

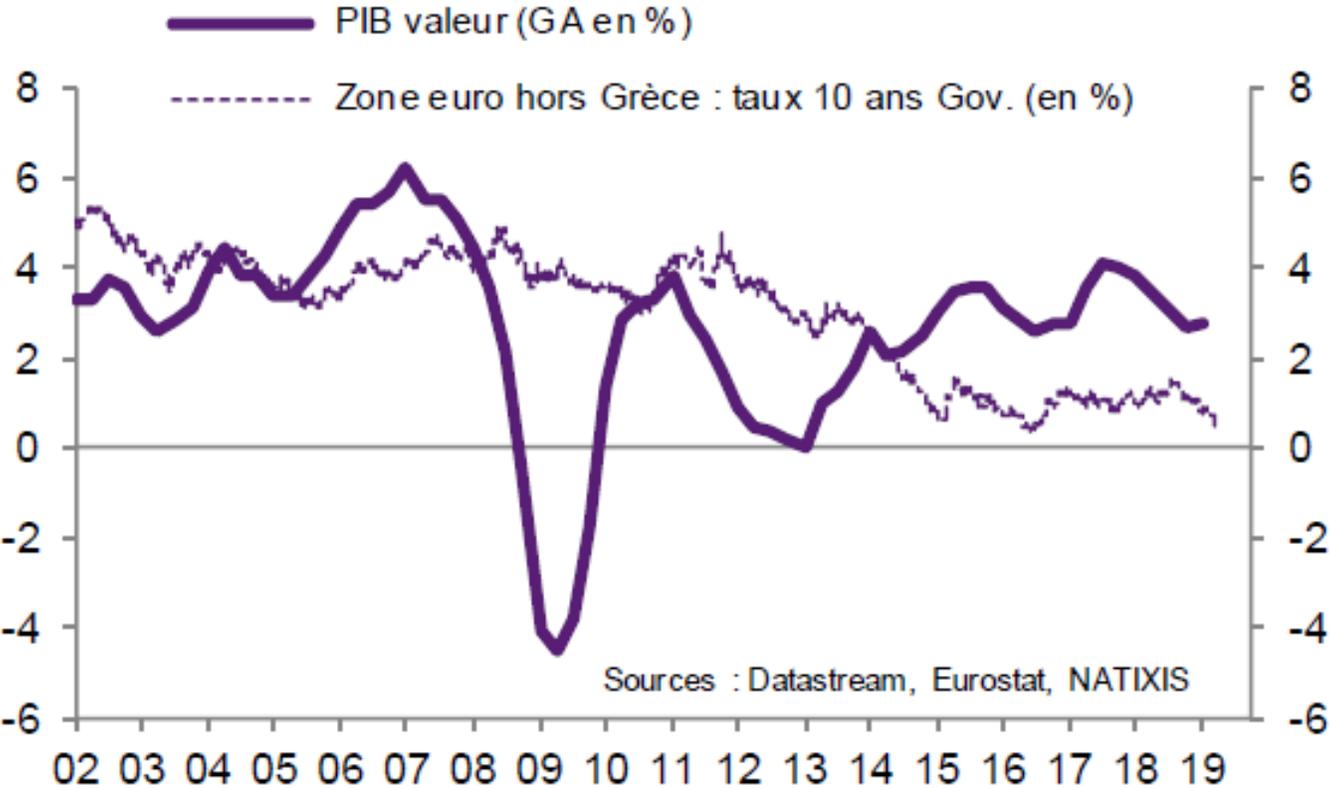
La montée de l'instabilité financière

AJEF - 10 octobre 2019

Une politique monétaire non conventionnelle très utile mise en place pour lutter contre le risque de déflation

- *Quantitative Easing*
- *Taux d'intérêt négatifs*
- *Forward guidance*

Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Mais une politique monétaire non conventionnelle qui dure trop longtemps :

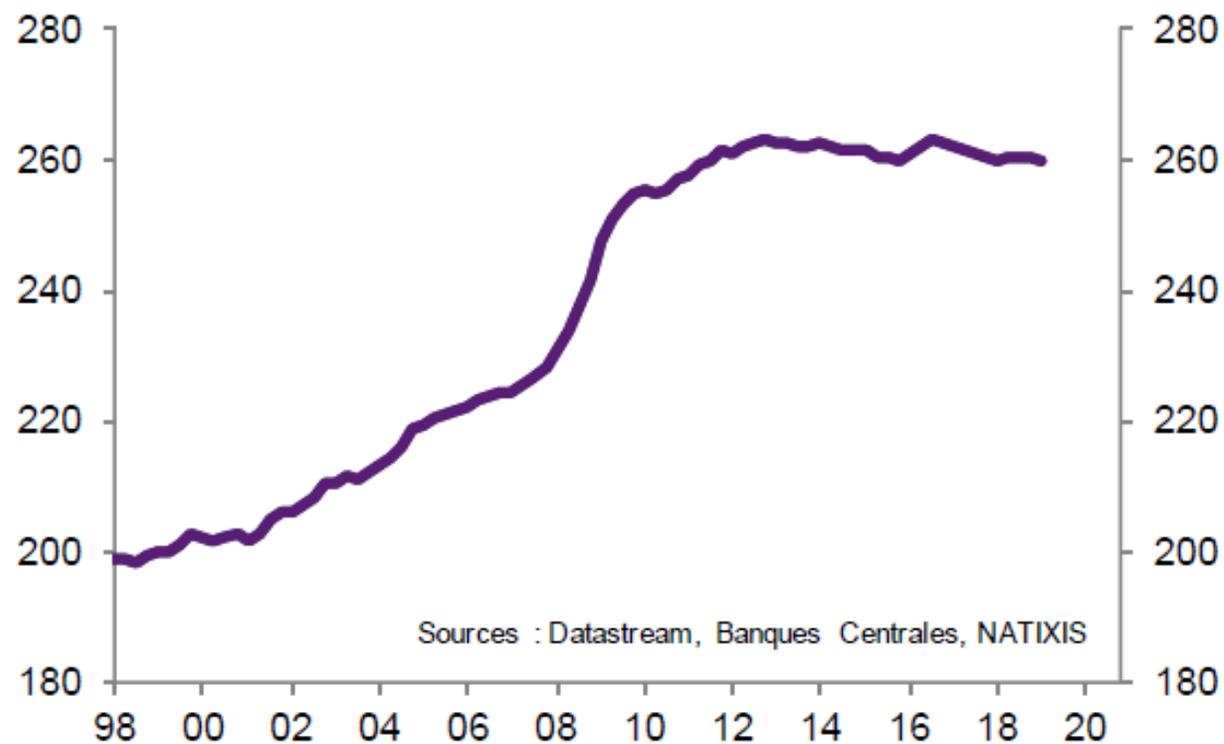
- Retour du risque de surendettement
- Retour d'une prise de risque trop forte par les épargnants/investisseurs

Risque de surendettement pour les emprunteurs

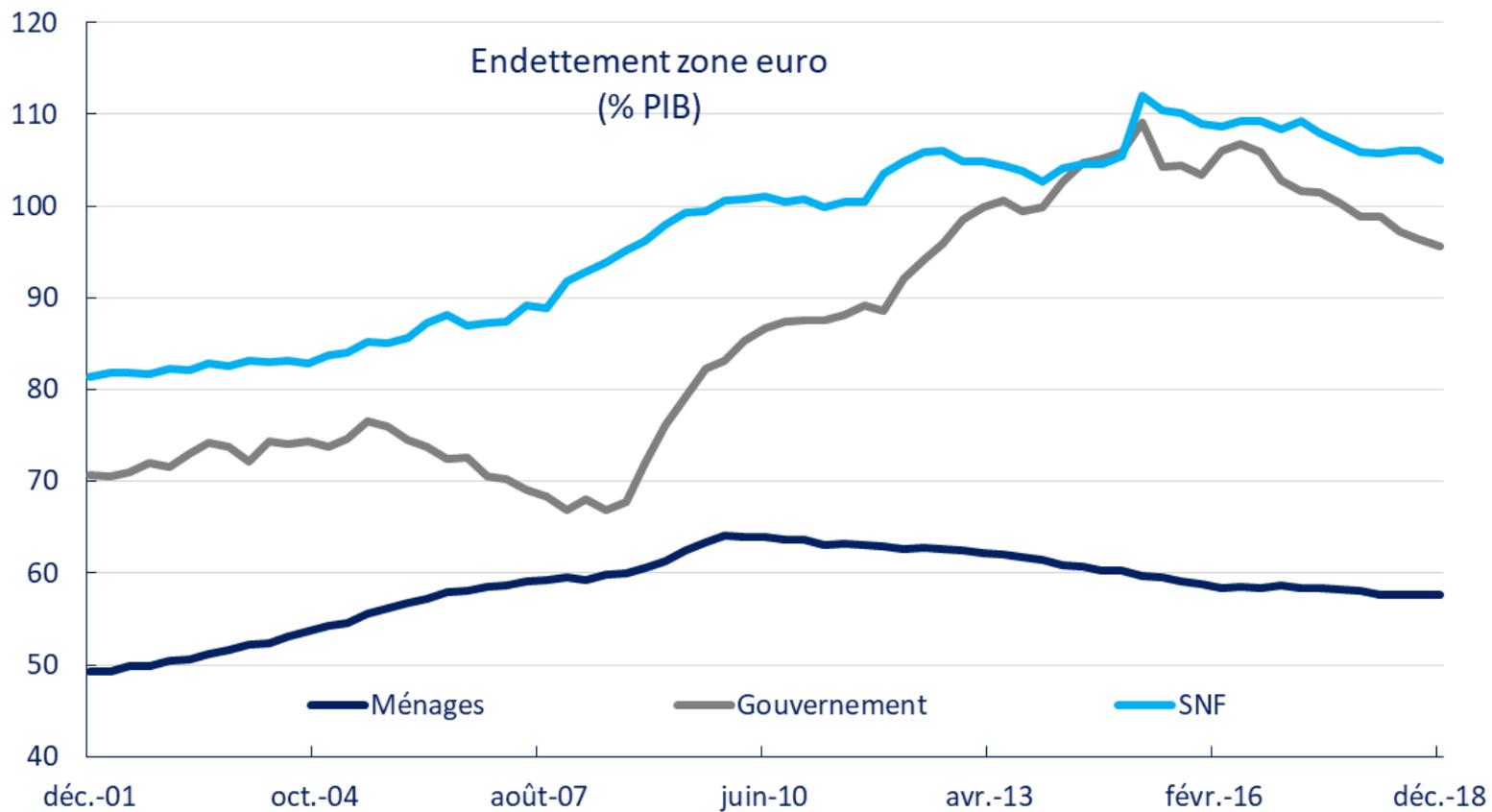
OCDE* : dette totale** (en % du PIB valeur)

(*) Etats-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon

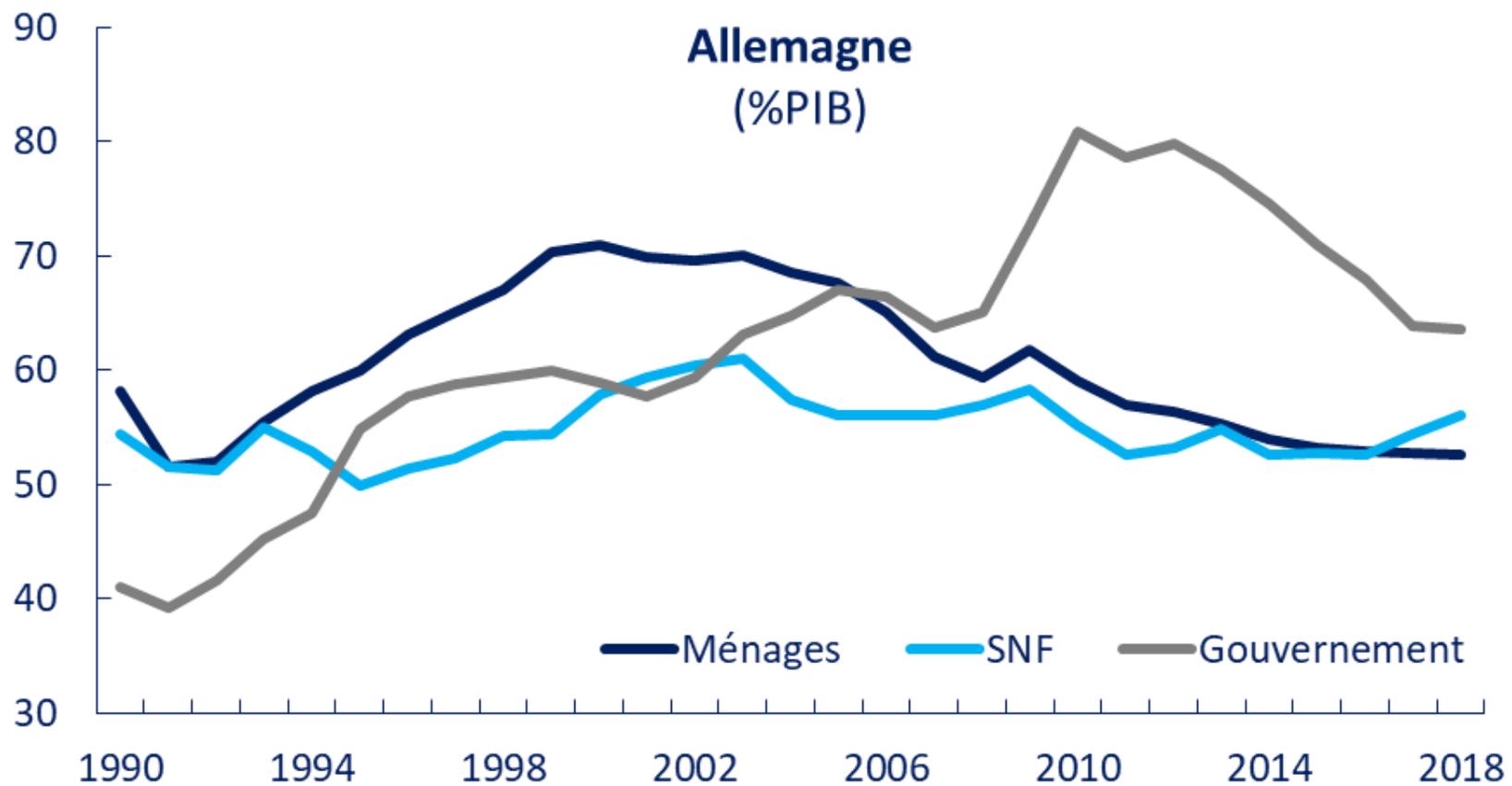
(**) Dette publique + dette des ménages + dette des entreprises



