

Flash Economie

11 octobre 2016 - 1056

Le tapering de la BCE

Il y aura tapering (sortie progressive du Quantitative Easing) dans la zone euro, même si sa date est incertaine. Cette évolution n'est pas anticipée par les marchés financiers. Nous nous intéressons aux risques induits par le tapering et à ses effets positifs.

Les risques sont :

- la hausse des taux d'intérêt à long terme de la zone euro, d'où :
 - la dégradation de la solvabilité budgétaire ;
 - en conséquence une nouvelle diminution de la mobilité des capitaux, un risque pour certains pays périphériques ;
 - une baisse des prix de l'immobilier, le freinage du crédit immobilier (à taux fixe), une moindre reprise de l'investissement en logements ;
- la déception de ceux qui croient que la BCE va régler le problème des banques en achetant leurs mauvaises créances, d'où une inquiétude croissante sur la situation des banques dans plusieurs pays.

Les effets positifs sont :

- la pentification des courbes des taux d'intérêt, d'où :
 - une remontée des profits des banques ;
 - une moindre recherche de rendement dans les actifs trop risqués ;
 - la normalisation des primes de risque ;
 - le fait d'éviter l'irréversibilité du Quantitative Easing.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

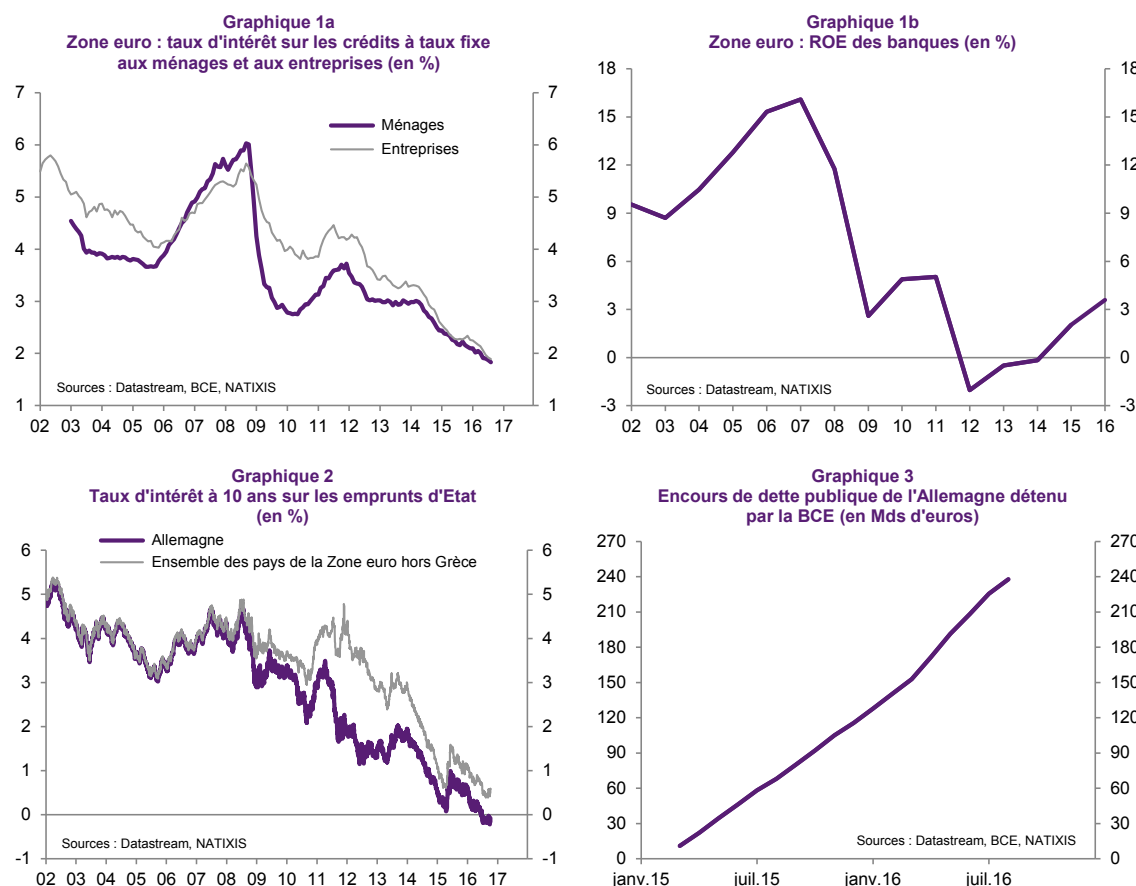
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Le futur tapering dans la zone euro n'est pas anticipé

