

Flash Economie

14 décembre 2016 - 1378

Quand la BCE deviendra-t-elle prisonnière de sa politique, comme la Banque du Japon?

La Banque du Japon est condamnée à ne pas laisser remonter ses taux d'intérêt à long terme ; ceux-ci ayant été très longtemps très bas, la remontée des taux d'intérêt à long terme ferait apparaître des pertes en capital insupportables pour les porteurs d'obligations (les banques en particulier).

La BCE a décidé de prolonger le Quantitative Easing jusqu'à la fin de 2017. A quel moment la prolongation du Quantitative Easing ferait-elle courir à la BCE le même risque d'irréversibilité qu'à la Banque du Japon ?

Nous partons de l'idée que cette irréversibilité du Quantitative Easing survient quand la remontée des taux d'intérêt à long terme conduirait à des taux d'intérêt à long terme supérieurs au taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires : si ce croisement des taux d'intérêt survient, il y a crise chez les détenteurs d'obligations dont l'ensemble du portefeuille passe en moins-value.

Cette situation se produirait dans la zone euro si le Quantitative Easing était prolongé au-delà du 1^{er} semestre 2018. A cette date, il deviendrait donc irréversible.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

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

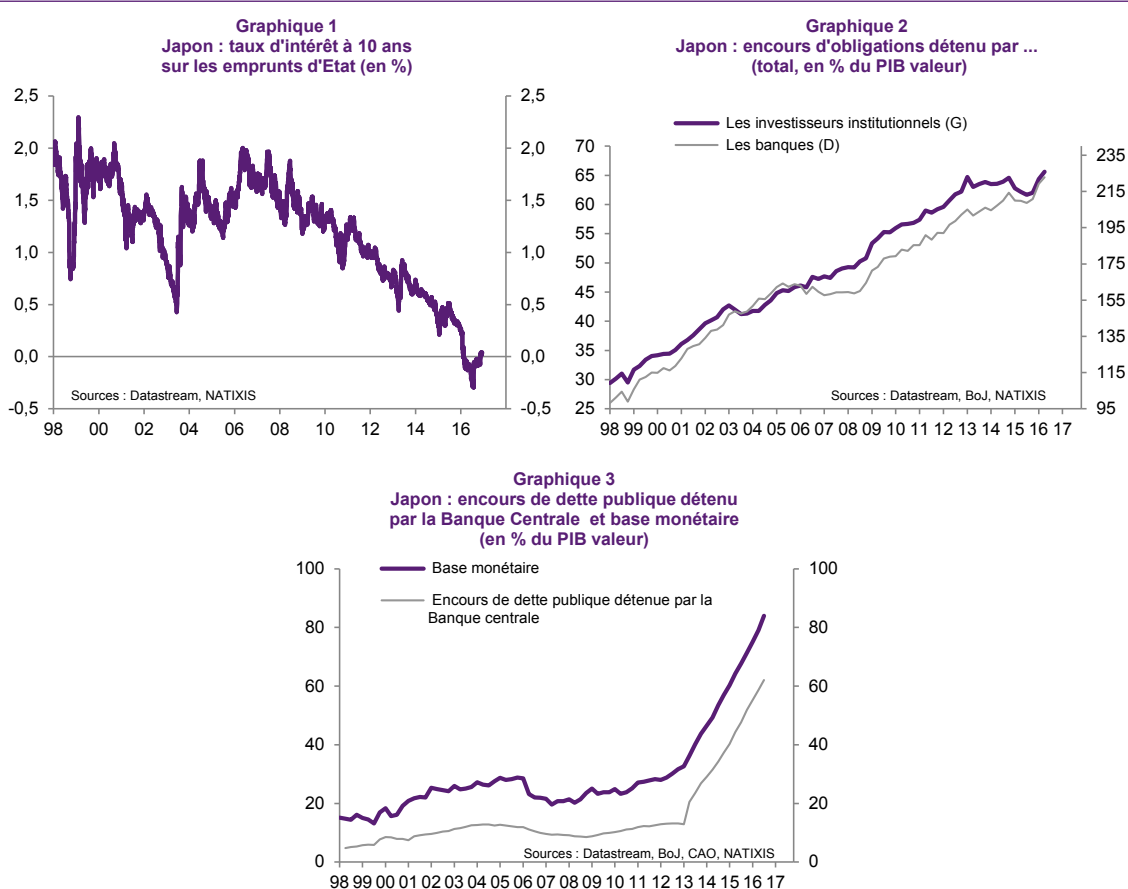
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

La Banque du Japon est condamnée à ne plus laisser les taux d'intérêt à long terme remonter

La Banque du Japon a décidé de **contrôler le taux d'intérêt à long terme** (à 0% pour le taux d'intérêt à 10 ans, **graphique 1**) ; elle est en réalité condamnée à ne jamais laisser remonter les taux d'intérêt à long terme, puisque, les taux d'intérêt ayant été très longtemps très bas, les détenteurs d'obligations (en particulier les banques, **graphique 2**) ont des portefeuilles obligataires ayant des coupons très bas, et subiraient des pertes en capital très importantes en cas de remontée des taux d'intérêt à long terme.