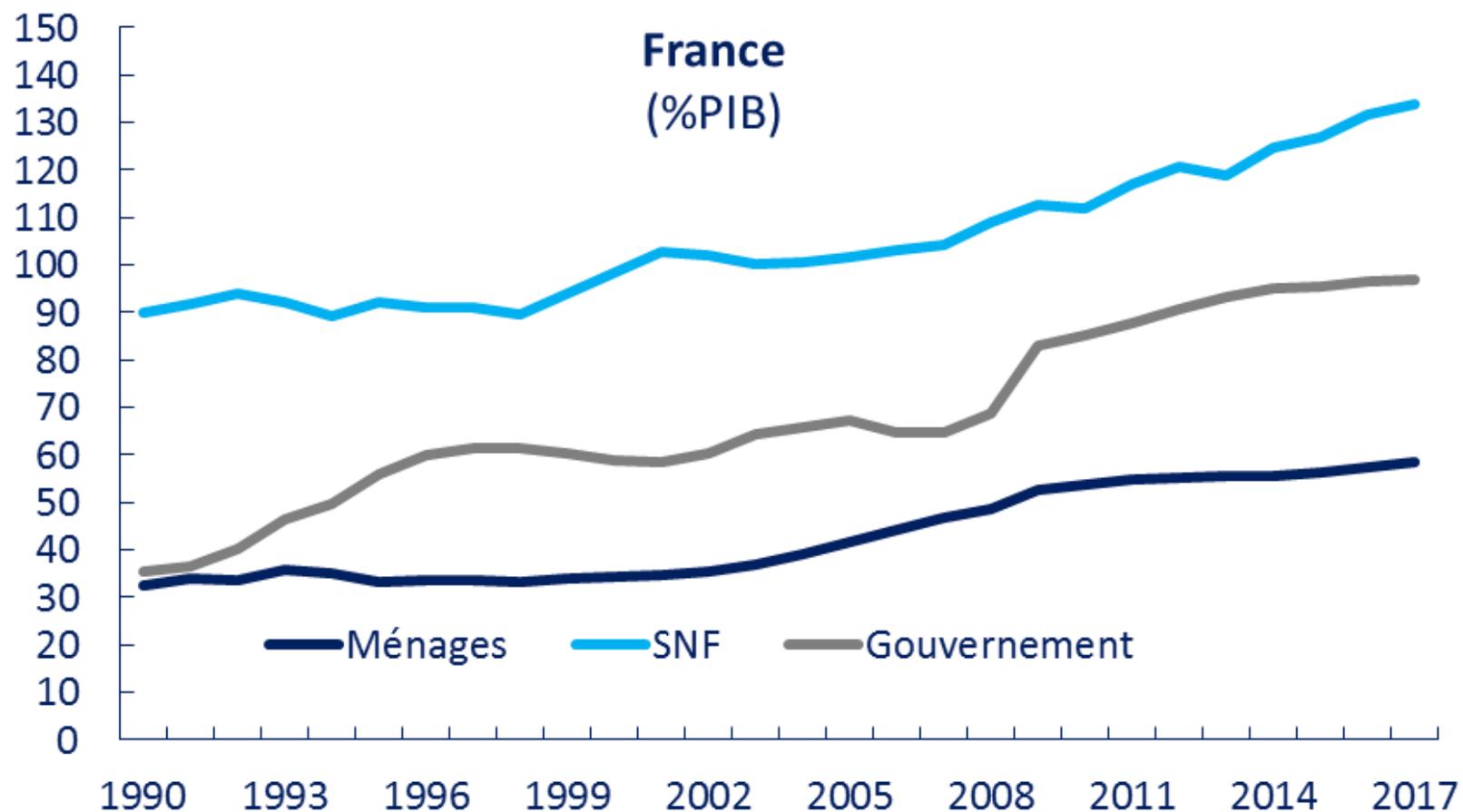
Endettement total en % du PIB (ANF)	1990	2000	2008	2018
G 20		193	204	236
EM		111	107	183
Etats-Unis	183	186	240	250
Japon	285	313	317	375
Zone euro		198	229	258
Allemagne		189	186	176
France		200	237	311
Italie	181	192	224	252
Espagne		179	251	260
Royaume-Uni	157	183	249	279
Chine		129	142	254



Dettes ANF (décembre 2018): 34 230,6 Mds \$
29 896,9 Mds €



**Dette ANF (décembre 2018) : 6 820,8 Mds \$
5 957,3 Mds €**



Dette ANF (décembre 2018) : 8 372,3 Mds \$

7 312,4 Mds €

Proportion des entreprises zombies (OCDE*)

1990	1%
1995	4%
2000	5%
2005	9%
2010	10%
2016	12%

(*) Australie, Belgique, Canada, Danemark, France, Allemagne, Italie, Japon, Pays-Bas, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni, Etats-Unis

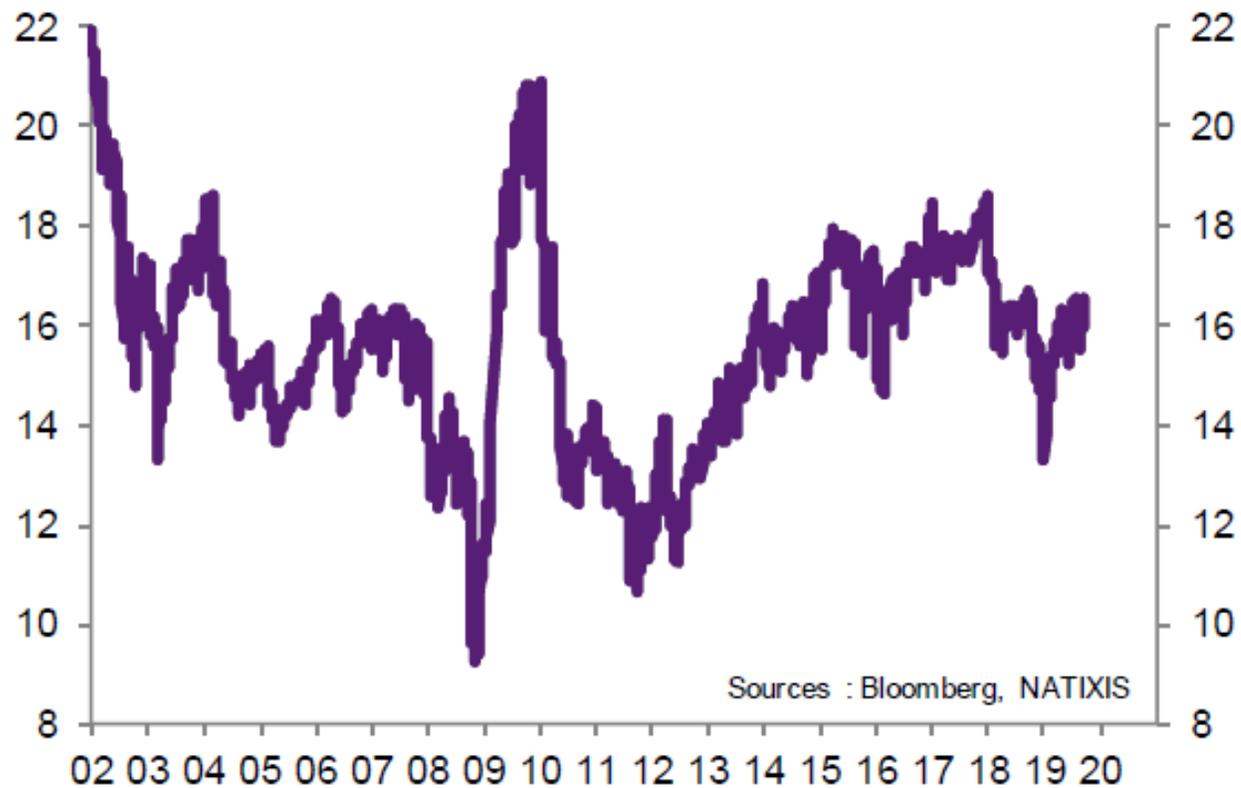
Sources : BRI, NATIXIS

Prise de risque trop forte pour les épargnants/investisseurs

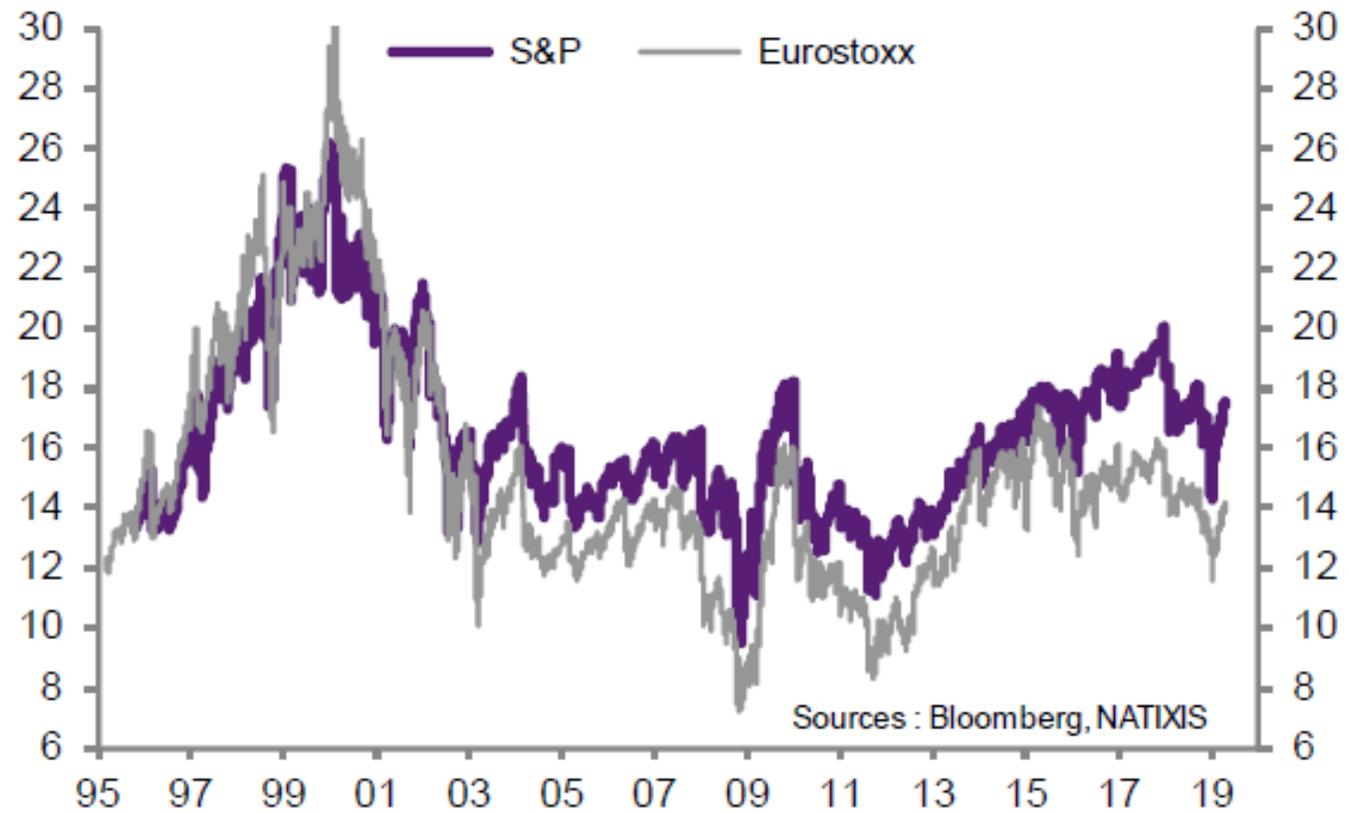
Risque de bulle sur les actions ?

