

Flash Economie

17 février 2020 - 205

Combien de temps la BCE peut-elle conserver des taux d'intérêt très bas sans déclencher de catastrophe ?

Les marchés financiers pensent que la BCE va conserver très longtemps des taux d'intérêt très bas. Mais est-ce possible ? Combien de temps les taux d'intérêt sur l'euro peuvent-ils rester très bas sans qu'il y ait :

- crise de l'assurance-vie (plus généralement des investisseurs en obligations) ;
- bulle sur les prix des actifs (en particulier les prix de l'immobilier) ;
- irréversibilité absolue de cette politique, avec le risque croissant de redéclencher une crise des dettes ?

Il nous semble qu'il faudrait que la BCE soit sortie de cette politique avant 2 ans.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

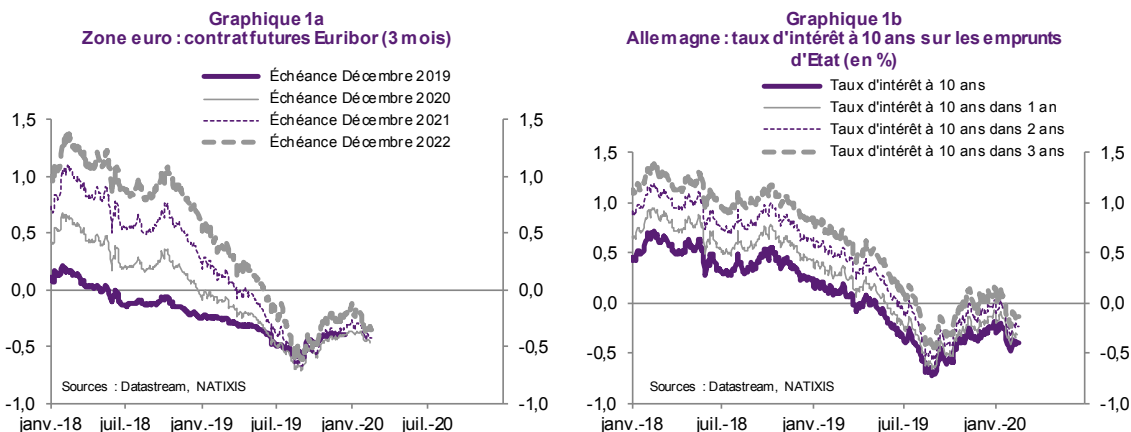
patrick.artus@natixis.com

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

www.research.natixis.com

Les marchés financiers pensent que la BCE va conserver très longtemps des taux d'intérêt très bas

Le **graphique 1a** montre les anticipations des marchés pour les **taux d'intérêt à 3 mois**, le **graphique 1b** celle pour les **taux d'intérêt à 10 ans en Allemagne**.



On voit que **les marchés financiers pensent que :**

- **les taux d'intérêt à court terme** vont monter très peu, 20 points de base en 3 ans ;
- **les taux d'intérêt à long terme** de même ne monteront que de 35 points de base en 3 ans.

Mais est-il vraiment possible que les taux d'intérêt restent aussi longtemps si bas dans la zone euro ? Ceci ne conduirait-il pas à des déséquilibres financiers insupportables ?

Combien de temps les taux d'intérêt peuvent-ils rester aussi bas dans la zone euro ?

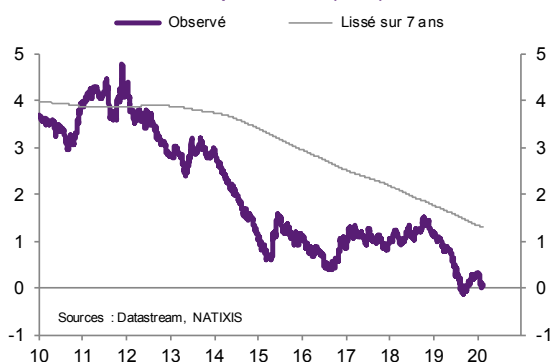
Regardons les évolutions dangereuses qui pourraient résulter de taux d'intérêt restant très bas.

1. Crise de l'assurance-vie (et des investisseurs en obligations)

La crise de l'assurance-vie européenne survient si les taux d'intérêt sur les portefeuilles obligataires deviennent trop bas pour que les investisseurs restent investis en obligations, donc en contrats d'assurance-vie.

Le **graphique 2a** montre le **taux d'intérêt à 10 ans dans la zone euro et sa valeur lissée sur 7 ans**, ce qui correspond à la durée moyenne des portefeuilles obligataires, le **graphique 2b** donne la même information pour les taux d'intérêt à 10 ans en Allemagne.

