

## Flash Economie

12 décembre 2016 - 1360

### Que va-t-il se passer si les investisseurs commencent à anticiper qu'il peut y avoir défaut sur les dettes publiques?

Le mythe du caractère sans risque de défaut des dettes publiques des pays de l'OCDE va peut-être disparaître : avec la hausse des taux d'endettement publics, avec la faiblesse des croissances potentielles, avec la normalisation des taux d'intérêt à long terme, la possibilité qu'il y ait défaut de dettes souveraines des pays de l'OCDE va peut-être commencer à être envisagée.

Que se passerait-il si les investisseurs commençaient à anticiper qu'il peut y avoir défaut (restructuration) de certaines dettes publiques ?

- une ruée vers les dettes publiques qui resteraient perçues comme sûres, d'où une forte hausse des taux d'intérêt sur les dettes publiques perçues comme risquées, amplifient le risque de défaut sur ces dettes et des taux d'intérêt très faibles sur les dettes sans risque, avec la rareté croissante des actifs sans risque ;
- un report des investisseurs vers les dettes des meilleures entreprises (profitabilité élevée, levier d'endettement faible) et vers les dettes sécurisées (covered bonds) ;
- un développement de la structuration en ABS des dettes publiques.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

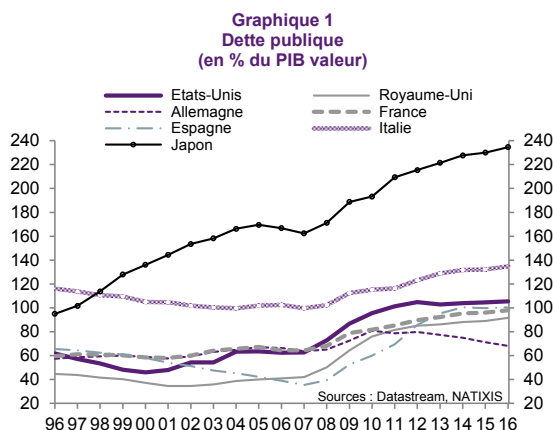
[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

**BANQUE DE GRANDE CLIENTELE**  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

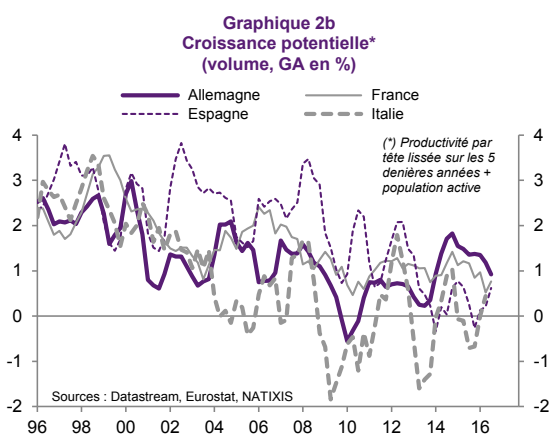
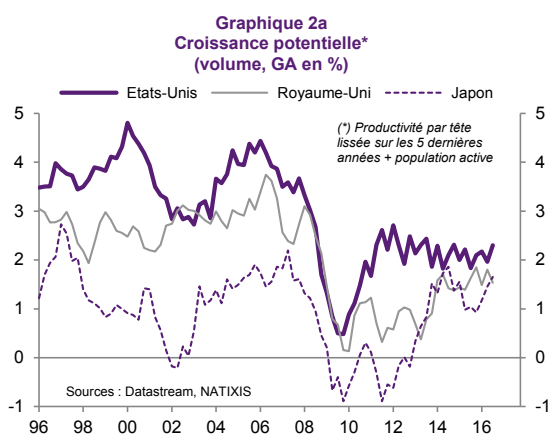
## L'apparition de l'anticipation d'un risque de défaut sur les dettes publiques

Les pays de l'OCDE sont aujourd'hui caractérisés :

- par des **taux d'endettement publics très élevés en moyenne (graphique 1)** ;

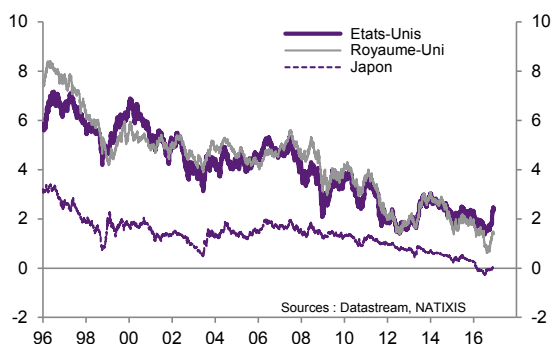


- par des **croissances potentielles faibles (graphiques 2 a/b)** ;

