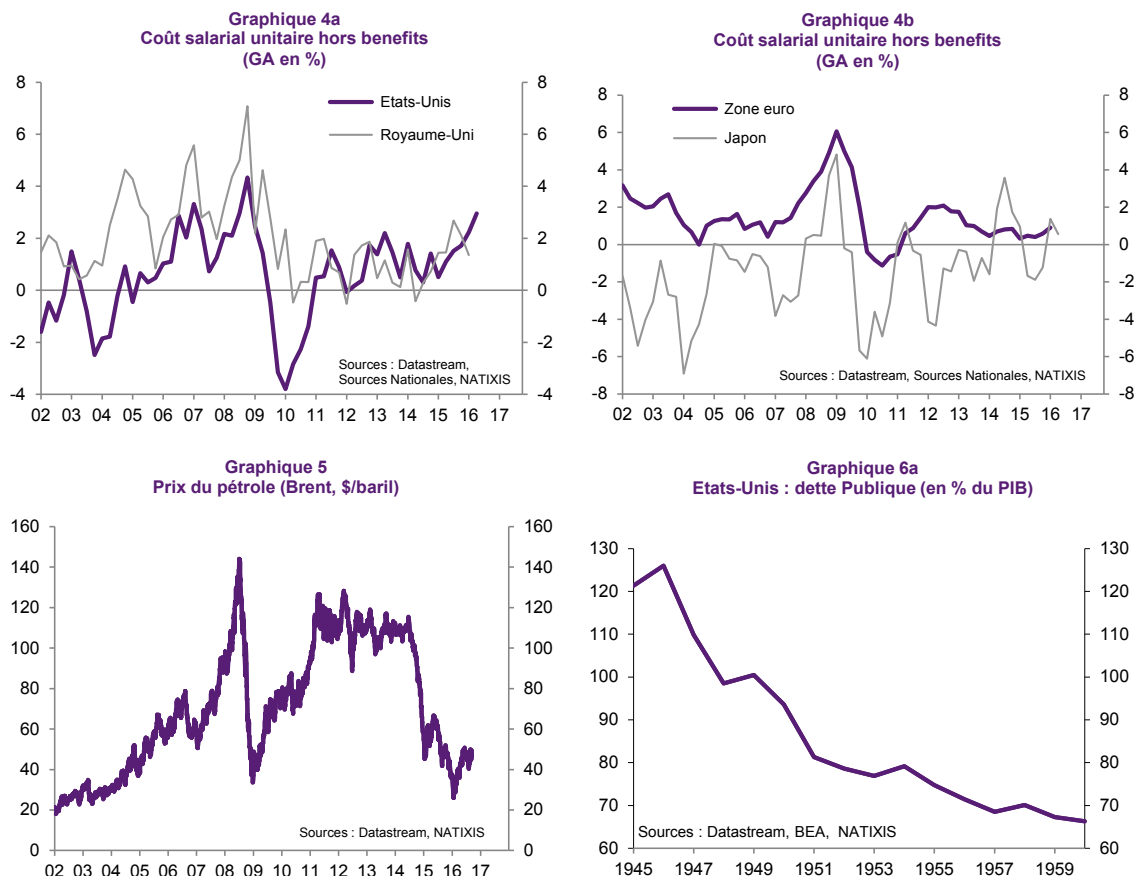
- si l’inflation revient ;
- si une récession survient.

Le passage à une spoliation brutale des prêteurs

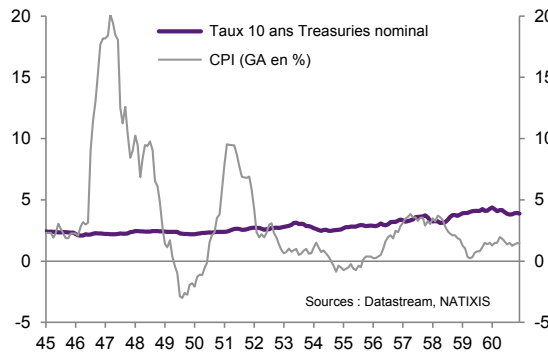
Ce qui précède montre que la stratégie de spoliation lente des prêteurs doit être abandonnée au profit d’une spoliation brutale des prêteurs :

