

Flash Economie

14 décembre 2016 - 1375

La zone euro va avoir une courbe des taux d'intérêt plus pentue : est-ce une bonne ou une mauvaise nouvelle ?

La Banque du Japon maintient une courbe des taux d'intérêt complètement plate au Japon ; aux Etats-Unis, on attend des remontées assez parallèles des taux d'intérêt à court terme et à long terme. Mais dans la zone euro, la courbe des taux d'intérêt va se pentifier : la BCE maintient sa politique monétaire très expansionniste, en achetant des maturités plus courtes, les taux d'intérêt à long terme remontent avec leur corrélation avec les taux américains et avec la hausse de l'inflation anticipée due à celle du prix du pétrole.

Que penser de la pentification de la courbe des taux d'intérêt dans la zone euro ?

- si elle n'est pas trop rapide, elle est favorable aux banques et aux sociétés d'assurance ;
- elle est défavorable aux emprunteurs à long terme, en particulier dans les pays où les taux d'intérêt à long terme vont devenir supérieurs à la croissance nominale.

Ceux qui pensent que la faible rentabilité des banques et le risque de crise de l'assurance-vie sont des problèmes majeurs de la zone euro se félicitent donc de la pentification de la courbe des taux d'intérêt, ceux qui pensent que le risque majeur est le retour d'une crise de la dette la déplorent.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

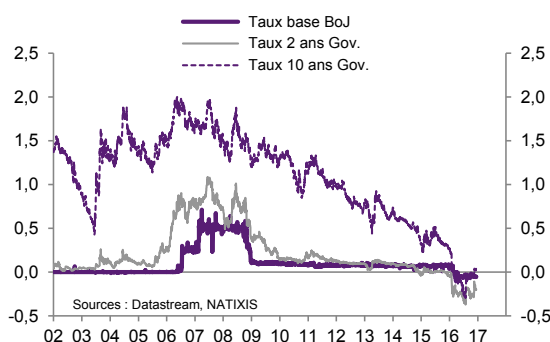
Pentification de la courbe des taux d'intérêt de la zone euro

La courbe des taux d'intérêt va rester plate au Japon (graphiques 1a/b) avec le contrôle (à 0%) du taux d'intérêt à 10 ans par la Banque du Japon. Aux Etats-Unis, la courbe des taux d'intérêt s'est pentifiée en 2016 (graphiques 2a/b) mais cette pentification résulte de l'attente de hausse des taux directeurs de la Réserve Fédérale en 2017-2018 (graphique 2c) ; il devrait y avoir à terme aux Etats-Unis une hausse des taux d'intérêt à toutes les maturités.

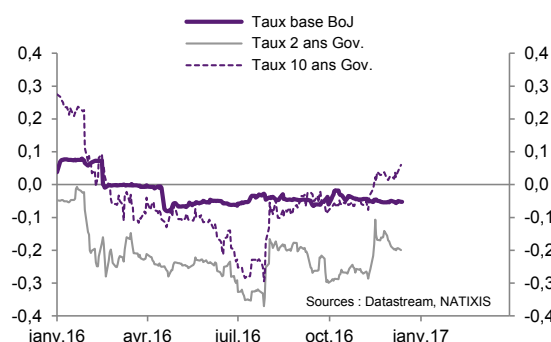
Dans la zone euro, il va sans doute y avoir une pentification durable de la courbe des taux d'intérêt (graphiques 3a/b) avec :

- la corrélation entre les taux d'intérêt à long terme sur l'euro et sur le dollar ;
- la hausse de l'inflation (graphique 3c) due à celle du prix du pétrole ;
- la poursuite du Quantitative Easing de la BCE jusqu'à la fin de 2017 (graphique 3d) avec la possibilité pour la BCE d'acheter des titres de maturité plus courte.

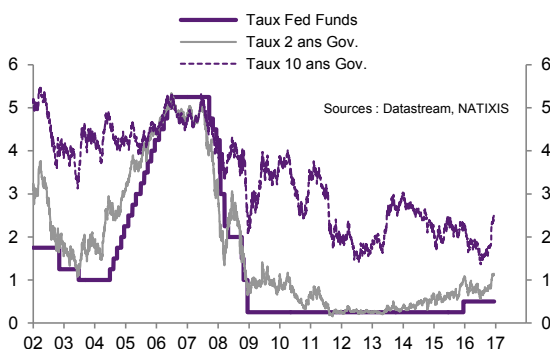
Graphique 1a
Japon : taux base BoJ, taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat (en %)



