

Flash Economie

6 septembre 2016 - 898

2017 : une année difficile pour la BCE

Nous pensons que les décisions de la BCE vont être beaucoup plus difficiles à prendre en 2017 qu'en 2016 ; en effet, la remontée du prix du pétrole va conduire à une perte de croissance mais aussi à une hausse de l'inflation dans la zone euro ; une remontée des taux d'intérêt à long terme pourrait redéclencher une crise des dettes publiques périphériques et se produirait avant que les réformes structurelles aient eu des effets, mais en même temps les effets négatifs et même contreproductifs de la politique monétaire ultra expansionniste de la BCE apparaissent de plus en plus clairement. La BCE privilégiera-t-elle l'inflation, la croissance, la situation des finances publiques, l'incitation aux réformes, la stabilité financière, la capacité à ne pas être condamnée à ne jamais sortir du Quantitative Easing ?

Patrick Artus

Tel. (33 1) 01 58 55 15 00

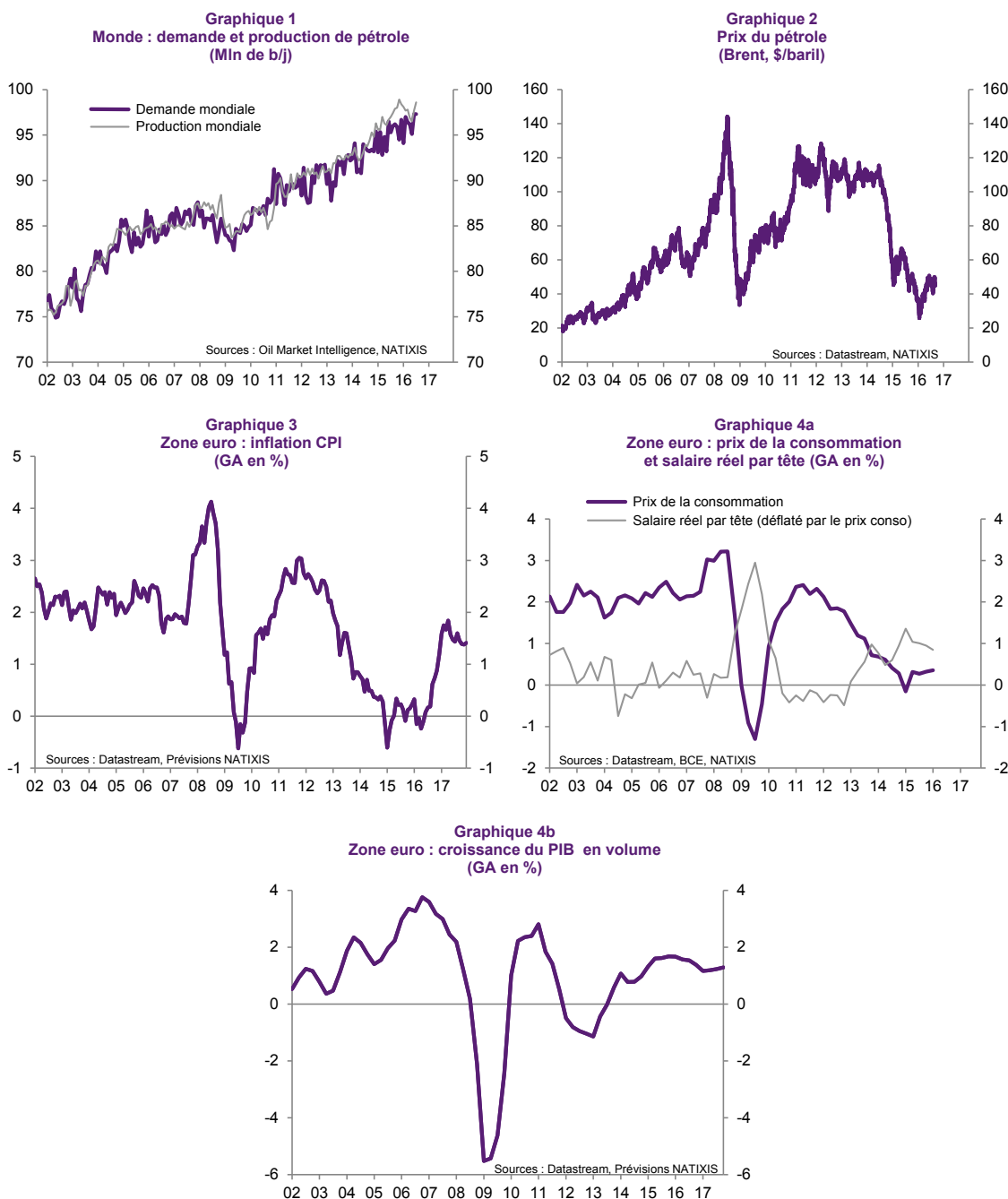
patrick.artus@natixis.com

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Hausse du prix du pétrole et pressions stagflationnistes