OCDE* : PER sur les résultats futurs

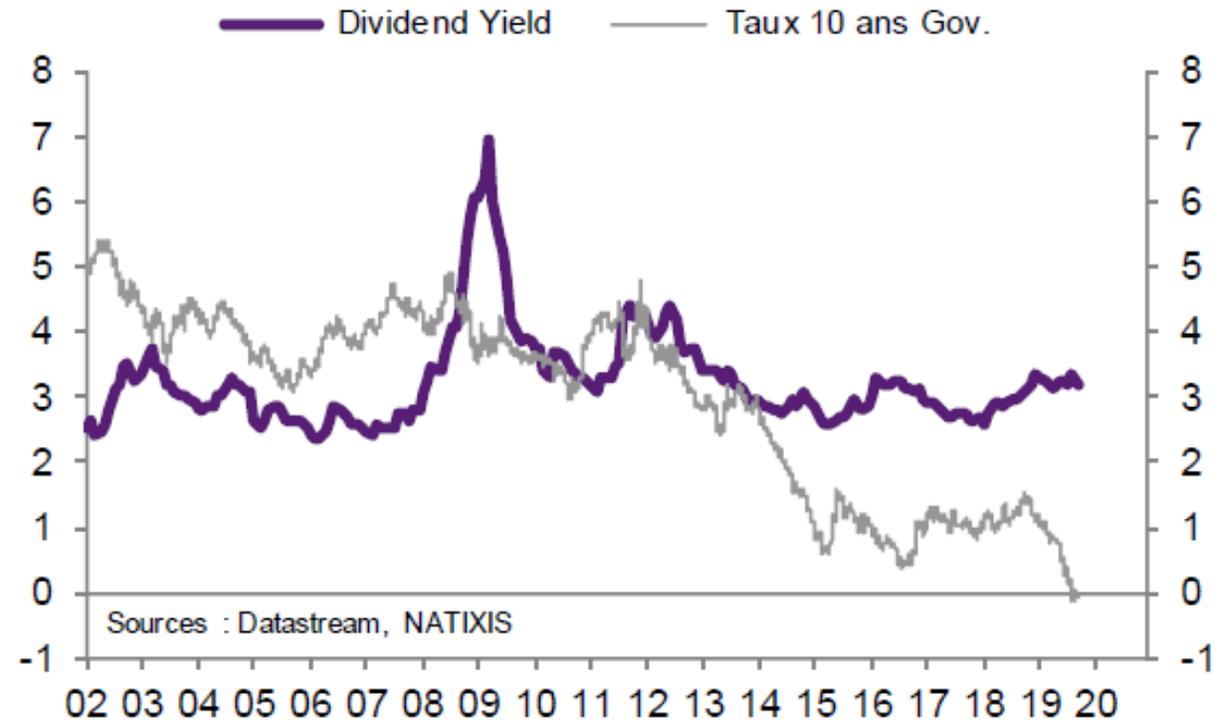
(*) S&P, FTSE, Eurostoxx et Nikkei



PER sur les résultats futurs

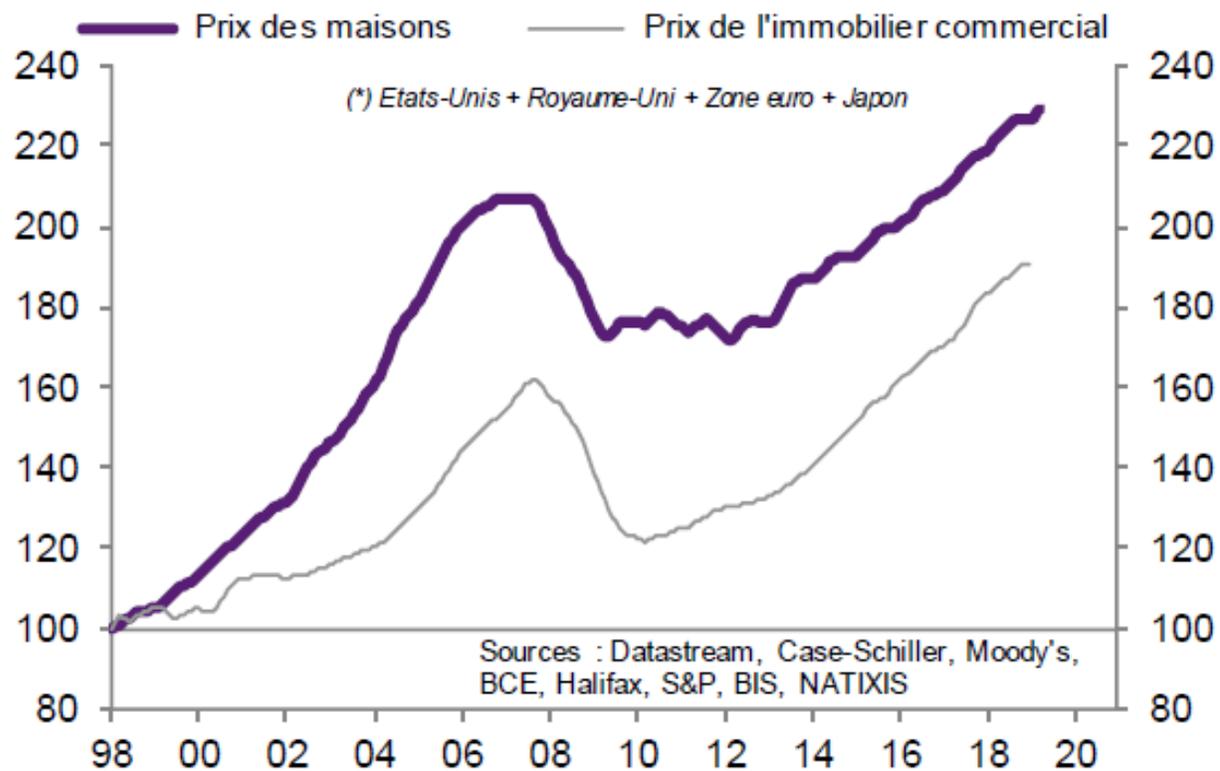


Zone euro : dividend yield et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

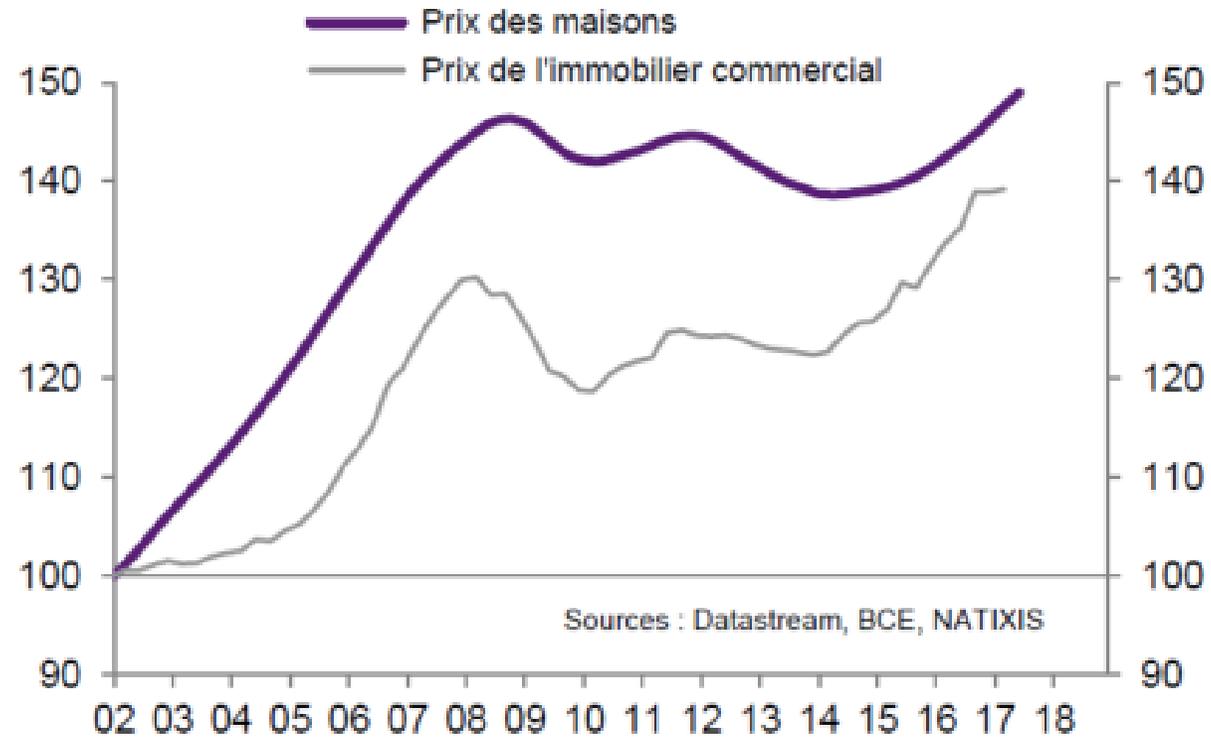


Risque de bulle sur l'immobilier ?

OCDE* : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 1998:1)



Zone euro : prix de l'immobilier résidentiel et commercial (100 en 2002:1)



CYCLES FINANCIERS ET BULLES MAJ OCTOBRE 2018

5

Une montée du risque de crédit / placement

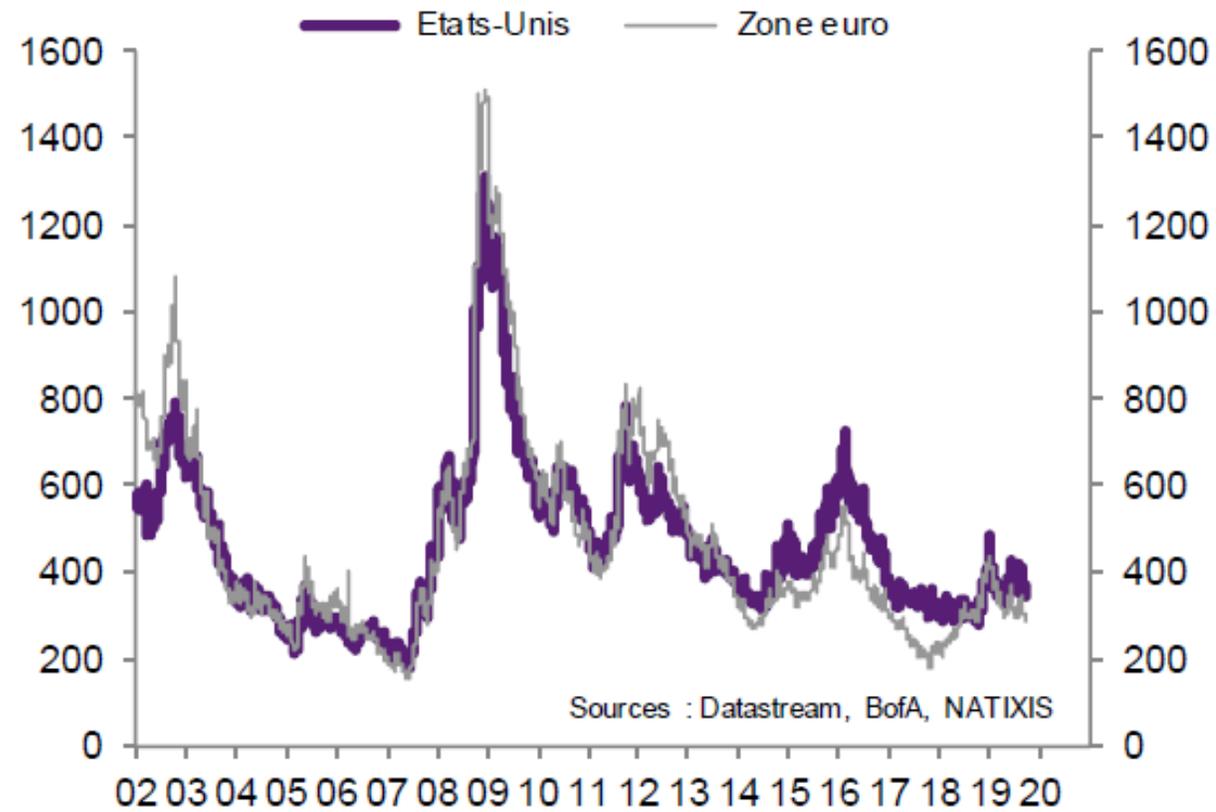
➤ Crédits

- *de plus en plus longs,*
- *avec de plus en plus de « in fine »*
- *avec de moins en moins de garanties,*
- *avec des « covenants » de plus en plus lâches,*

➤ Placements

- *de plus en plus risqués,*
- *de plus en plus longs,*
- *de moins en moins liquides*
- *avec des primes de risque écrasées*

Spread de crédit High Yield (asset swaps, pb)



Rendement des fonds d'infrastructures (en %)

Année	Europe
2012	10,4
2013	7,9
2014	5,0
2015	4,8
2016	4,9
2017	7,0
2018	5,6

Sources : MSCI, Bloomberg, NATIXIS

Multiples d'EBITDA dans les LBOs en Europe

Année	Multiples
2005	7,6
2007	9,0
2013	6,5
2015	8,0
2016	9,2
2017	10,8
2018	11,2

Source : NATIXIS

Le Private Equity

Des multiples d'EBITDA > à ceux du CAC 40 !