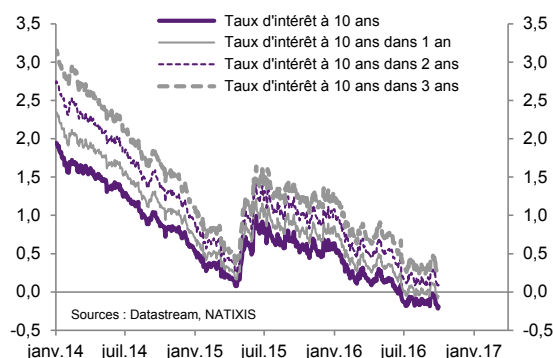
Nous pensons que, à une date encore inconnue aujourd'hui (mi-2017 ?), la BCE va commencer à sortir du Quantitative Easing (il y aura tapering) pour diverses raisons :

- le niveau très bas des taux d'intérêt affaiblit les banques (**graphiques 1a/b**) ;
- le maintien durable de taux d'intérêt à long terme très bas (**graphique 2**) pourrait conduire à l'irréversibilité du Quantitative Easing en raison des pertes en capital induites par la remontée des taux d'intérêt si les portefeuilles obligataires à coupon très faible deviennent trop importants ;
- la BCE va, au printemps 2017, manquer de titres à acheter ayant un rendement supérieur au taux d'intérêt des dépôts, particulièrement sur le marché allemand (**graphique 3**).



Le tapering (la fin progressive du Quantitative Easing) **dans la zone euro n'est absolument pas anticipé par les marchés financiers**, comme le montre la stabilité des taux d'intérêt à long terme anticipés (**graphique 4**).

Graphique 4
Allemagne : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

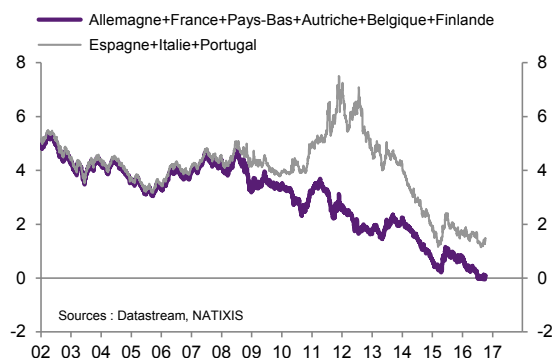


Quels seraient alors ses effets, défavorables ou bénéfiques ?

Les dangers du tapering

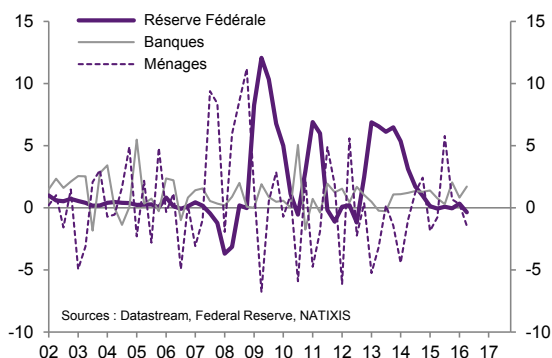
- (1) L'arrêt progressif du Quantitative Easing conduirait à une remontée des taux d'intérêt à long terme, probablement plus faible pour les pays du cœur que pour les pays de la périphérie (graphique 5).

Graphique 5
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

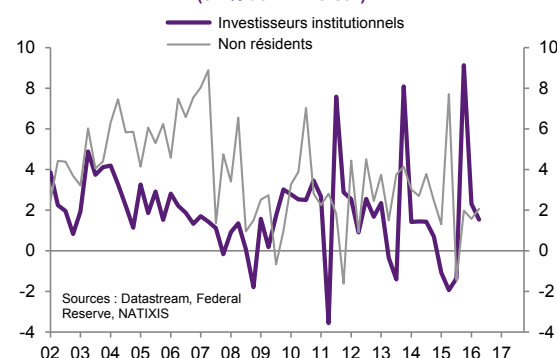


En effet, il sera plus facile pour les pays du cœur de la zone euro d'attirer des investisseurs (institutionnels, non-résidents) qui se substitueront à la BCE (comme on l'a vu aux Etats-Unis lors de l'arrêt du Quantitative Easing, graphiques 6a/b) que pour les pays périphériques. Ceci conduirait à une **ouverture du spread de taux d'intérêt entre la périphérie et le cœur**.