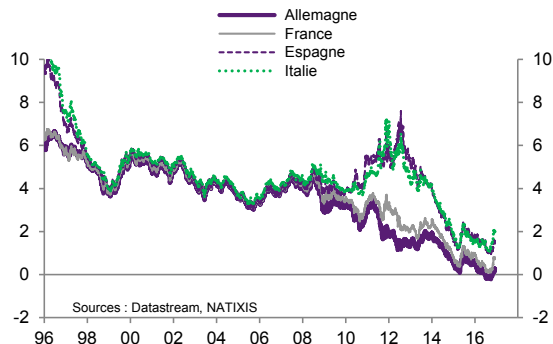


- aux Etats-Unis et en Europe, par le **début de normalisation des taux d'intérêt à long terme (graphiques 3 a/b/c/d)**, après une longue période de baisse.

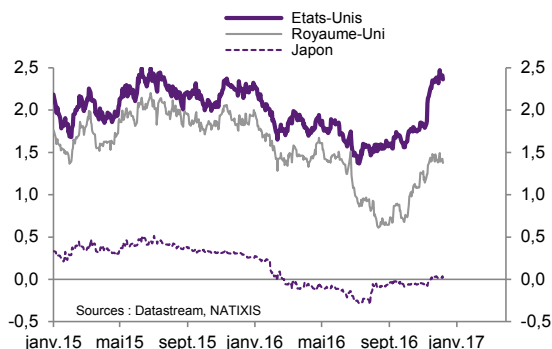
Graphique 3a  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat  
(en %)



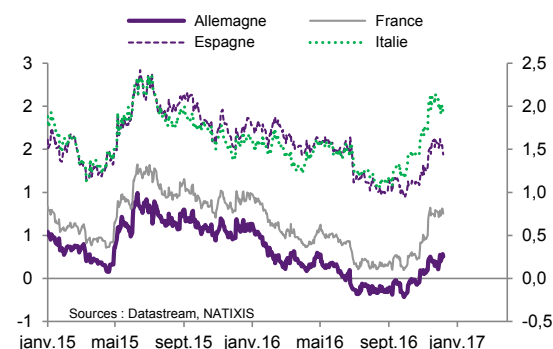
Graphique 3b  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat  
(en %)



Graphique 3c  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat  
(en %)

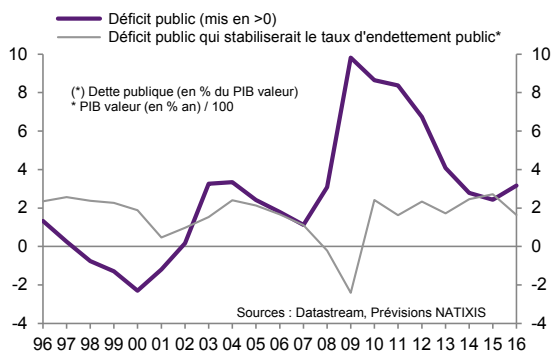


Graphique 3d  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat  
(en %)

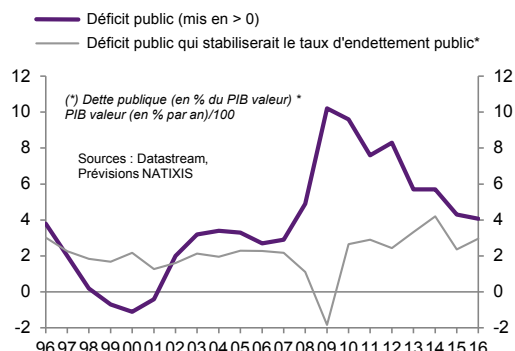


Des taux d'endettement élevés, une croissance faible, une remontée des taux d'intérêt conduisent à **un risque accru de perte de solvabilité budgétaire**. Les **graphiques 4a à 4g** montrent qu'en 2016, dans les sept pays de l'OCDE étudiés, **seule l'Allemagne assure sa solvabilité budgétaire**.