- Risques pour les fonds de placements, les fonds de pension et les assureurs/mutuelles
- Banques :
 - *moins de risque sur les banques à court terme (solvabilité, liquidité)*
 - *mais danger à moyen terme, dû aux taux négatifs et à l'écrasement de la pente des taux*
- Et danger pour les assureurs-vie

La montée de l'instabilité financière = Un risque très élevé

Mais quel peut être le déclencheur d'une crise financière ?

- *Une hausse des taux d'intérêt due à un retour de l'inflation ?*

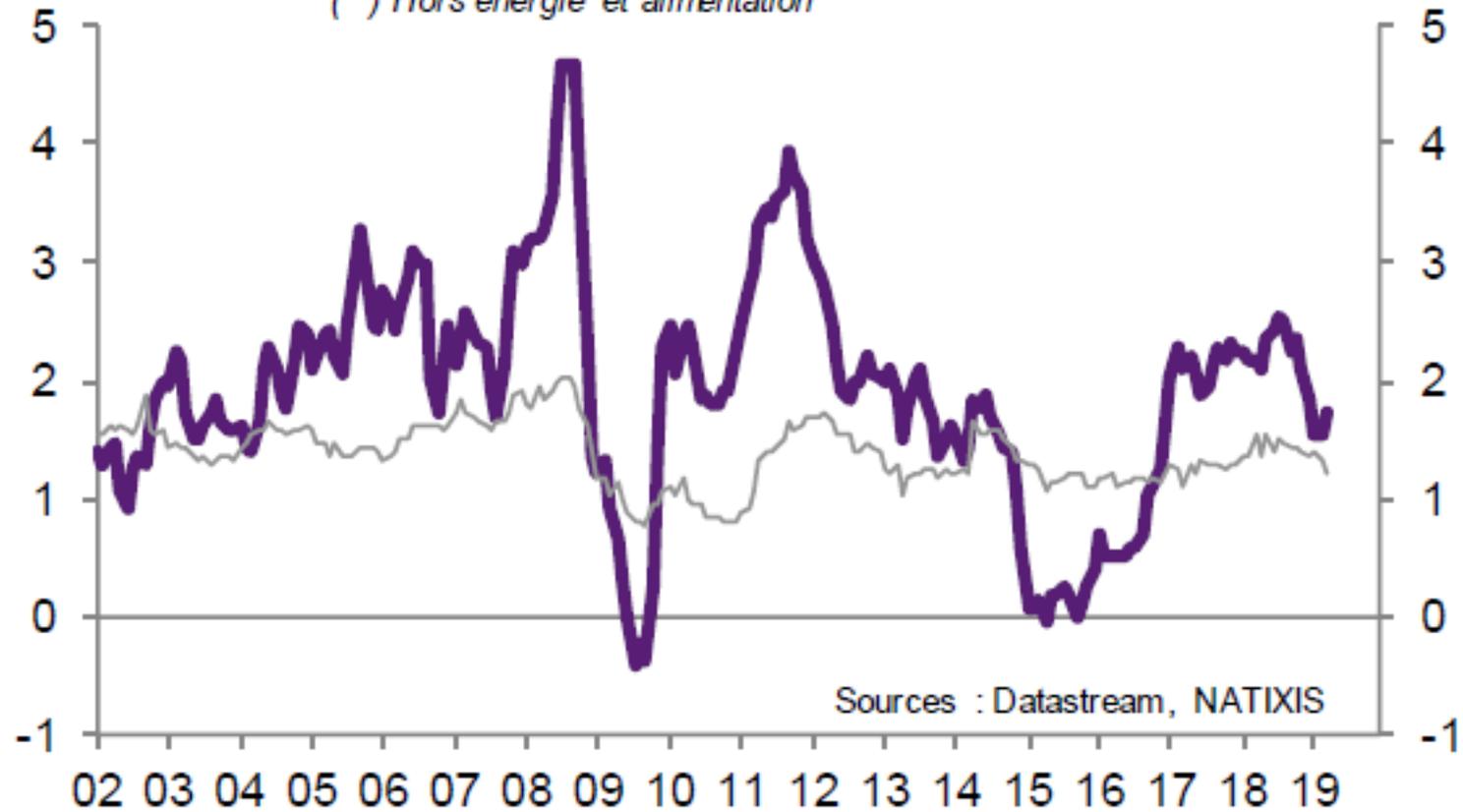
- *Est-ce crédible ?*

OCDE* : inflation et inflation sous-jacente (GA en %)

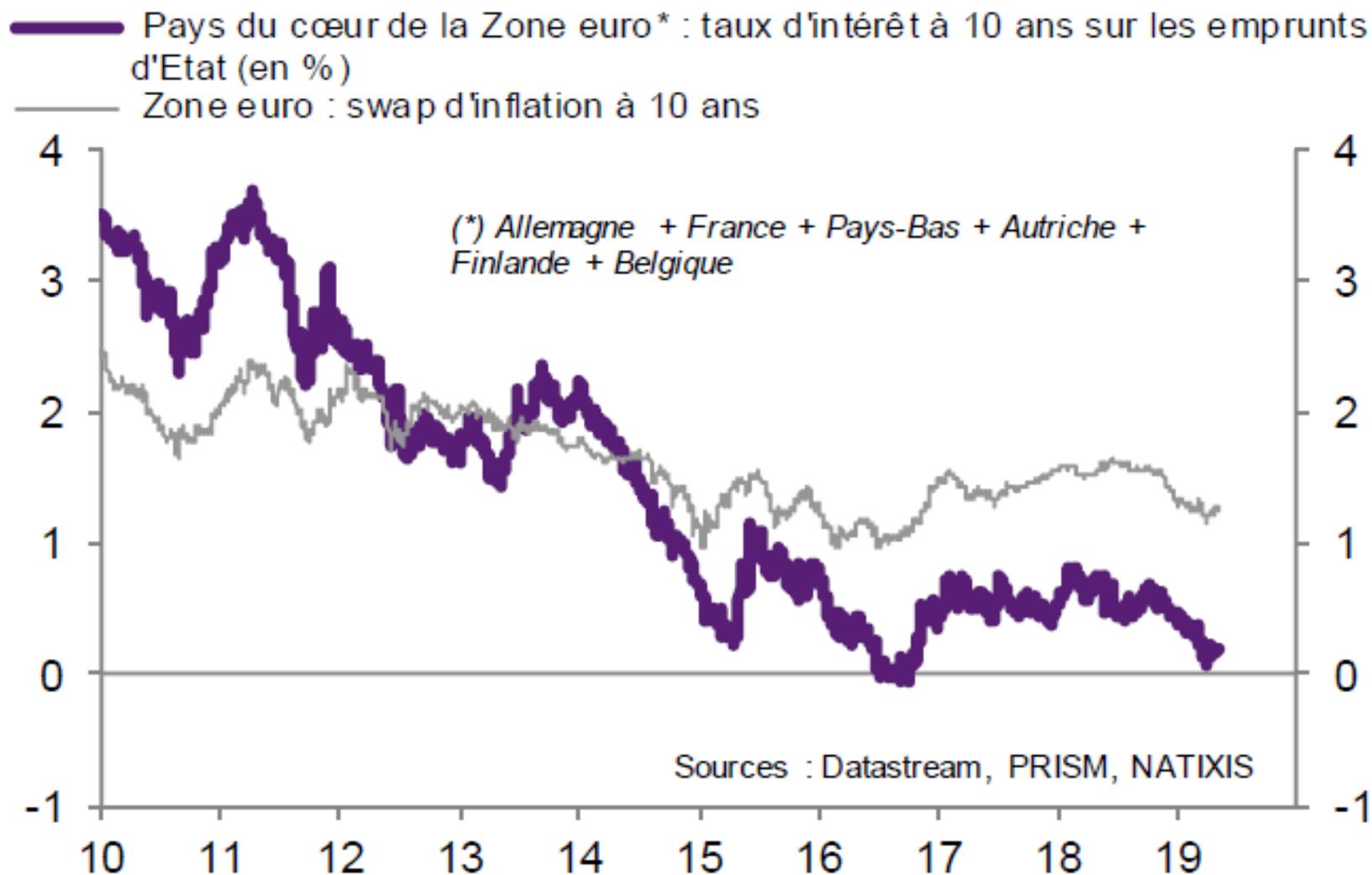
— Inflation — Inflation sous-jacente**

(*) Etats-Unis + Royaume-Uni + Zone euro + Japon

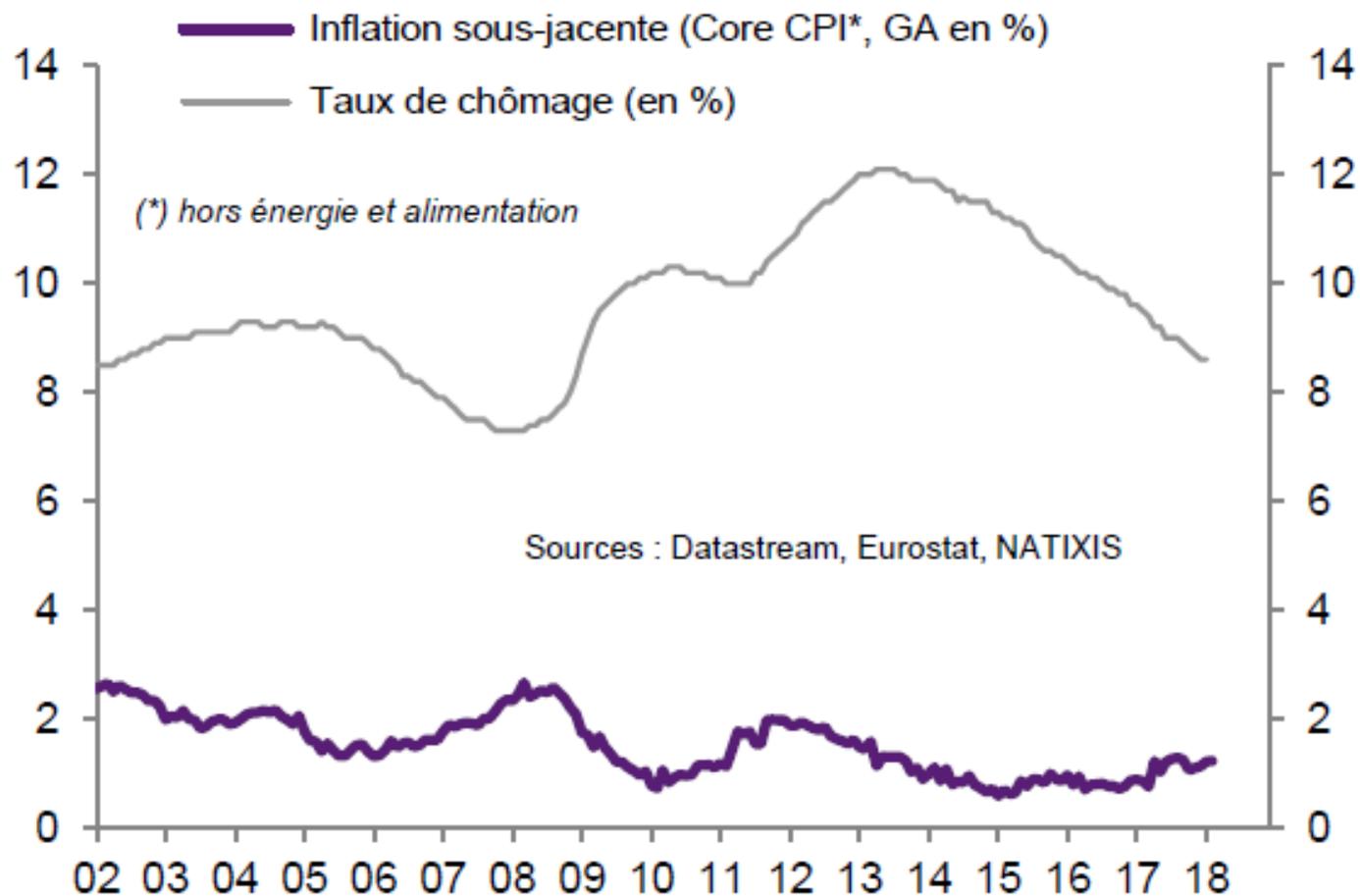
(**) Hors énergie et alimentation



Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et swap d'inflation à 10 ans



Zone euro : inflation et taux de chômage



Cependant, même sans retour de l'inflation et sans remontée des taux d'intérêt, risque si retournement brutal de la conjoncture => un manque de cash-flow face à la dette

- *en cas de retournement du cycle d'investissement*
- *en cas de crises géopolitiques avérées*

En tout état de cause, la politique monétaire qui maintient des taux d'intérêt trop bas, trop longtemps :