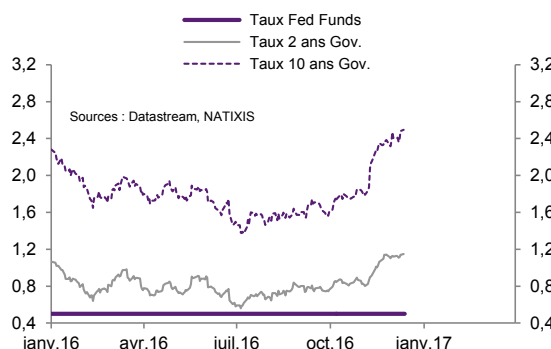
Graphique 1b
Japon : taux base BoJ, taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat (en %)



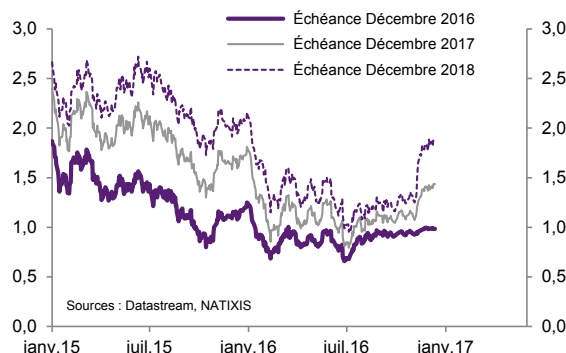
Graphique 2a
Etats-Unis : taux Fed Funds et taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat (en %)



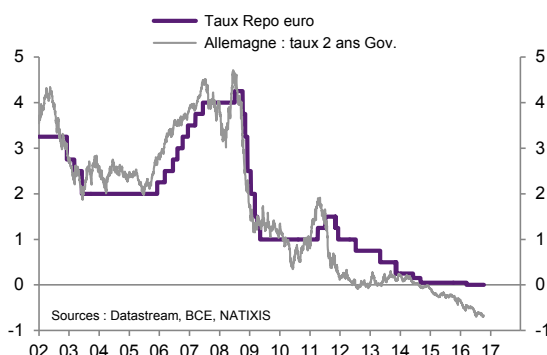
Graphique 2b
Etats-Unis : taux Fed Funds et taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat (en %)



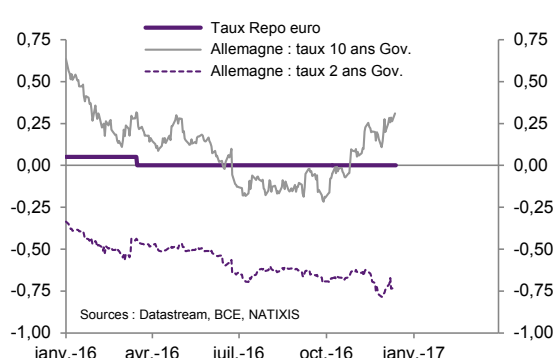
Graphique 2c
Contrats Eurodollar (3 mois)



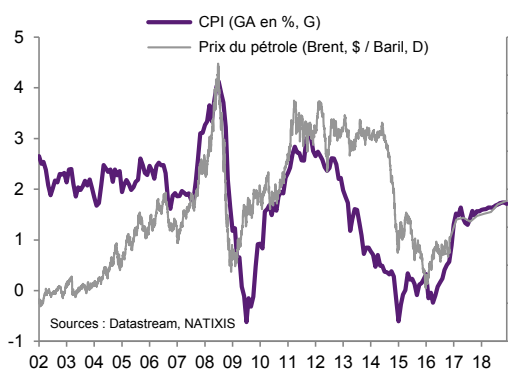
Graphique 3a
Taux Repo euro et taux d'intérêt à 2 ans sur les
emprunts d'Etat (en %)



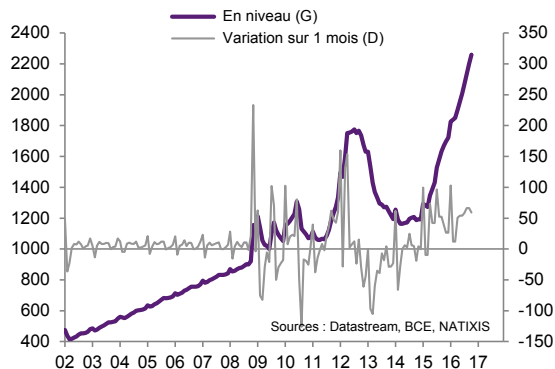
Graphique 3b
Zone euro : taux Repo euro et taux d'intérêt à 2 ans
et 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 3c
Zone euro : Inflation et prix du pétrole



Graphique 3d
Zone euro : base monétaire (en Mds d'euros)



Quel jugement porter sur la pentification de la courbe des taux d'intérêt de la zone euro ?