Graphique 6a
Etats-Unis : achats nets d'obligations par ... (en % du PIB valeur)



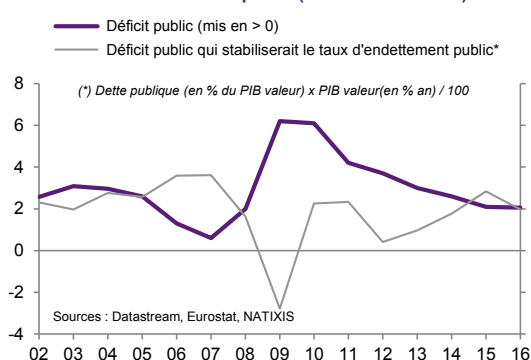
Graphique 6b
Etats-Unis : achats nets d'obligations par ... (en % du PIB valeur)



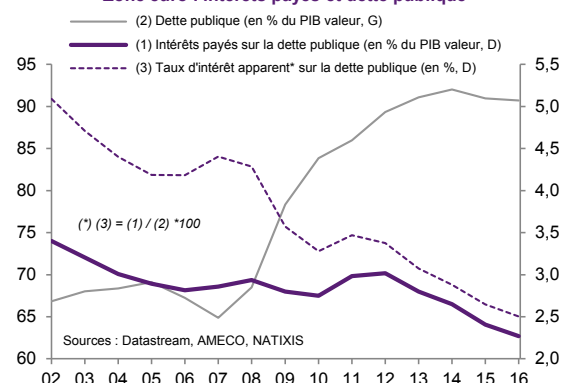
(2) Dégradation de la solvabilité budgétaire

La hausse des taux d'intérêt à long terme **va progressivement dégrader la solvabilité budgétaire de tous les pays de la zone euro** en faisant remonter les paiements d'intérêts sur la dette. Les **graphiques 7a/b** montrent que **la solvabilité budgétaire de l'ensemble de la zone euro serait à moyen terme compromise par une remontée des taux d'intérêt à long terme, même faible.**

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

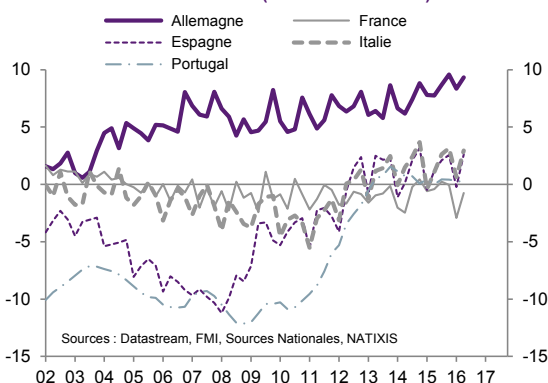


Graphique 7b
Zone euro : intérêts payés et dette publique



La dégradation de la solvabilité budgétaire, en particulier dans les pays périphériques, conduirait à un nouveau recul de la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro, puisque la situation financière de certains pays se dégraderait. L'impossibilité de financer des déficits extérieurs dans les pays périphériques par les excédents de l'Allemagne (**graphique 8**) se prolongerait donc.

Graphique 8
Balance courante (en % du PIB valeur)

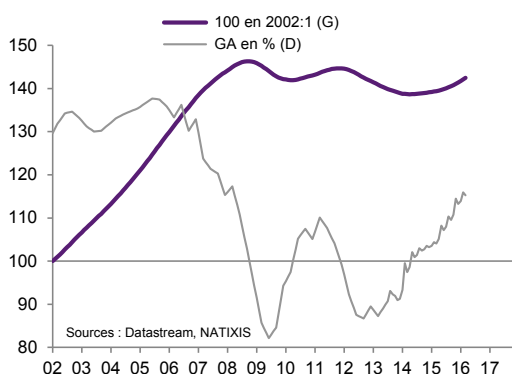


(3) Difficultés pour le secteur de l'immobilier

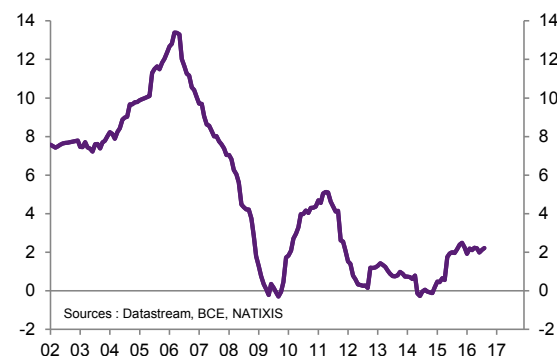
La hausse des taux d'intérêt à long terme devrait normalement :

- retourner à la baisse les prix de l'immobilier (**graphique 9a**) et les crédits immobiliers (**graphique 9b**) dans les pays où ils sont faits à taux fixes ;
- donc compromettre le début de reprise de l'investissement en logements dans la zone euro (**graphique 9c**).