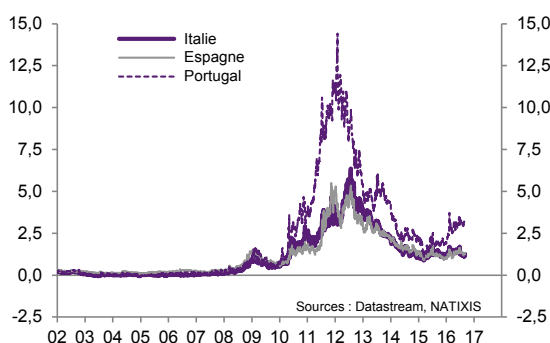
En 2017, on va voir apparaître dans la zone euro une **configuration toujours désagréable pour les Banques Centrales : des pressions stagflationnistes**. Le rééquilibrage déjà visible du marché du pétrole (**graphique 1**) devrait entraîner la **poursuite de la hausse du prix du pétrole (graphique 2), donc la hausse de l'inflation (graphique 3)**, qui devrait atteindre 1,5% au premier semestre 2017), **et une perte de croissance** avec la perte de revenu réel des ménages (**graphiques 4 a/b**). La BCE sera donc confrontée à une inflation plus très éloignée de l'objectif de 2%, mais en même temps à une croissance plus faible qu'en 2016, d'où une première difficile.



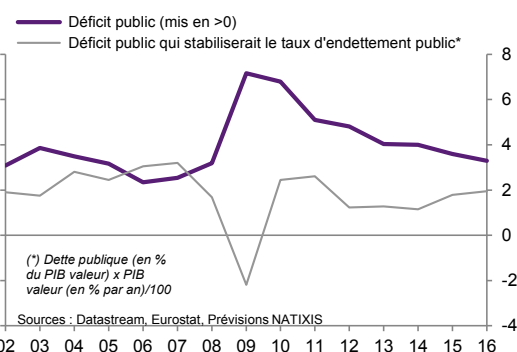
Deux risques graves peuvent être évités si la politique monétaire très expansionniste de la BCE est poursuivie

Le maintien de la politique monétaire très expansionniste de la BCE permet d'éviter deux risques graves. **Le premier est le retour d'une crise des dettes publiques (souveraines)**, comme celle de 2011-2012 (graphique 5), dans les pays de la périphérie de la zone euro. **Si les taux d'intérêt à long terme de la zone euro remontaient vers un niveau « normal », le déficit public deviendrait nettement supérieur au déficit public qui stabilise le taux d'endettement public** donc qui assure la solvabilité budgétaire dans plusieurs pays : France, Espagne, Italie, Portugal, d'où un risque de crise comme en 2011-2012, et ceci en raison de la remontée des paiements d'intérêts sur les dettes publiques (graphiques 6 a/b/c/d et 7).

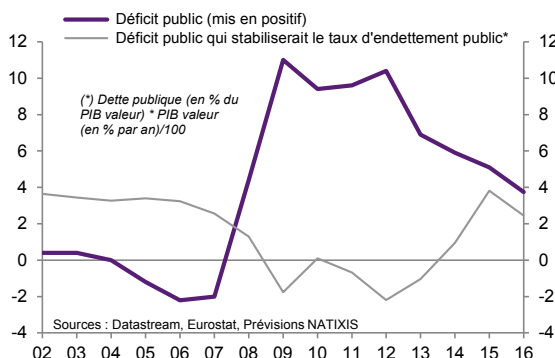
Graphique 5
Ecart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat du pays avec l'Allemagne (en%)