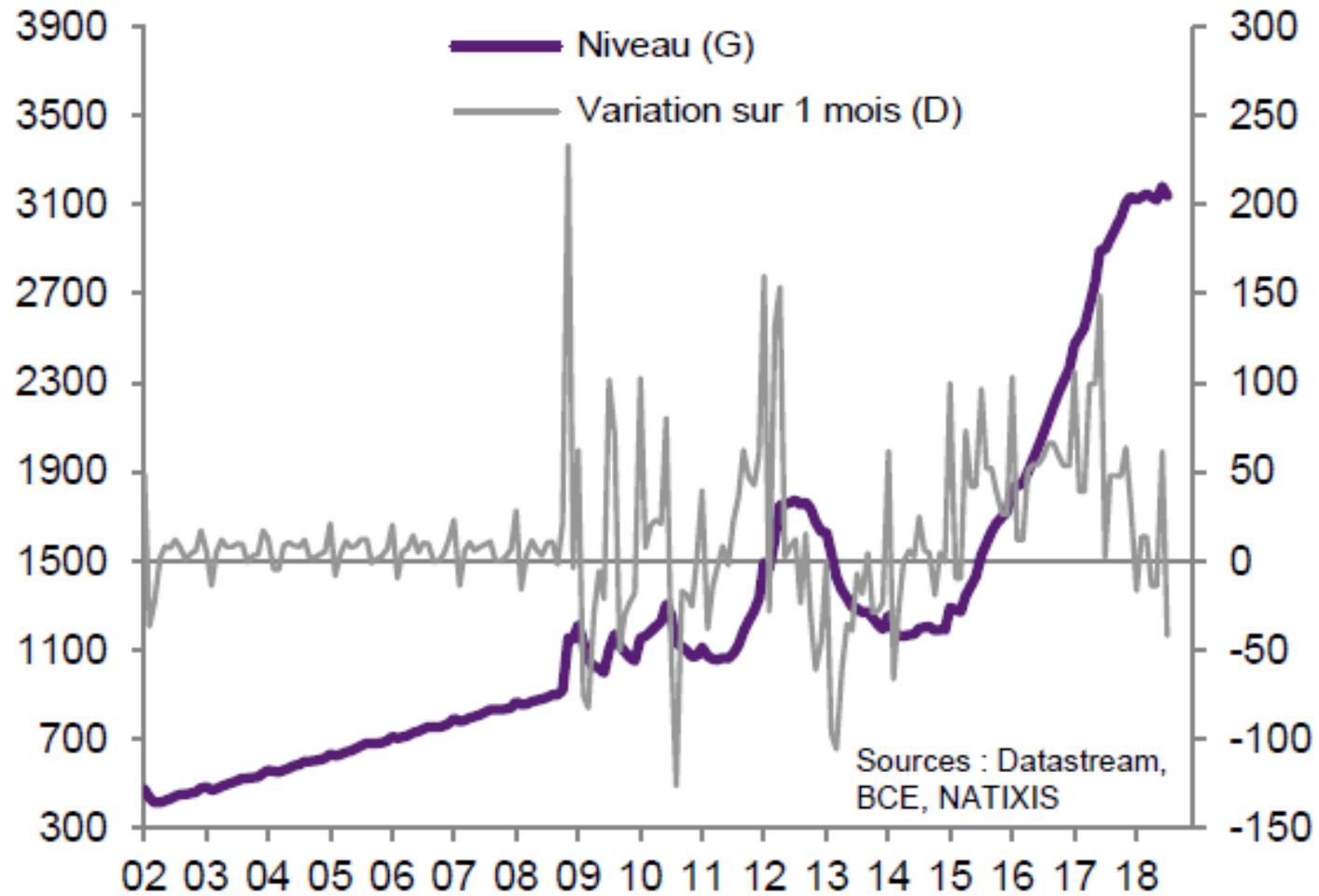
- Repousse la date de la prochaine crise financière

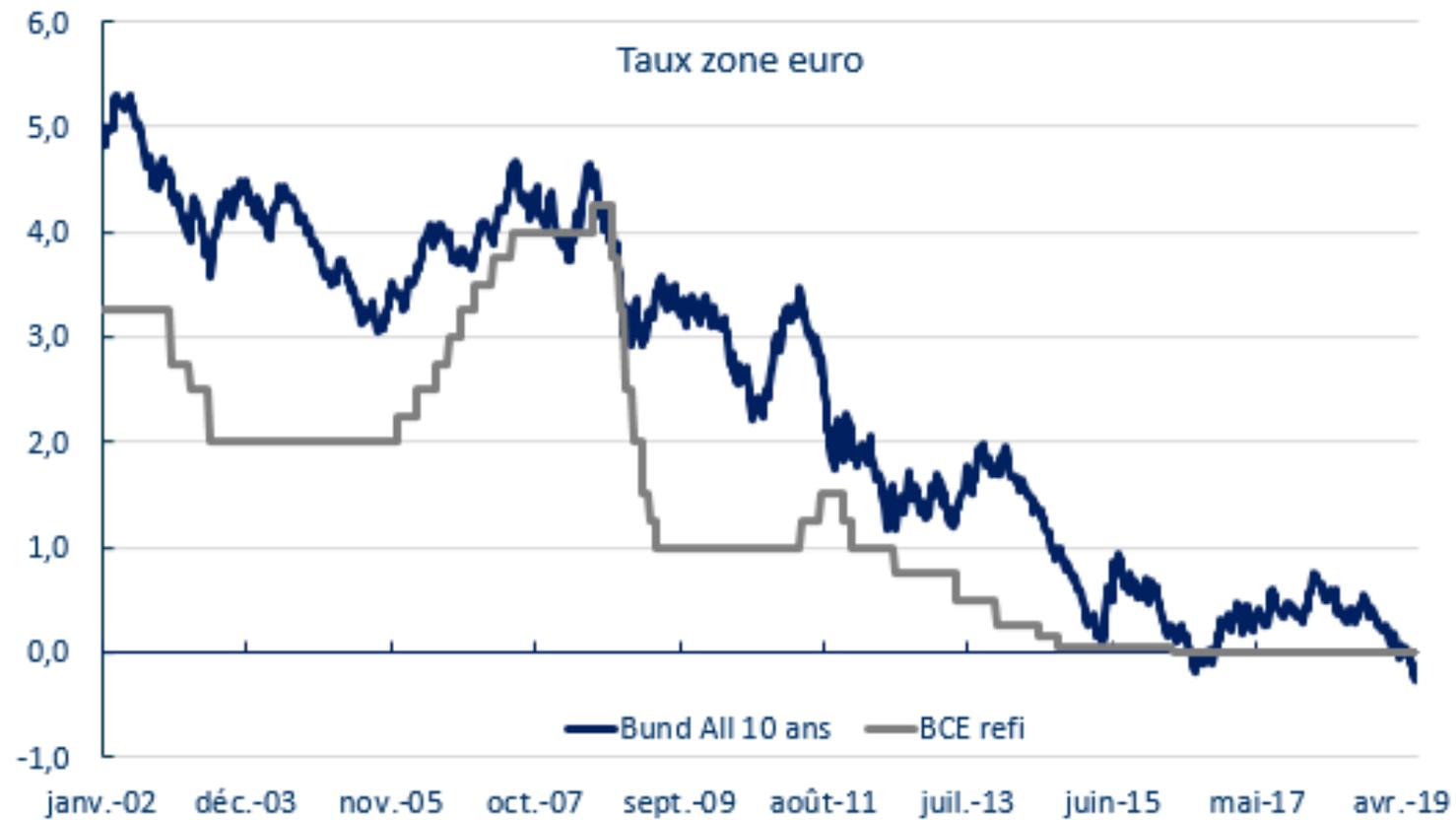
- Mais amplifie sa gravité, en renforçant le cycle financier en cours

- Et réduit considérablement sa capacité à lutter contre la prochaine crise systémique

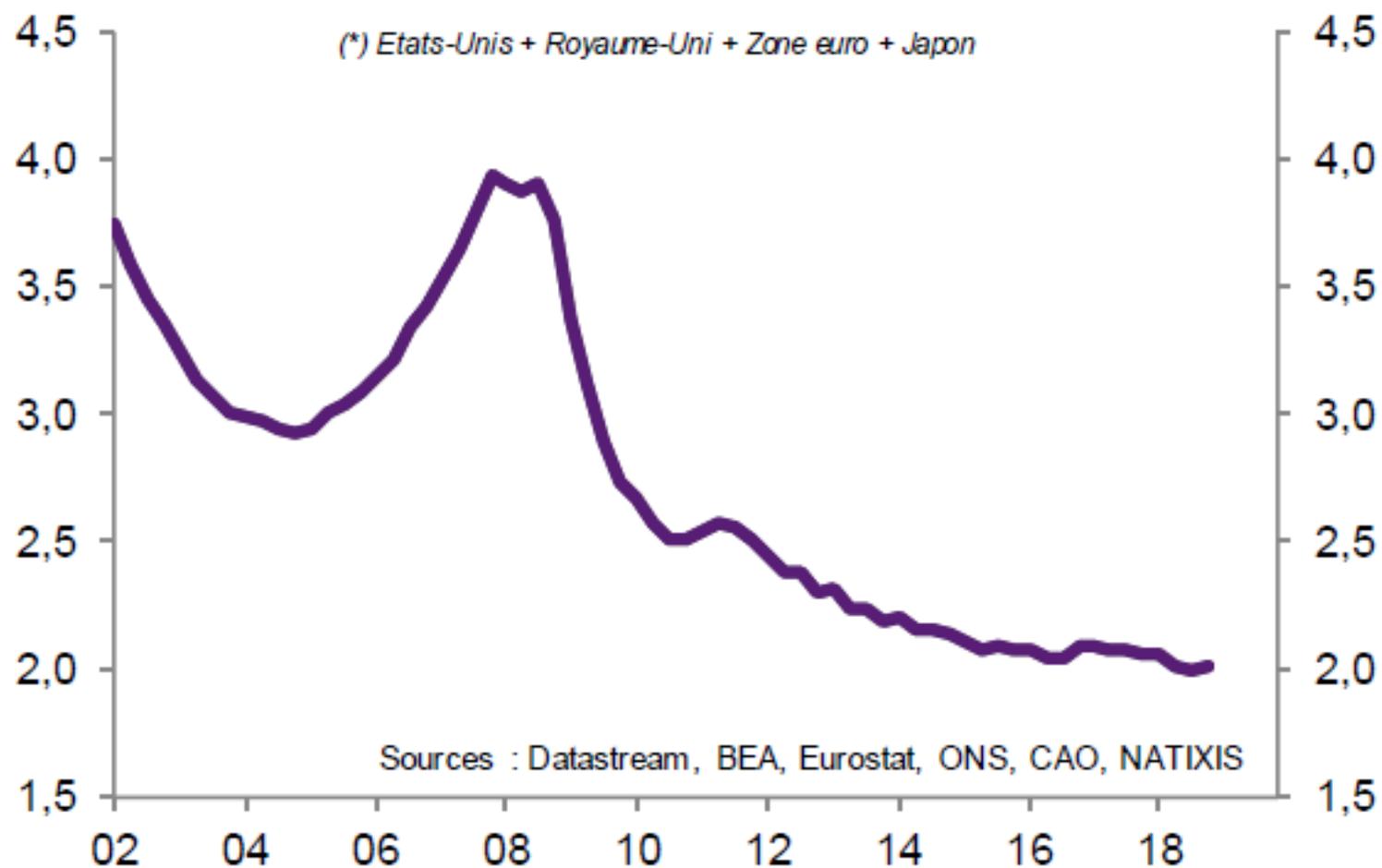
ANNEXES

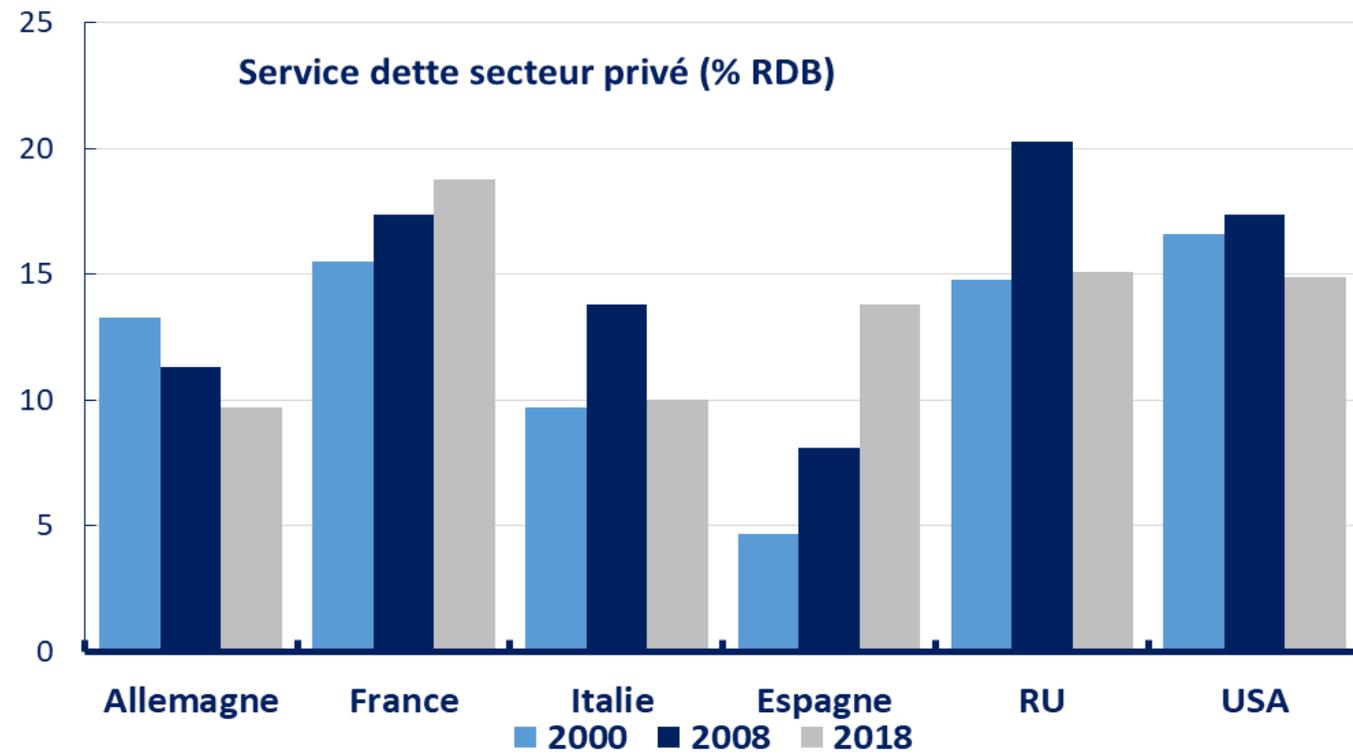
Zone euro : base monétaire (en Mds d'€)