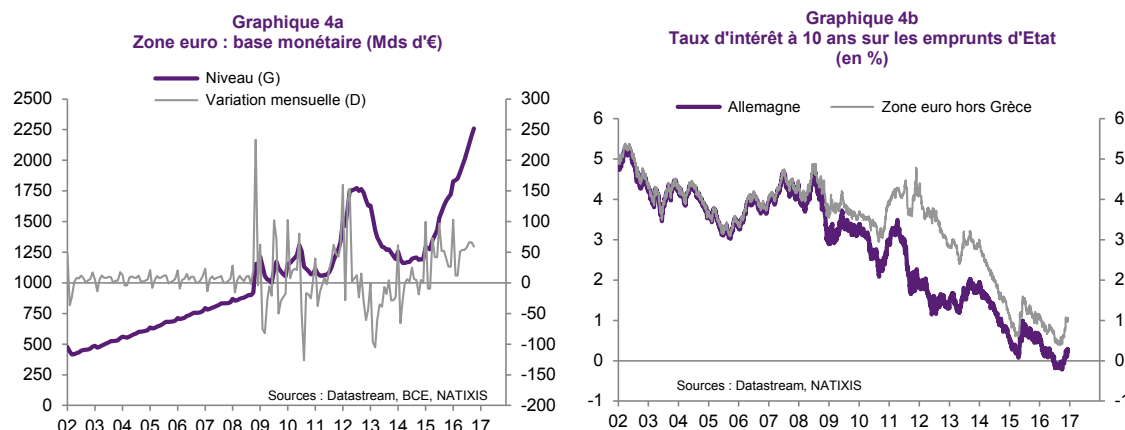
Pour empêcher la remontée des taux d'intérêt à long terme, la Banque du Japon doit acheter des quantités considérables d'obligations (**graphique 3**).



La BCE prolonge le Quantitative Easing

La BCE a décidé le 8 décembre 2016 de **prolonger le Quantitative Easing jusqu'en décembre 2017** (à 60 Mds € par mois à partir d'avril 2016, **graphique 4a**).

Ceci va maintenir des taux d'intérêt à long terme assez bas dans la zone euro (**graphique 4b**), même s'ils montent avec leur corrélation partielle avec les taux d'intérêt aux Etats-Unis.

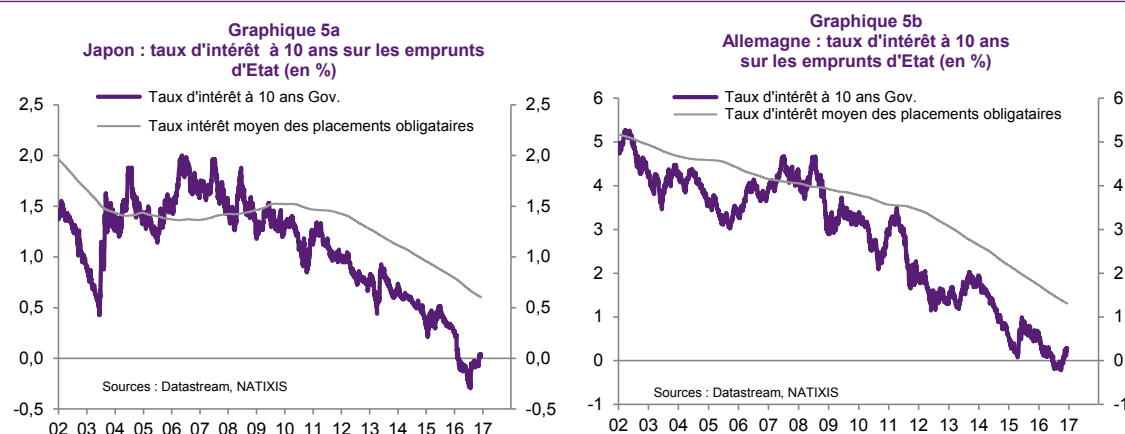


Ceci nous incite à nous demander si la BCE pourrait devenir, comme la Banque du Japon, prisonnière de sa politique monétaire expansionniste, pourrait-elle aussi être confrontée à l'irréversibilité du Quantitative Easing ?