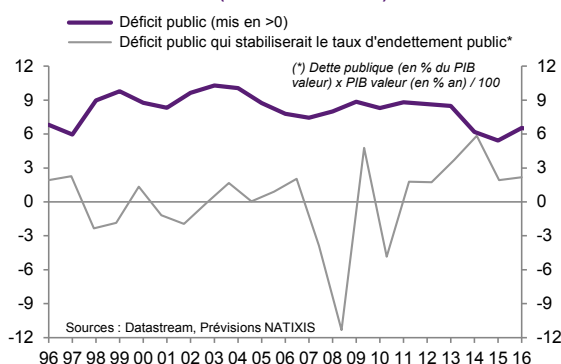
Graphique 4a  
Etats-Unis : déficit public  
(en % du PIB valeur)



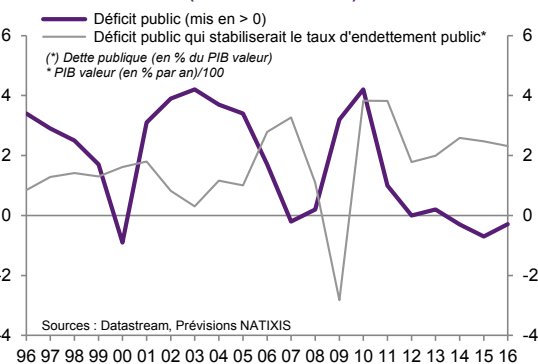
Graphique 4b  
Royaume-Uni : déficit public  
(en % du PIB valeur)



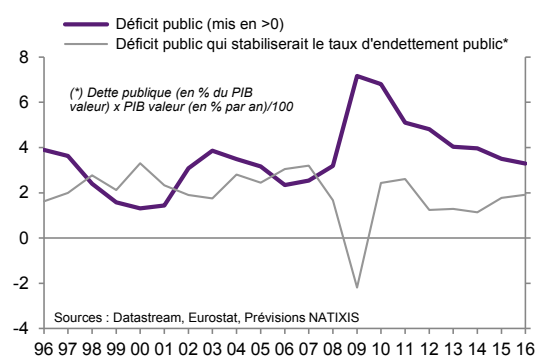
**Graphique 4c**  
**Japon : déficit public**  
(en % du PIB valeur)



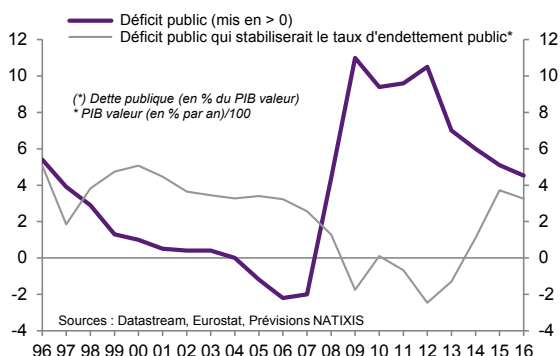
**Graphique 4d**  
**Allemagne : déficit public**  
(en % du PIB valeur)



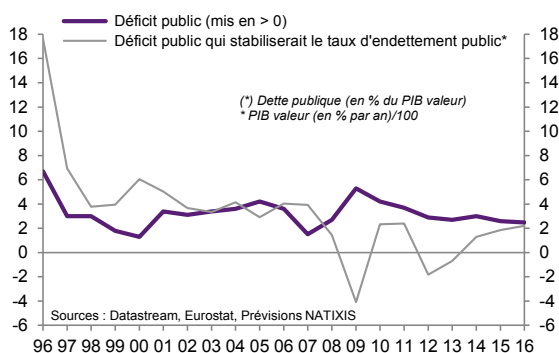
**Graphique 4e**  
**France : déficit public**  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 4f**  
**Espagne : déficit public**  
(en % du PIB valeur)



**Graphique 4g**  
**Italie : déficit public**  
(en % du PIB valeur)



Si la solvabilité budgétaire n'est pas assurée et si elle devient plus difficile à obtenir (croissance faible, hausse des taux d'intérêt) **certains pays pourraient préférer restructurer leurs dettes (faire un défaut partiel) plutôt que de passer à une politique budgétaire plus restrictive.**