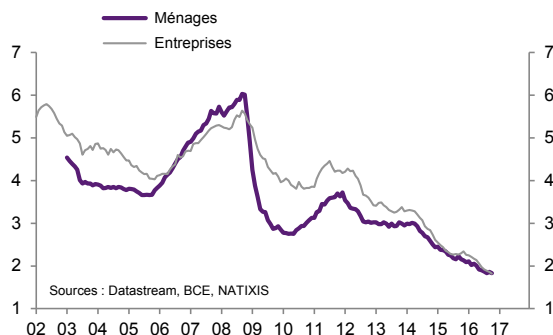
La pentification de la courbe des taux d'intérêt de la zone euro : une bonne ou une mauvaise nouvelle ?

- (1) Si la pentification de la courbe des taux d'intérêt n'est pas trop rapide, elle est favorable aux banques (avec la hausse des taux d'intérêt sur les crédits, graphique 4a) et aux sociétés d'assurance (avec des rendements obligataires plus élevés mais qui ne passent pas au-dessus du rendement moyen du portefeuille obligataire, graphique 4b ; si ce passage se produisait, les épargnants seraient incités à sortir des vieux contrats d'assurance, et les sociétés d'assurance seraient globalement en moins-values sur leurs portefeuilles obligataires).

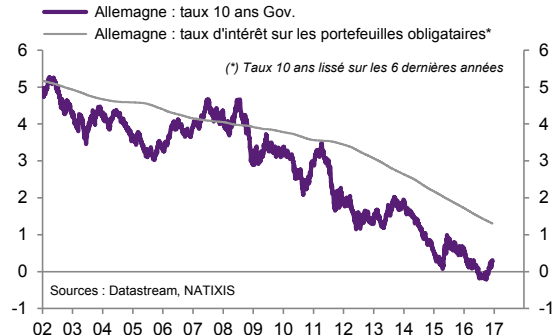
- (2) La pentification de la courbe des taux d'intérêt de la zone euro est défavorable aux emprunteurs à long terme, particulièrement dans les pays où les taux d'intérêt à long terme vont devenir supérieurs à la croissance nominale (dans les autres pays, les taux d'intérêt à long terme, étant inférieurs à la croissance, restent favorables aux emprunteurs).

Les graphiques 5a à 5e montrent qu'il s'agit de l'Italie et du Portugal.

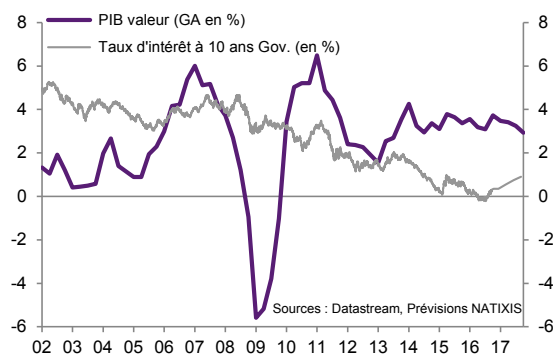
Graphique 4a
Zone euro : taux d'intérêt à taux fixes sur les crédits aux ménages et aux entreprises (en %)



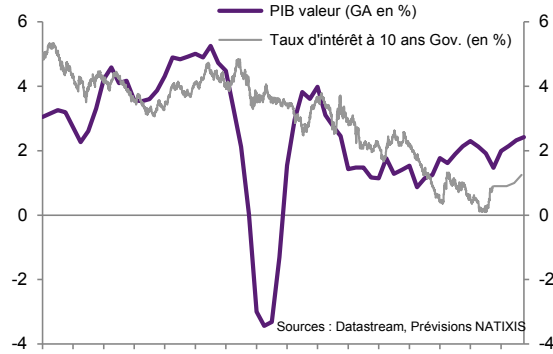
Graphique 4b
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et taux d'intérêt des portefeuilles obligataires



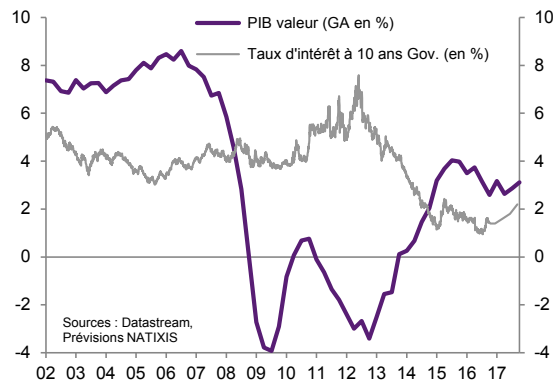
Graphique 5a
Allemagne : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