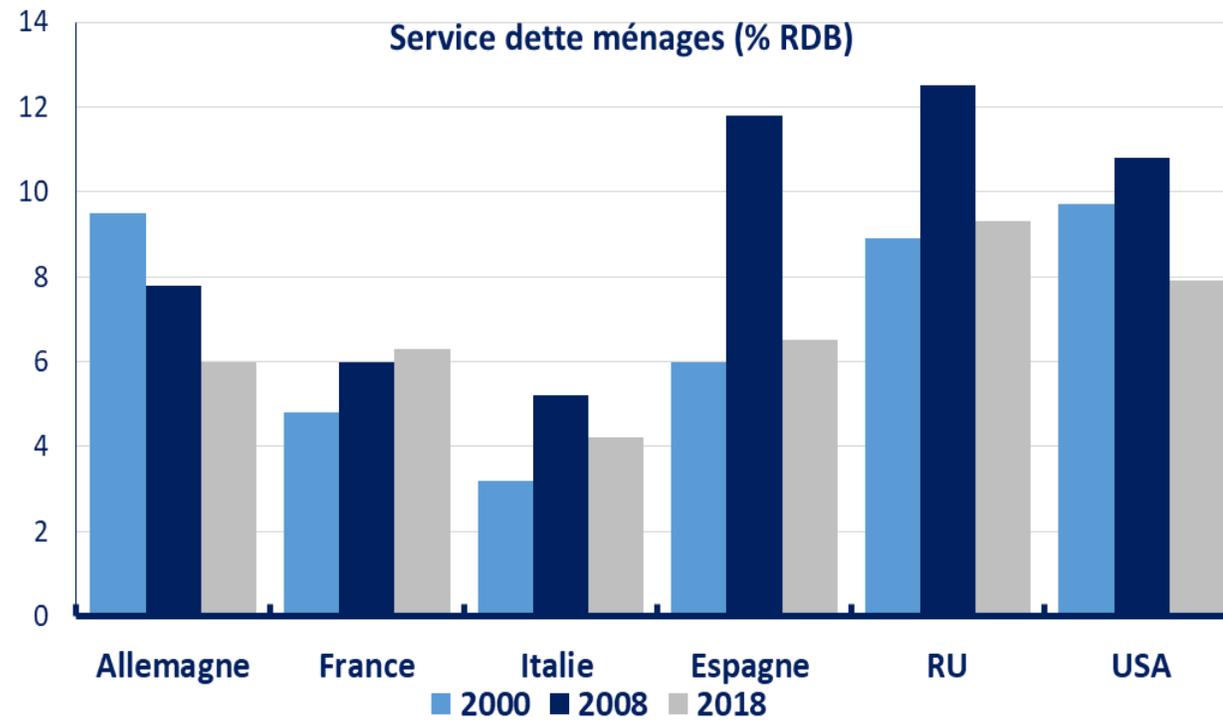


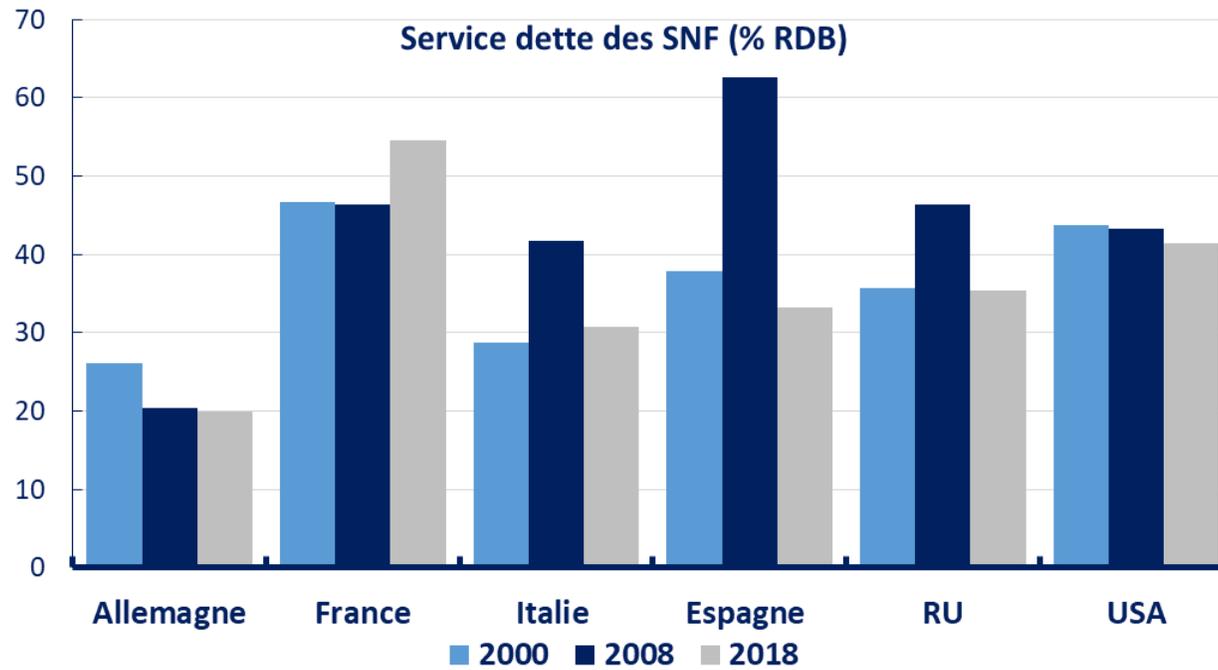


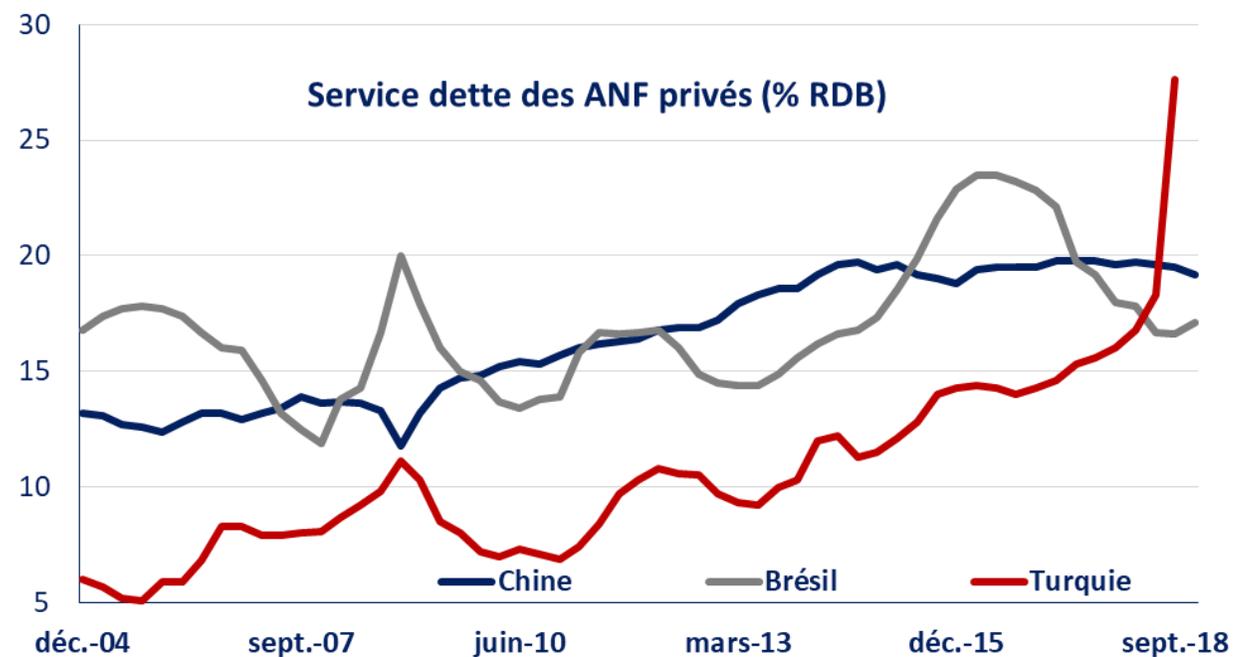
OCDE* : intérêts bruts payés par les entreprises non financières (en % du PIB valeur)