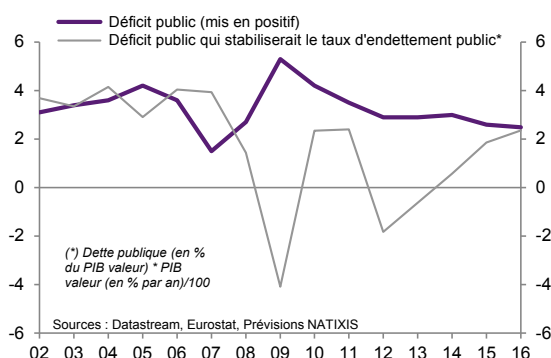
Graphique 6a
France : déficit public (en % du PIB valeur)



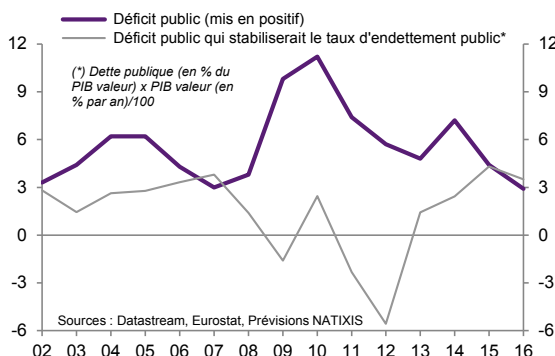
Graphique 6b
Espagne : déficit public (en % du PIB valeur)



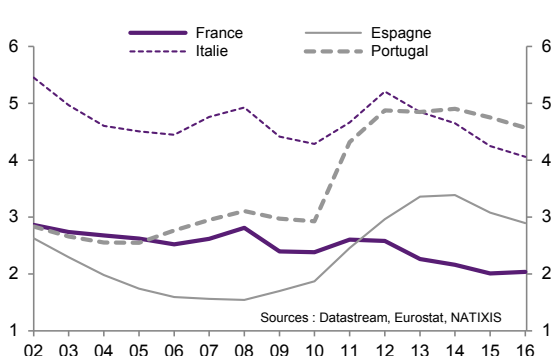
Graphique 6c
Italie : déficit public (en % du PIB valeur)



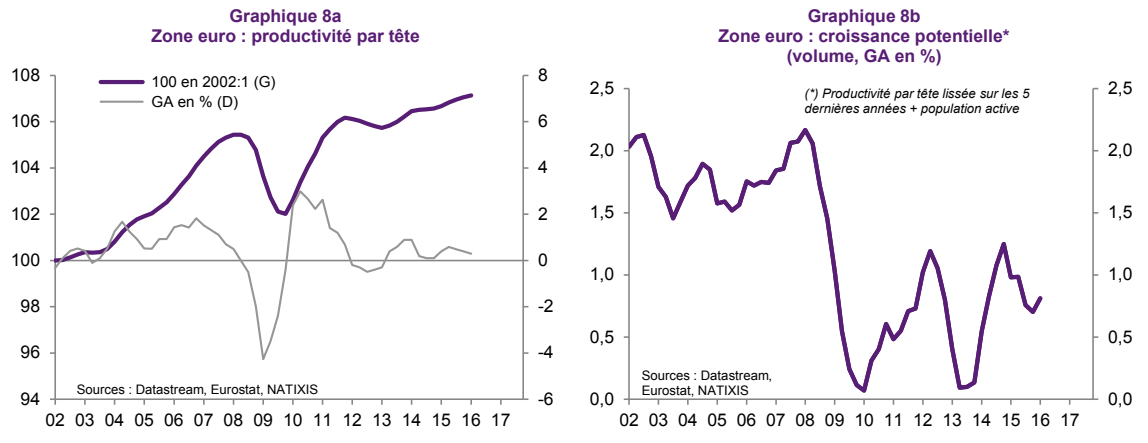
Graphique 6d
Portugal : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 7
Intérêts payés sur la dette publique (en % du PIB valeur)