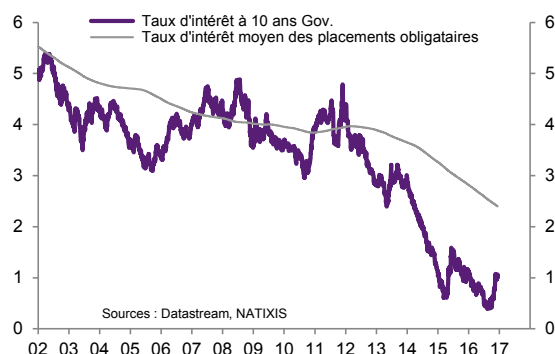
Le rôle du niveau relatif du taux d'intérêt à long terme et du taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires

Nous pensons que le Quantitative Easing devient irréversible lorsque son arrêt ferait passer le taux d'intérêt à long terme au-dessus du taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires. En effet, dans cette situation, les détenteurs d'obligations ont un portefeuille obligataire qui passe dans son ensemble en moins-value en capital ; de plus, les épargnants (les ménages) sont incités à sortir de leurs placements obligataires anciens (par exemple contrats d'assurance-vie) et à en ouvrir de nouveaux, ce qui peut déclencher une crise des intermédiaires financiers.

Les graphiques 5 a/b/c comparent le taux d'intérêt à long terme courant et le taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires (calculé à partir de la maturité moyenne des dettes).



Graphique 5c
Ensemble de la Zone euro hors Grèce : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

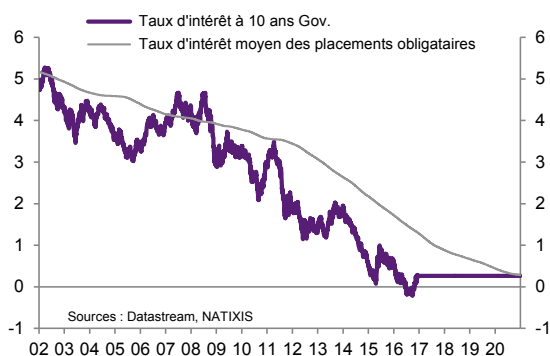


On voit qu'au Japon une crise obligataire pourrait être déclenchée par une hausse de 60 points de base du taux d'intérêt à long terme, ce qui explique la politique de fixation du taux d'intérêt de la Banque du Japon.

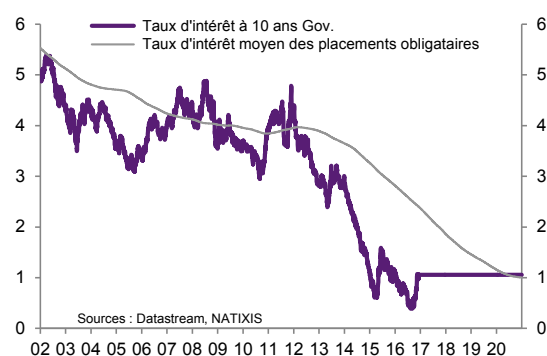
Dans la zone euro, la marge de sécurité est encore de 90 points de base pour l'Allemagne, 110 points de base pour l'ensemble de la zone euro.

Mais supposons que les taux d'intérêt à long terme restent au niveau d'aujourd'hui avec la prolongation du Quantitative Easing. Les graphiques 6 a/b montrent l'évolution future, dans cette hypothèse, de l'écart entre taux d'intérêt à long terme et taux d'intérêt moyen des placements obligataires.

Graphique 6a
Allemagne : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 6b
Zone euro hors Grèce : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



On voit que l'écart entre taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires et taux d'intérêt à long terme atteint la zone dangereuse (celle du Japon, 60 points de base) au 1^{er} trimestre 2018 en Allemagne, au 2^{ème} trimestre 2018 pour l'ensemble de la zone euro.

Synthèse : si le Quantitative Easing de la zone euro est prolongé au-delà du 1^{er} semestre 2018, il deviendra irréversible

Si le Quantitative Easing de la zone euro est prolongé au-delà du 1^{er} semestre 2018, l'écart entre le taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires et le taux d'intérêt à long terme deviendra aussi faible qu'au Japon, et la BCE n'osera plus sortir du Quantitative Easing. En effet, le passage du taux d'intérêt à long terme au-dessus du taux d'intérêt moyen des portefeuilles est un événement très dangereux pour les intermédiaires financiers : leur portefeuille obligataire passe en moins-values, les ménages sortent des placements obligataires anciens.

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>