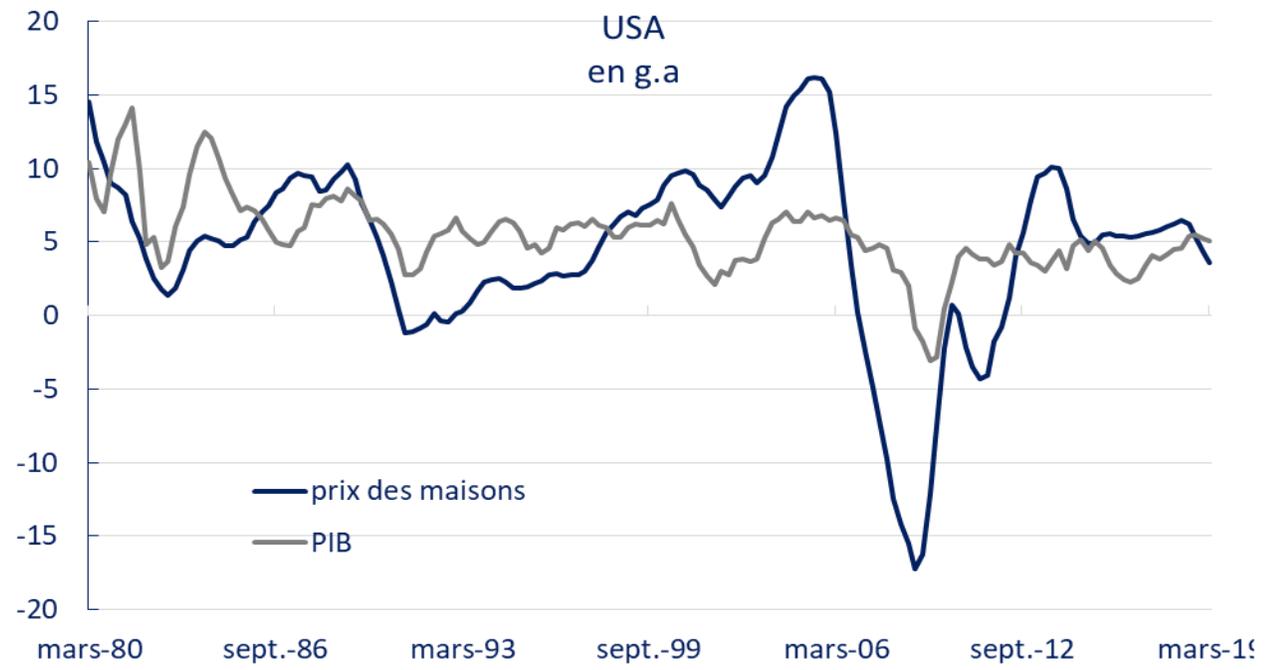


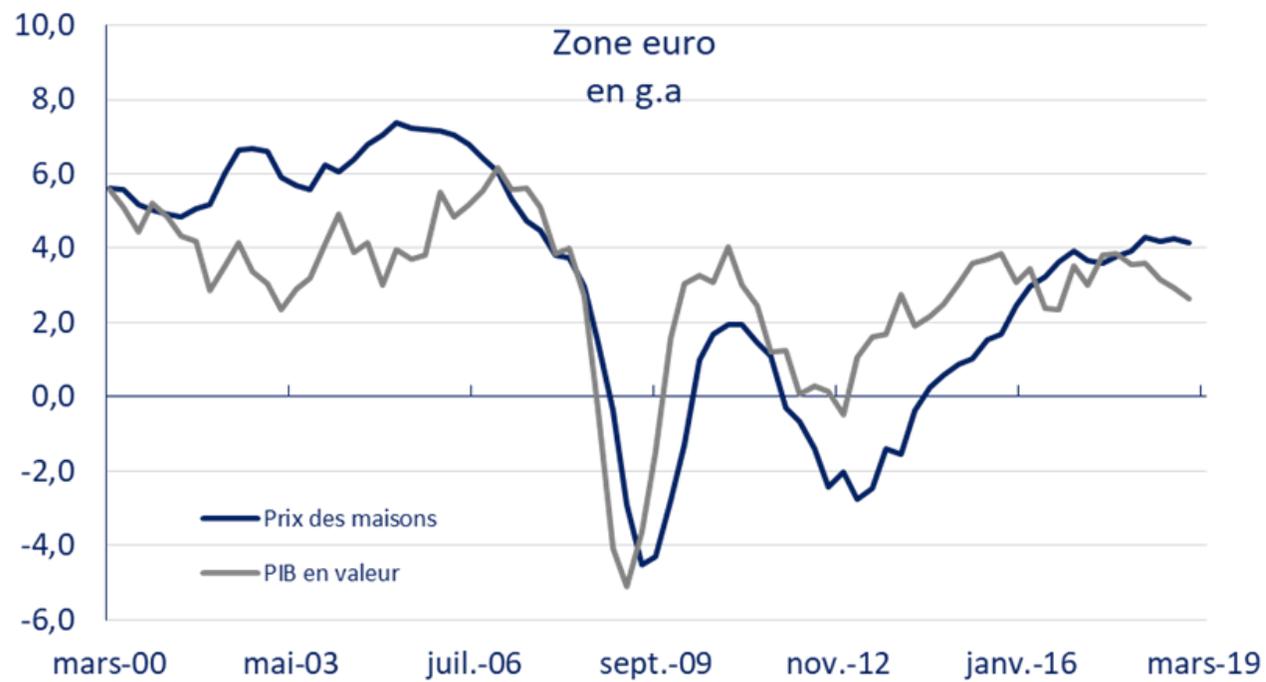


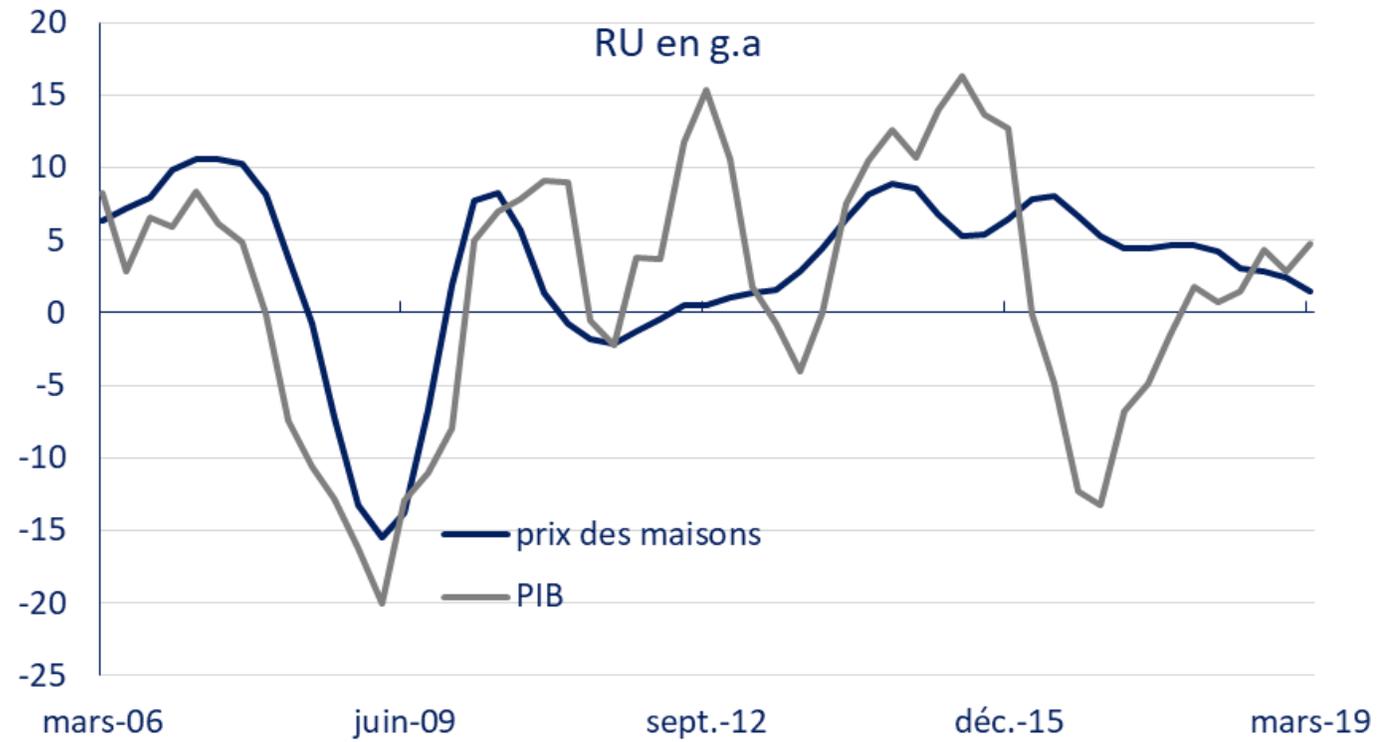


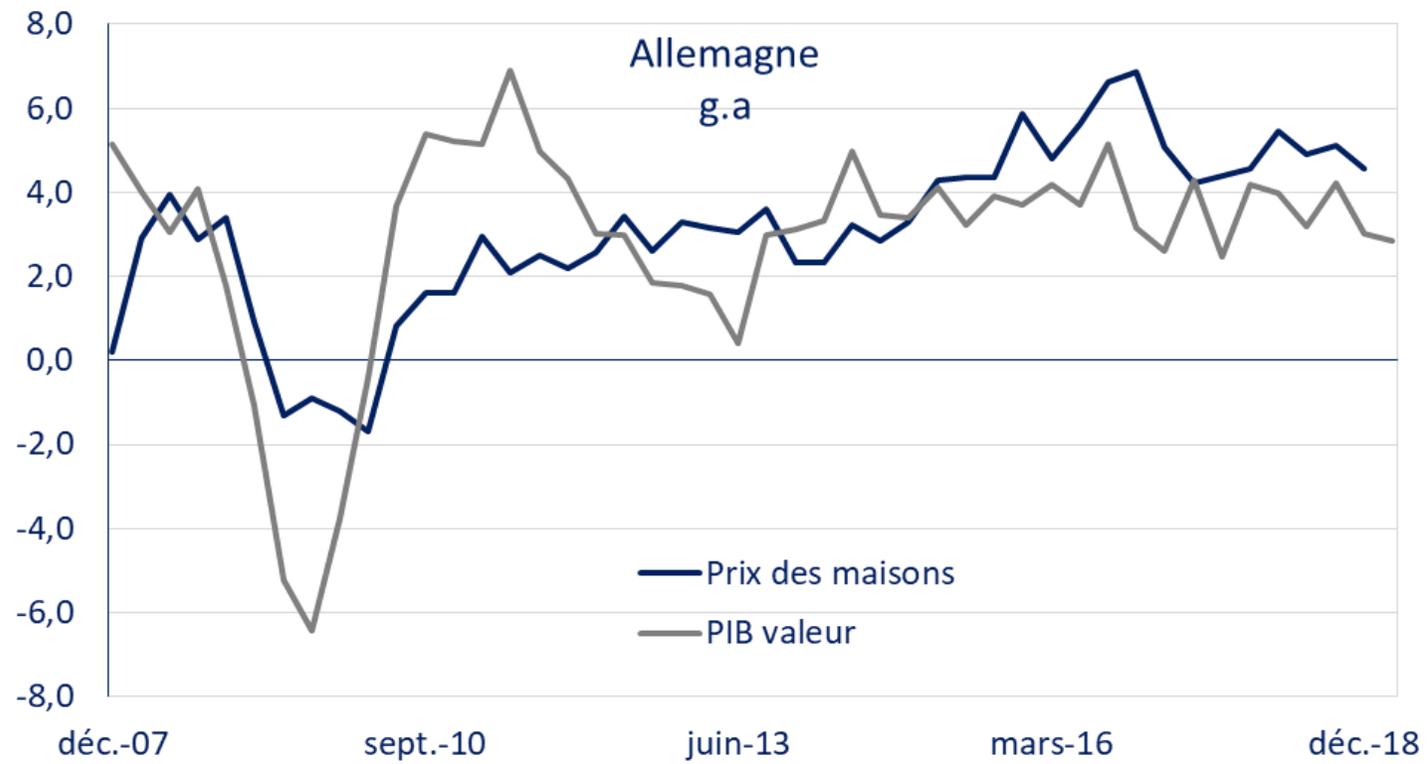
Définition : $\text{service dette} = \frac{\text{intérêt} + \text{amortissement}}{\text{revenu disponible}}$

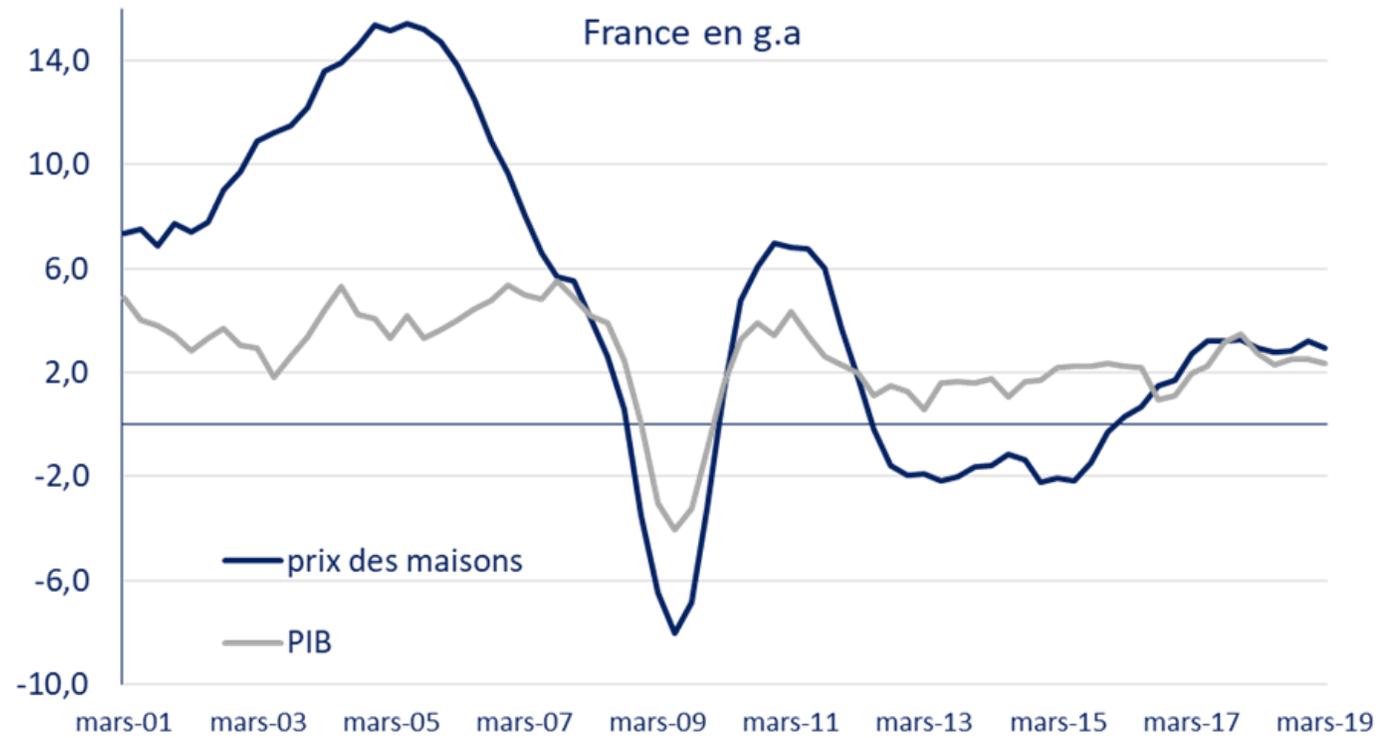
Le revenu disponible brut est une approximation du revenu des ménages et des entreprises. Pour ce calcul, le RDB réintègre les intérêts de la dette et les dividendes distribués dans le cas des SNF.