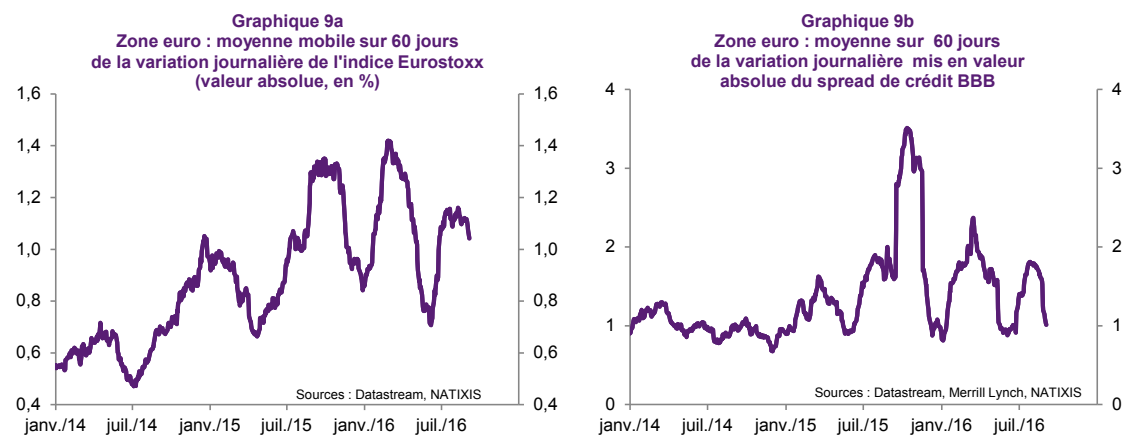
Par ailleurs, la BCE a répété que la politique monétaire très expansionniste **donnait du temps aux gouvernements pour mettre en place les réformes structurelles** (marché du travail, éducation et formation professionnelle, modernisation du capital, fiscalité). **Ceci est loin d'être le cas aujourd'hui, et on ne voit aucun signe dans la zone euro d'accélération de la productivité** et de la croissance potentielle (**graphiques 8 a/b**), ce qui rend difficile le passage à une politique monétaire plus restrictive alors que la croissance de long terme est encore très faible.



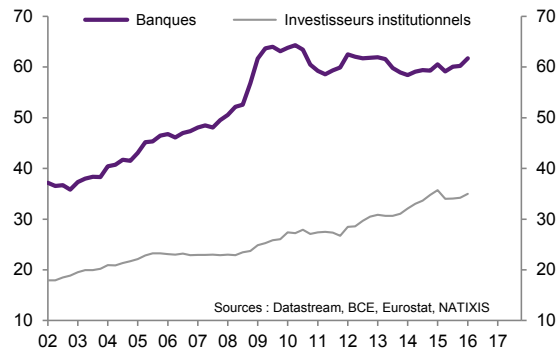
Mais les effets négatifs de la politique monétaire très expansionniste sont de plus en plus clairs et connus

Mais, dans le même temps, **les effets négatifs de la politique monétaire ultra-expansionniste de la BCE apparaissent de plus en plus clairement, et sont même décrits par la BCE elle-même.**

L'excès de liquidité a conduit à une forte **variabilité des prix des actifs financiers** (**graphiques 9 a/b** actions, obligations des entreprises) et à l'écrasement des primes de risque (sur les dettes publiques périphériques, sur les covered bonds, dans la période récente sur les obligations d'entreprise Investment Grade). La prolongation de la période de taux d'intérêt très bas conduit à l'accumulation chez les investisseurs et les banques de **portefeuilles d'obligations ayant des coupons très bas** (**graphique 10**), d'où un **risque de perte très importante en capital quand les taux d'intérêt remonteront** et d'où aussi des difficultés pour les sociétés d'assurance.

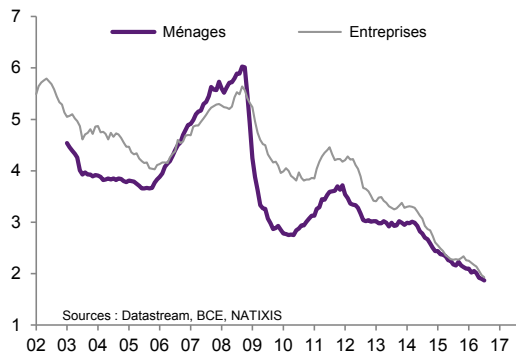


Graphique 10
Zone euro : encours d'obligations total détenu par...
(en % du PIB valeur)

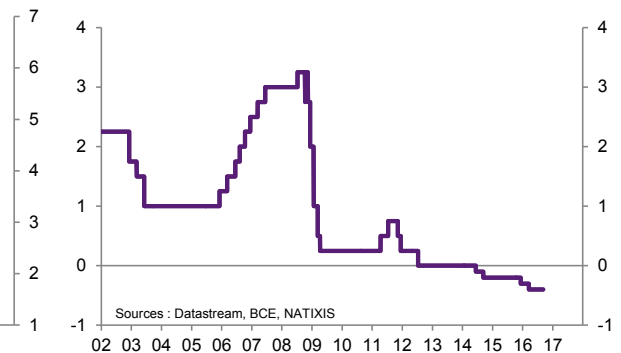


Le niveau bas des taux d'intérêt des crédits et le taux d'intérêt négatif sur les dépôts des banques **réduisent la rentabilité des banques (graphiques 11 a/b/c)** et leur capacité à accumuler des fonds propres donc à distribuer du crédit dans le futur. **Cet effet négatif sur les banques est de plus en plus intensément discuté.**