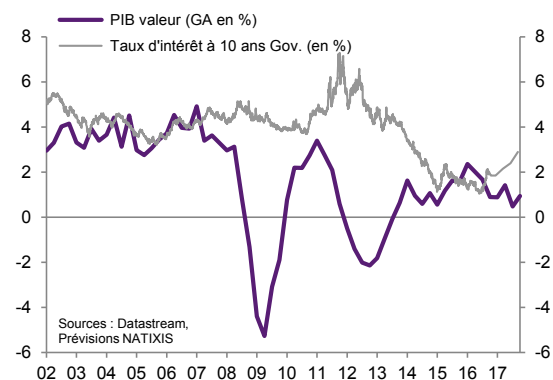
Graphique 5b
France : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



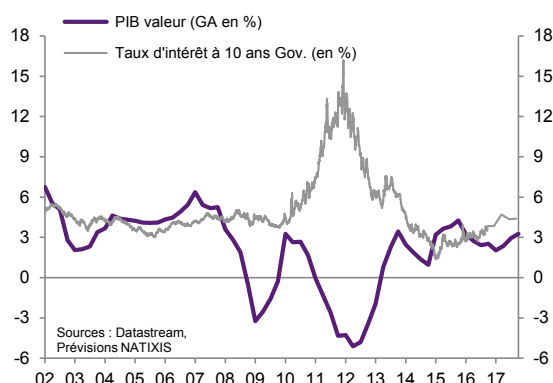
Graphique 5c
Espagne : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 5d
Italie : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



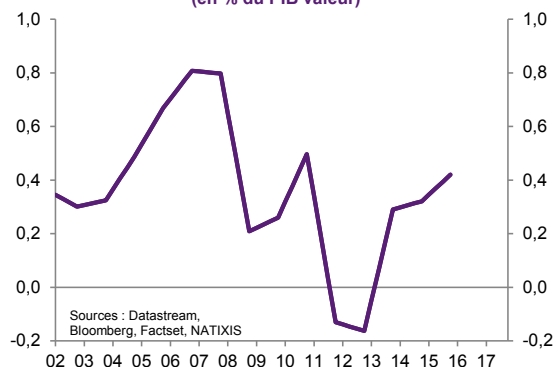
Graphique 5e
Portugal : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



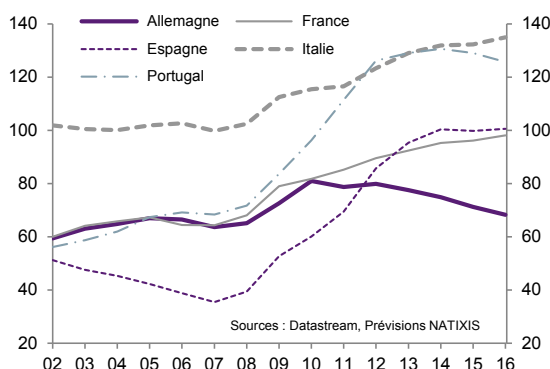
Synthèse : tout dépend de l'analyse qui est faite des problèmes essentiels de la zone euro

- ceux qui pensent que le risque essentiel dans la zone euro est **la faible rentabilité des banques (graphique 6)** et **le risque de crise de l'assurance-vie** si les taux d'intérêt restent très bas **se félicitent de la pentification de la courbe des taux d'intérêt de la zone euro** ;
- ceux qui pensent que le risque essentiel dans la zone euro est le risque **de retour d'une crise de la dette** dans les pays à endettement public élevé et croissance faible (Italie, Portugal, **graphiques 7a/b**), **s'inquiètent de la pentification de la courbe des taux d'intérêt de la zone euro**.

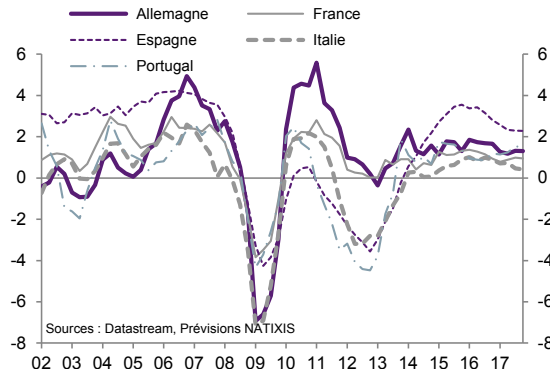
Graphique 6
Zone euro : profits des banques (en % du PIB valeur)



Graphique 7a
Dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 7b
Croissance du PIB en volume (GA en %)



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 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>