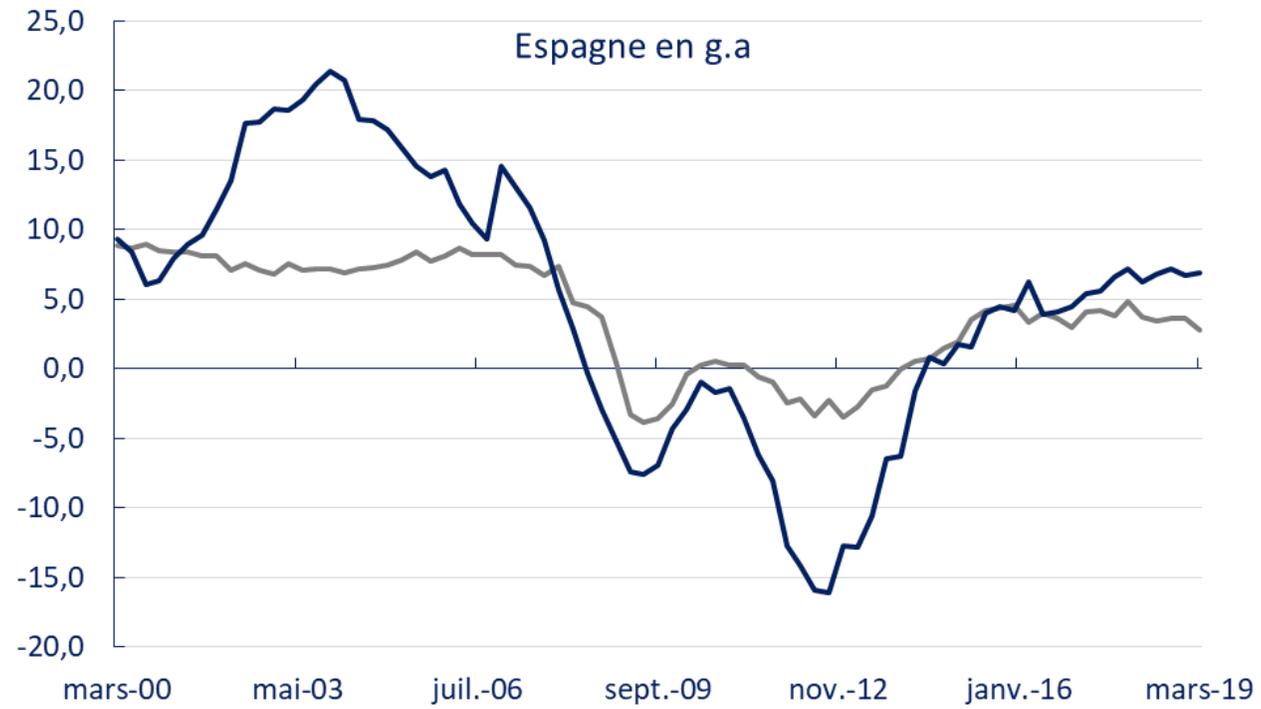


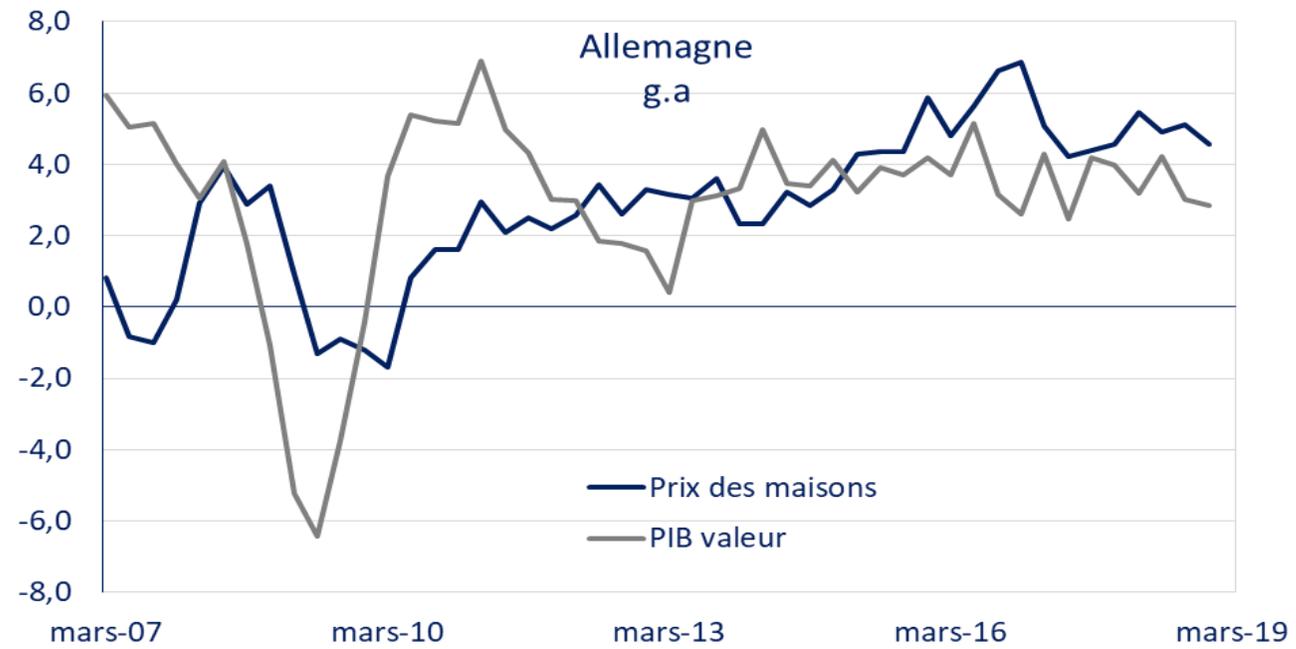




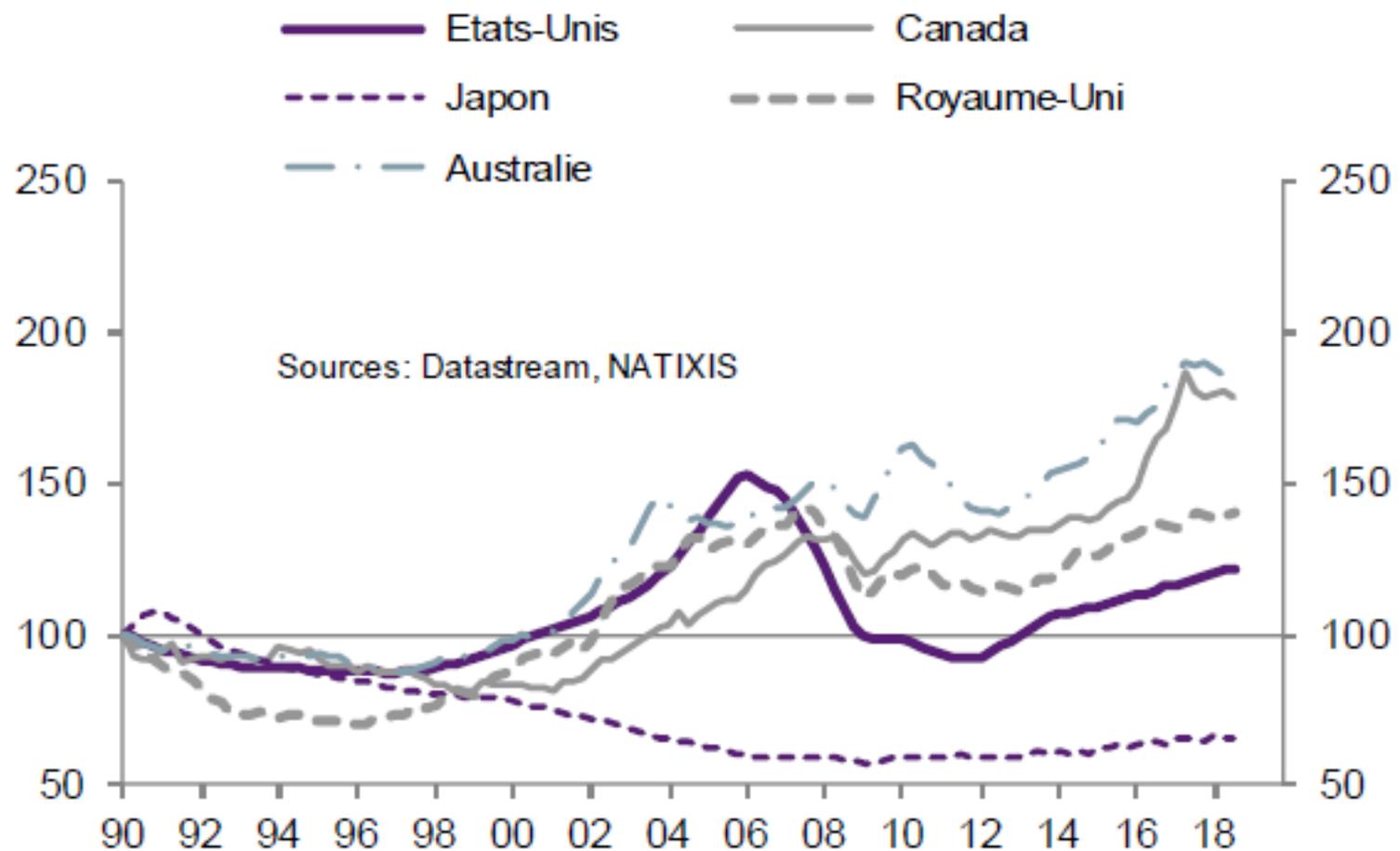




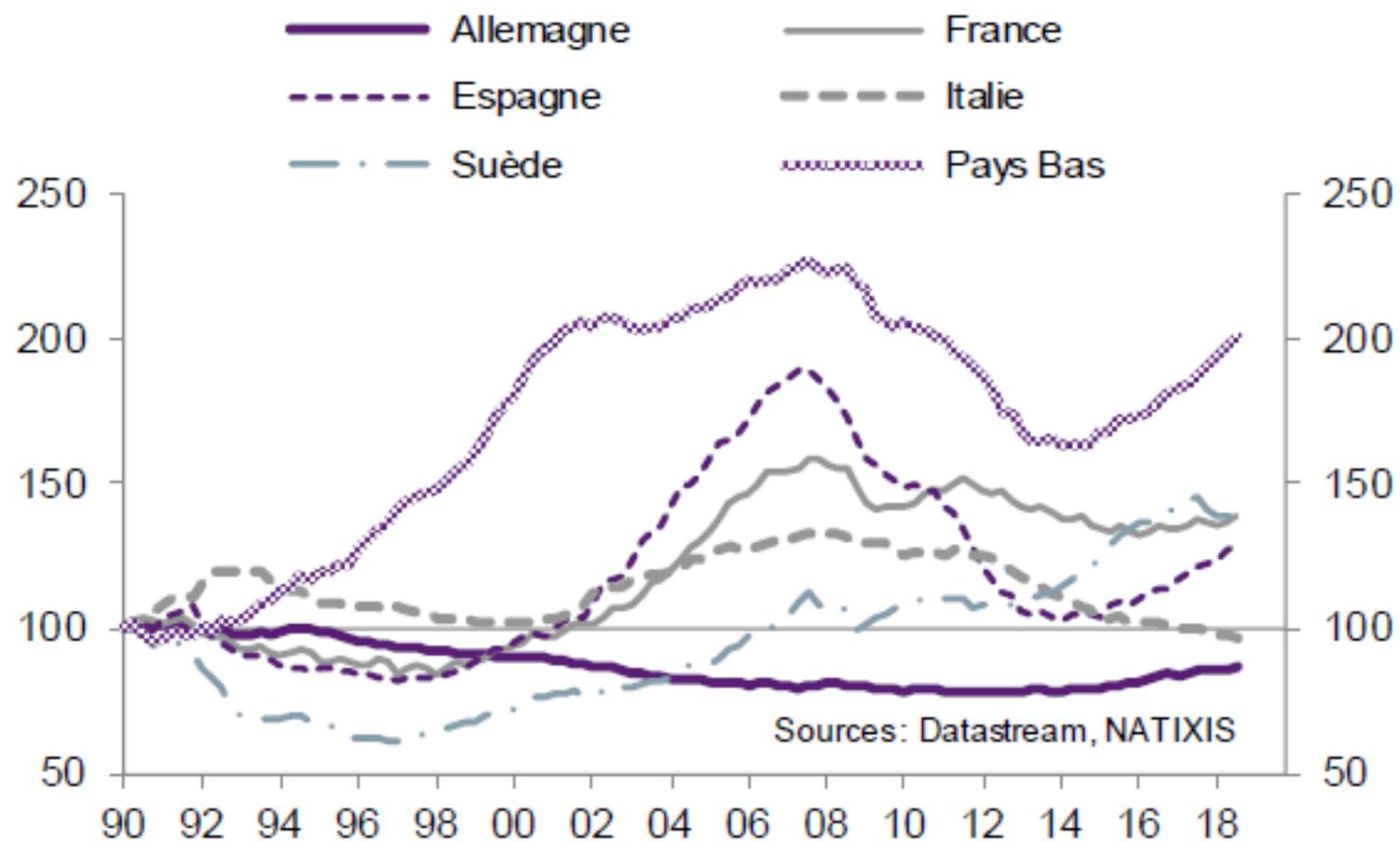




Ratio : prix des maisons / salaire nominal par tête (100 en 1990:1)



Ratio : prix des maisons / salaire nominal par tête (100 en 1990:1)



FIN

Merci de votre attention