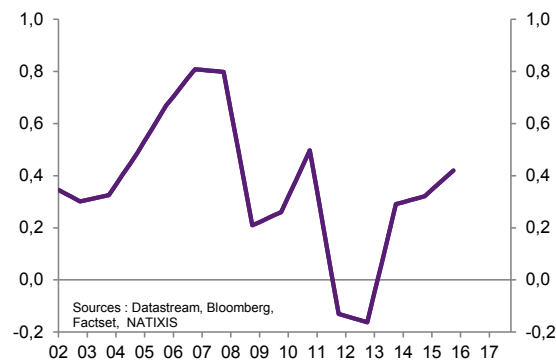
Graphique 11a
Zone euro : taux d'intérêt sur les crédits à
taux fixe aux ménages et aux entreprises (en %)



Graphique 11b
Zone euro : taux d'intérêt sur les
dépôts des banques à la BCE (en %)



Graphique 11c
Zone euro : profits des banques
(en % du PIB valeur)



Synthèse : une situation compliquée pour la BCE en 2017

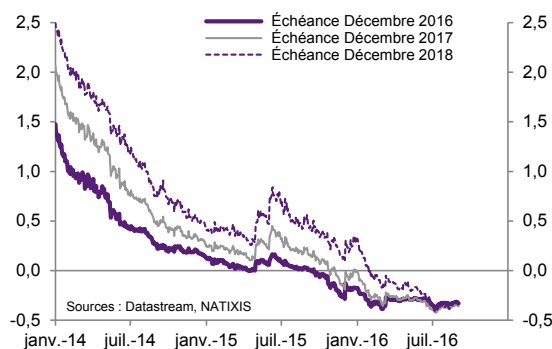
Que va alors faire la BCE en 2017 ? Les marchés financiers ne croient pas au passage à une politique monétaire moins expansionniste (graphique 12), mais ils n'analysent pas complètement la complexité de l'environnement auquel la BCE va être confrontée en 2018.

L'inflation de la zone euro ne sera plus très éloignée de l'objectif de 2%, ce qui rend difficile de maintenir une politique monétaire d'exception ; mais à l'inverse la croissance de la zone euro va s'affaiblir.

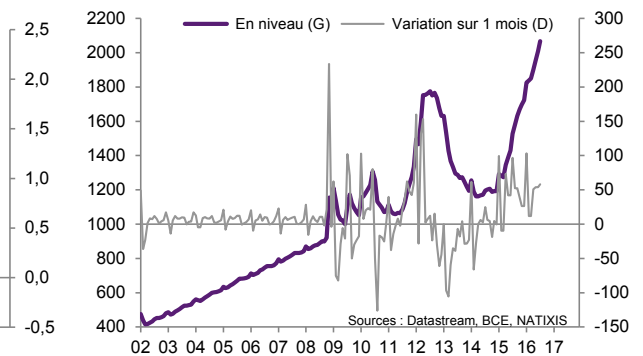
Une remontée des taux d'intérêt à long terme pourrait déclencher une nouvelle crise des dettes publiques périphériques, et de plus aurait lieu alors que la croissance de long terme de la zone euro est toujours très faible, en l'attente des effets des réformes structurelles ; mais, en sens opposé, la BCE ne veut pas être condamnée à ne jamais sortir de la politique monétaire ultra-expansionniste, ce qui peut être le cas si, comme au Japon, elle est menée trop longtemps ; et de plus la BCE est de plus en plus consciente des effets négatifs de sa politique, que nous décrivons plus haut.

Que va alors faire la BCE en 2017 ? Probablement rechercher un compromis qui pourrait être de prolonger à nouveau le Quantitative Easing (graphique 13), puis d'en sortir très progressivement à partir du second semestre 2017.

Graphique 12
Contrats Euribor (3 mois)



Graphique 13
Zone euro : base monétaire
(en Mds d'euros)



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 recevez 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 (CERTIFICATIONS) 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>