Graphique 2a
Zone euro hors Grèce : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 2b
Allemagne : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Si le taux d'intérêt à long terme ne varie pas :

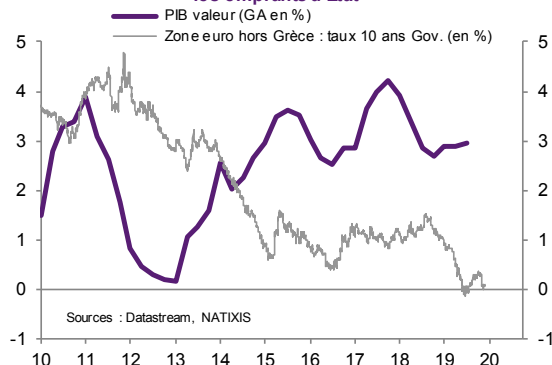
- **dans 2 ans** le taux d'intérêt à 10 ans de la zone euro lissé sur 7 ans sera de 0,8%, celui de l'Allemagne de 0,35%, ce qui correspond à peu près au rendement des portefeuilles obligataires à cette date ;
- **dans 3 ans, les taux d'intérêt lissés sur 7 ans** seront de 0,6% pour la zone euro, de 0,25% pour l'Allemagne.

Quel est le rendement minimal acceptable pour les épargnants pour l'assurance-vie ? Certainement pas des rendements aussi bas.

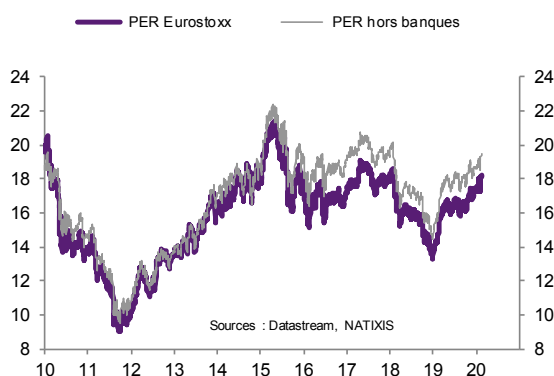
2. Bulles sur les prix des actifs

Si les taux d'intérêt à long terme restent très bas, très inférieurs à la croissance (**graphique 3**), **les prix des actifs vont continuer à augmenter (graphiques 4a/b).**

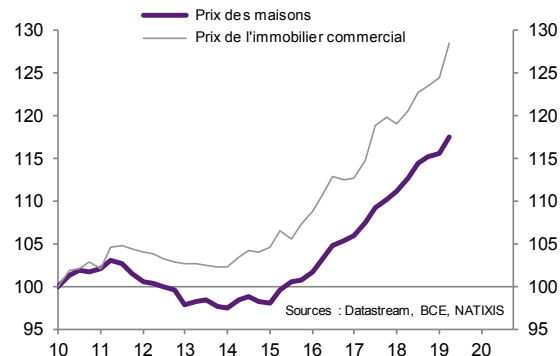
Graphique 3
Zone euro : PIB valeur et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Graphique 4a
Zone euro : PER



Graphique 4b
Zone euro : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 2010:1)

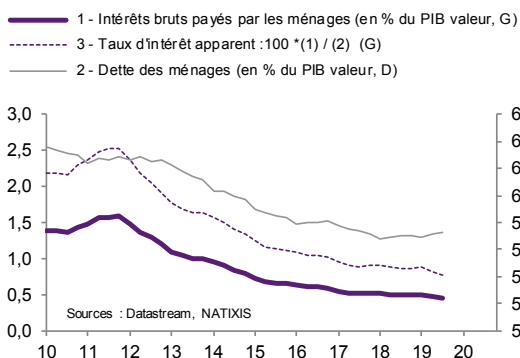


Ceci génère de nombreux dangers : le risque d'explosion de ces bulles, l'appauvrissement des « jeunes » qui doivent acheter des actifs surévalués ; le détournement de l'épargne vers des emplois spéculatifs.

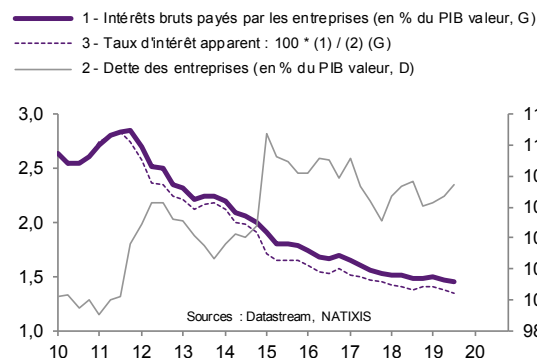
3. L'irréversibilité de cette politique

Plus les taux d'intérêt à long terme resteront durablement bas, **plus les taux d'intérêt moyens sur les dettes continueront à baisser (graphiques 5a/b/c),** et se rapprocheront des taux d'intérêt présents (graphique 5d).