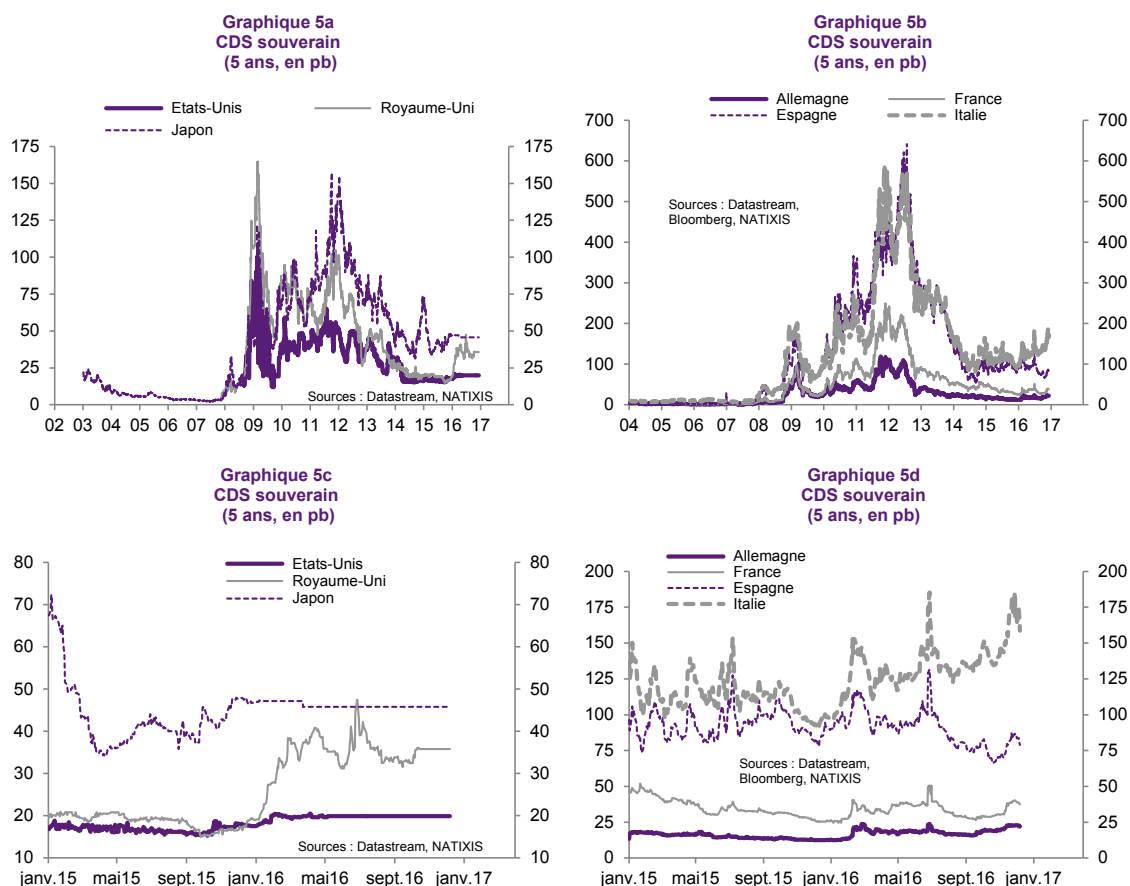
Ceci se passe de plus dans un environnement où, à nouveau, **il est suggéré aux pays d'utiliser davantage la politique budgétaire** (ce qui sera fait probablement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en France), ce qui dégrade encore la solvabilité budgétaire.

## Quelles conséquences si les investisseurs commencent à craindre un risque de défaut sur certaines dettes publiques ?

Si, pour les raisons vues ci-dessus, les investisseurs commencent à anticiper que certaines dettes publiques des pays de la zone euro présentent un risque de défaut, alors :