(1) en cas de choc inflationniste non-anticipé

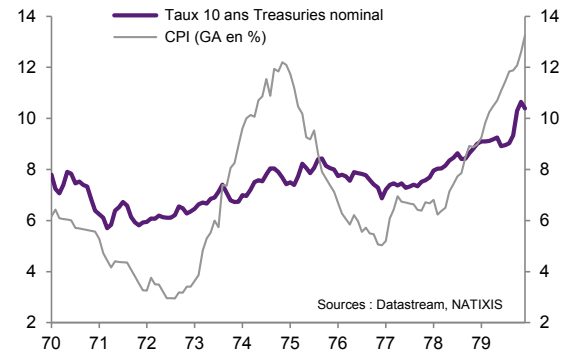
On voit difficilement aujourd’hui les marchés du travail ramener l’inflation, avec la perte de pouvoir de négociation des salaires et la faiblesse des hausses des coûts salariaux (**graphiques 4a/b**). Mais il peut y avoir d’autres chocs inflationnistes : une remontée plus forte que prévu du prix du pétrole, par exemple (**graphique 5**). En cas de choc inflationniste non-anticipé, la spoliation des prêteurs ne pourrait donc se faire que par l’inflation, c’est-à-dire par le passage à des taux d’intérêt réels très négatifs dus à une forte hausse de l’inflation. La spoliation des prêteurs par l’inflation et les taux d’intérêt réels négatifs est une vieille tradition : elle a eu lieu après la seconde guerre mondiale (les **graphiques 6a/b** montrent l’exemple des Etats-Unis), après le premier choc pétrolier en 1974 (le **graphique 7** montre à nouveau l’exemple des Etats-Unis).



Graphique 6b
Etats-Unis : taux d'intérêt 10 ans Treasuries et inflation



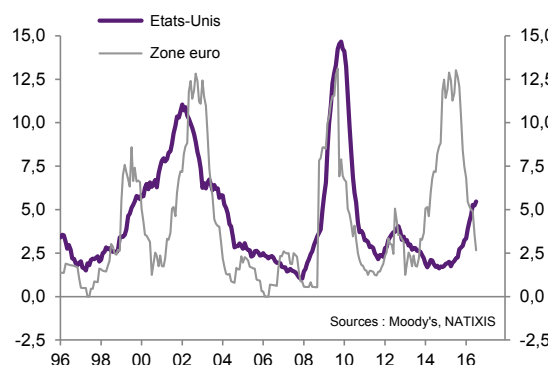
Graphique 7
Etats-Unis : taux d'intérêt 10 ans Treasuries et inflation



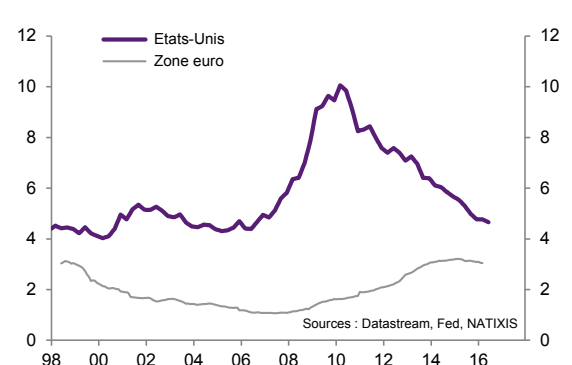
(2) en cas de récession

En cas de récession, la réduction des taux d'endettement se fait par une autre forme de spoliation des prêteurs : le défaut des emprunteurs (graphiques 8a/b). La baisse de l'activité rend insupportables les dettes élevées, et conduit à la hausse des défauts. **Ceci pourrait être vrai dans le futur aussi pour les dettes publiques**, une récession créant une situation d'insolvabilité budgétaire d'autant plus facilement que le taux d'endettement public est déjà initialement élevé.

Graphique 8a
Taux de défaut des entreprises (High Yield, en %)



Graphique 8b
Taux de défaut des ménages (en %)



Synthèse : de la spoliation lente à la spoliation brutale des prêteurs ?

La technologie aujourd'hui retenue pour réduire les taux d'endettement excessifs est la spoliation lente des prêteurs : les Banques Centrales maintiennent des taux d'intérêt à long terme anormalement bas. **Mais cette technologie suppose une croissance régulière et non inflationniste pour une longue période de temps (10 ans, 20 ans ?). Il est très improbable que ceci se produise. La rupture de la croissance régulière et non inflationniste forcera à basculer vers une technologie de spoliation brutale des prêteurs :**

- soit par l'inflation et les taux d'intérêt réels très négatifs ;
- soit par le défaut des emprunteurs.

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 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 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 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>