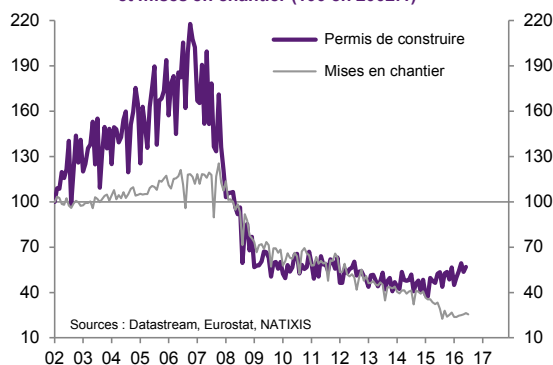
Graphique 9a
Zone euro : prix des maisons



Graphique 9b
Zone euro : crédits immobiliers des ménages (GA en %)



Graphique 9c
Zone euro : permis de construire et mises en chantier (100 en 2002:1)

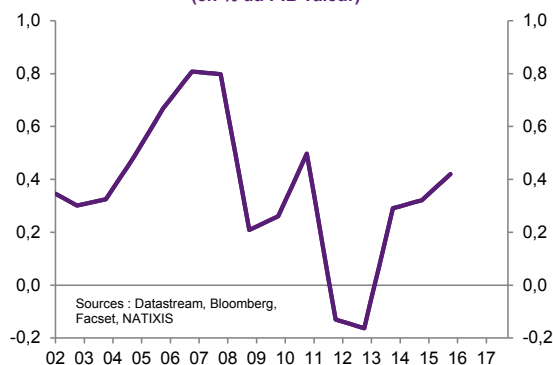


Les effets positifs du tapering

Le tapering dans la zone euro conduirait à la **pentification de la courbe des taux d'intérêt**, d'où :

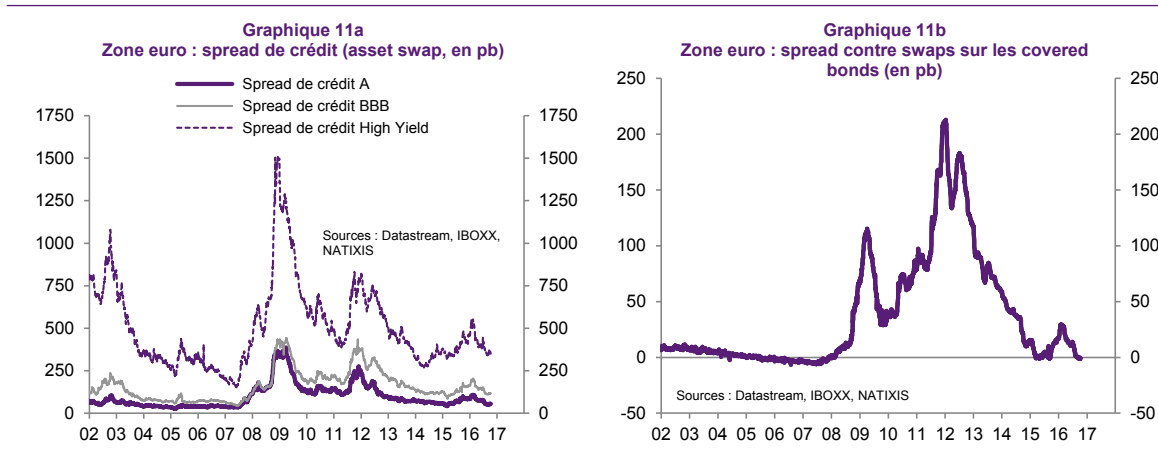
- **un redressement de la profitabilité des banques** (graphique 1b plus haut, graphique 10) ;
- **le moindre besoin pour les investisseurs de rechercher des rendements dans des investissements excessivement risqués** (ventes d'options, émergents en mauvaise situation économique...).

Graphique 10
Zone euro : profits des banques (en % du PIB valeur)



Le ralentissement de la création monétaire va aussi permettre :

- la normalisation de primes de risque excessivement écrasées (le **graphique 11a** donne l'exemple des spreads de crédit, le **graphique 11b** des covered bonds) ;
- comme il a déjà été analysé plus haut, d'éviter l'irréversibilité du Quantitative Easing.



Synthèse : le tapering dans la zone euro, une évolution nécessaire mais risquée

La sortie progressive du Quantitative Easing de la zone euro n'est pas anticipée sur les marchés financiers.

C'est une évolution nécessaire : la prolongation excessive du Quantitative Easing le rendrait irréversible, pousserait de plus en plus les investisseurs vers des actifs trop risqués, ce qui écraserait de plus en plus les primes de risque, affaiblirait considérablement les banques.

Mais c'est une évolution risquée : lorsqu'elle se produira, la solvabilité budgétaire des pays se dégradera, probablement les spreads de taux d'intérêt des pays périphériques s'ouvriront, la mobilité des capitaux entre les pays de la zone euro sera encore plus réduite ; la reprise du crédit et de l'investissement logement pourrait être compromise.

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>