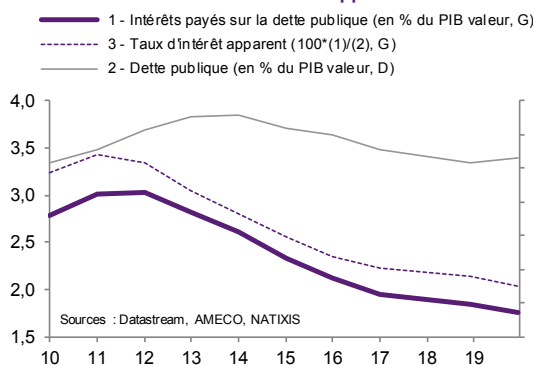
Graphique 5a
Zone euro : intérêts payés par les ménages, dette des ménages et taux d'intérêt apparent



Graphique 5b
Zone euro : intérêts payés par les entreprises, dette des entreprises et taux d'intérêt apparent



Graphique 5c
Zone euro : dette publique, intérêts payés sur la dette et taux d'intérêt apparent



Graphique 5d
Zone euro : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et sur les crédits à taux fixe aux entreprises et aux ménages (en %)



Plus le taux d'intérêt apparent sur une dette est faible, plus une hausse faible du taux d'intérêt courant suffit à faire remonter les paiements d'intérêts sur cette dette donc à dégrader la solvabilité de l'emprunteur, puisque le taux d'intérêt courant passe au-dessus du taux d'intérêt apparent.

Ceci accroît l'irréversibilité de la politique de taux d'intérêt bas : plus cette politique est maintenue longtemps, plus il est difficile d'en sortir puisqu'une faible hausse du taux d'intérêt suffit à dégrader la solvabilité des emprunteurs.

Synthèse : dans combien de temps les taux d'intérêt restant bas dans la zone euro deviennent-ils un problème grave ?

Si les taux d'intérêt de la zone euro restent trop longtemps bas :

- une crise de l'assurance-vie se déclenche avec la baisse du taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires ;
- des bulles sur les prix des actifs se développent avec les taux d'intérêt restant durablement plus bas que la croissance ;
- les taux d'intérêt bas deviennent irréversibles, car la hausse des taux d'intérêt, de plus en plus vite, dégrade la solvabilité des emprunteurs.

Nous avons vu que ces effets dangereux des taux d'intérêt restant bas dans la zone euro apparaîtront s'ils restent très bas encore plus de 2 ans probablement.

Avertissement

Ce document à caractère promotionnel est destiné uniquement à une clientèle professionnelle, des contreparties éligibles ou des investisseurs qualifiés.

Ce document est strictement confidentiel et 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.

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture (si utilisés dans ce document).

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 conseils, ni toute autre personne ne saurait être tenue 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.

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.

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.

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 (le cas échéant) 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.

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. 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.

[Conflit d'intérêt : Natixis, peut, à titre de principal ou d'agent, être impliqué dans un large éventail d'activités à l'échelle mondiale, avoir des positions dans, ou peut acheter ou vendre, ou être teneur de marché sur des titres, devises, instruments financiers ou autres actifs sous-jacents aux instruments auxquels se rapportent les informations. Les activités de Natixis liées à ces instruments peuvent avoir une incidence sur le prix de l'actif sous-jacent pertinent et peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts. Natixis peut fournir des services à tout membre du même groupe que le destinataire des informations ou toute autre entité ou personne, effectuant toute opération (pour son propre compte ou autrement) avec le destinataire de l'information ou d'un tiers, ou d'agir à l'égard d'autre sujet pour lui-même ou pour un tiers, nonobstant que ces services, les transactions ou actions peuvent être préjudiciables au destinataire des informations ou à tout membre de son groupe, et Natixis peut conserver pour son propre bénéfice toute rémunération ou profit y afférent. En outre, Natixis peut, soit en vertu des types de relations décrits au présent paragraphe, soit autrement, être en possession, de temps à autre, d'informations relatives à un instrument particulier qui est ou peut être important dans le contexte de cet instrument et qui peut ou non être accessible au public ou connu de vous. Le fait que nous vous fournissions un prix indicatif ou d'autres informations relatives à un tel instrument ne crée aucune obligation de la part de Natixis de vous communiquer ces informations (confidentielles ou non).]

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>

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'exerce 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.