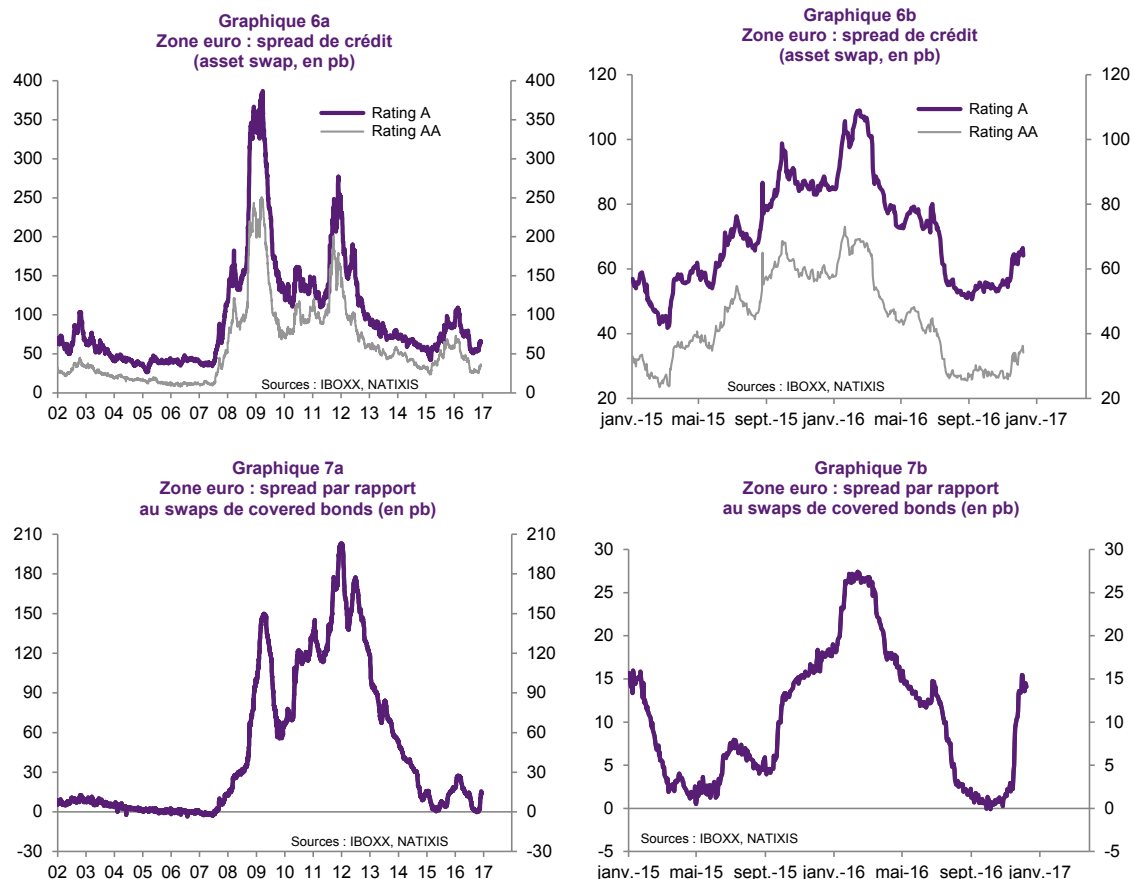
1- ils vont se reporter vers les quelques dettes publiques qui continuent à ne pas présenter de risque de défaut. Il y aura rareté accrue des actifs sans risque, d'où :

- des taux d'intérêt très bas sur ces dettes toujours perçues comme sans risque. Si on regarde les conditions de solvabilité budgétaire (graphiques 4a à 4g plus haut) on voit qu'il devrait s'agir de la seule Allemagne. On voit aujourd'hui (graphiques 3 a/b/c/d plus haut, graphiques 5 a/b/c/d) que la dette des Etats-Unis est aussi perçue comme sans risque ;



- une hausse forte des taux d'intérêt sur les dettes publiques des pays qui pourraient faire défaut.

2- ils vont se reporter vers les dettes des entreprises de bonne qualité (à profitabilité élevée, à endettement faible), ce qui devrait resserrer encore plus haut les spreads de ces entreprises (graphiques 6 a/b), ce qu'on a vu pour les meilleurs ratings (AA), ils devraient aussi se reporter sur des actifs sécurisés comme les covered bonds (graphiques 7 a/b), ce qui est le cas.



3- Il pourrait apparaître des **opérations des structurations en ABS des dettes publiques risquées**, de manière à les découper en actifs risqués et en actifs sans risque et d'**accroître ainsi l'offre d'actifs** sans risque dans un environnement où elle est devenue trop faible.

## Synthèse : une évolution qui aggraverait la rareté des actifs sans risque

Avec le niveau élevé des taux d'endettement, la faiblesse de la croissance potentielle, le redressement des taux d'intérêt à long terme, **les investisseurs pourraient anticiper que certains Etats de la zone euro pourraient faire défaut sur leur dette**.

Ceci conduirait à **une nouvelle réduction de l'offre d'actifs sans risque dans une situation déjà de rareté d'actifs sans risque**.

Une forte rareté des actifs sans risque et la transformation de certaines dettes publiques en actifs risqués aurait les effets attendus :

- hausse forte du prix relatif des actifs sans risque par rapport aux actifs risqués ;
- recherche de nouvelles classes d'actifs considérées comme sans risque (dette des bonnes entreprises, covered bonds, tranches senior d'ABS).

## 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 receviez 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 (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETENT, 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>