

## Flash Economie

24 janvier 2017 - 143

### Jusqu'à quand Draghi peut-il tenir ? Un retour sur le risque d'irréversibilité du Quantitative Easing

On sent bien que M. Draghi voudrait continuer le Quantitative Easing au-delà de la fin de 2017, ses motivations pouvant être diverses :

- le sous-emploi de la zone euro est encore très important, en conséquence l'inflation sous-jacente faible ;
- la baisse du prix du pétrole va freiner la croissance de la zone euro ;
- la fin du Quantitative Easing pourrait conduire à une remontée importante des taux d'intérêt à long terme, car elle se cumulerait à la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis et à celle de l'inflation anticipée ;
- les partis populistes pourraient utiliser comme argument le passage de la BCE à une politique « d'austérité ».

M. Draghi peut se heurter à un problème politique (les critiques de ceux qui défendent le mandat strict de la BCE lié à l'inflation totale). Mais nous nous intéressons ici surtout au problème économique et financier : le maintien du Quantitative Easing fait encore baisser les taux d'intérêt moyens des dettes et des portefeuilles obligataires. Si cette baisse se prolonge trop longtemps, alors le Quantitative Easing peut devenir irréversible, car son arrêt provoquerait le passage des taux d'intérêt à long terme au-dessus du taux d'intérêt moyen sur le stock d'obligations, ce qui aggrave la situation des emprunteurs et peut entraîner une crise pour les investisseurs institutionnels (assureurs...). Nous pensons alors que les situations de la France, de l'Espagne et de l'Italie rendent difficile la poursuite du Quantitative Easing après la fin de 2017.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

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

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

**BANQUE DE GRANDE CLIENTELE**  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

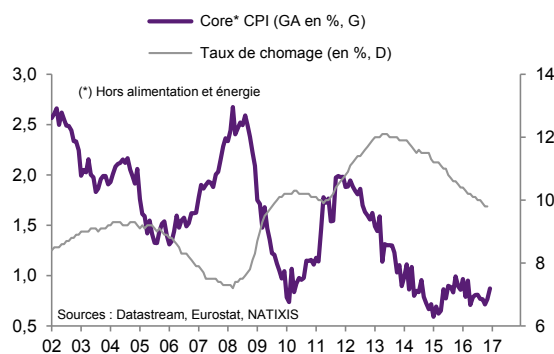
## Les raisons qui peuvent pousser M. Draghi à continuer le Quantitative Easing au-delà de la fin de 2017

Les dernières déclarations de M. Draghi (par exemple sur la nécessité de la « patience ») révèlent que **probablement il souhaite continuer le Quantitative Easing au-delà de la fin de 2017.**

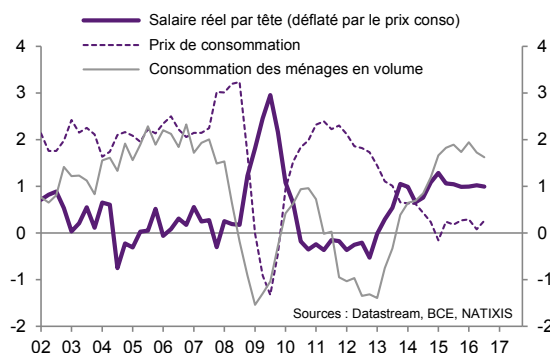
Ceci peut se comprendre :

- **le chômage de la zone euro est encore élevé et en conséquence l'inflation sous-jacente de la zone euro faible (graphique 1) ;**
- **la hausse du prix du pétrole va réduire la demande des ménages et la croissance de la zone euro**, évolution opposée de celle observée de 2014 à 2016 (**graphique 2**) ;
- **l'environnement est favorable à la hausse des taux d'intérêt à long terme de la zone euro** : hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis (**graphique 3a**), hausse de l'inflation anticipée avec la hausse du prix du pétrole (**graphiques 3b/c**). **L'arrêt du Quantitative Easing, dans cette configuration, pourrait conduire à une forte hausse des taux d'intérêt à long terme de la zone euro (graphiques 3d/e).** Lorsque B. Bernanke arrête le Quantitative Easing aux Etats-Unis en 2014, la configuration est très différente puisque le prix du pétrole chute (**graphique 3c**). **Une forte hausse des taux d'intérêt à long terme de la zone euro aurait des effets sévères sur la solvabilité des Etats, sur la situation des assureurs, sur l'immobilier résidentiel ;**
- **l'objectif de M. Draghi peut aussi être politique** : éviter que les partis populistes dans la zone euro puissent utiliser une crise de la dette ou l'argument de l'austérité des politiques économiques de la zone euro.

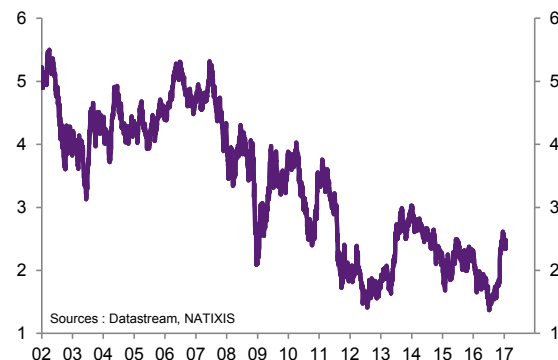
Graphique 1  
Zone euro : inflation sous-jacente et taux de chômage



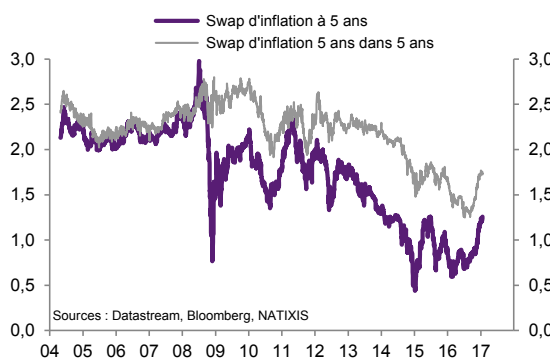
**Graphique 2**  
Zone euro : salaire par tête et consommation des ménages (GA en %)



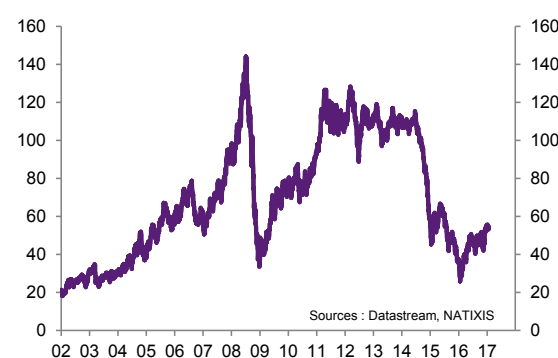
**Graphique 3a**  
Etats-Unis : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



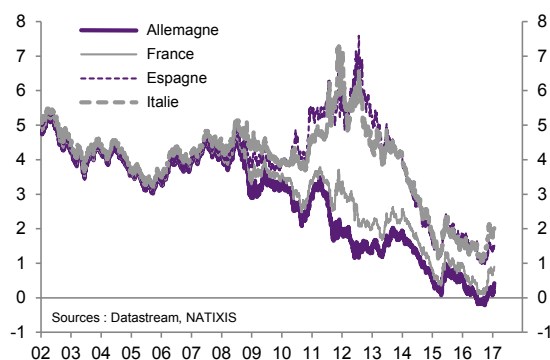
**Graphique 3b**  
Zone euro : swaps d'inflation à 5 ans (zéro coupon)



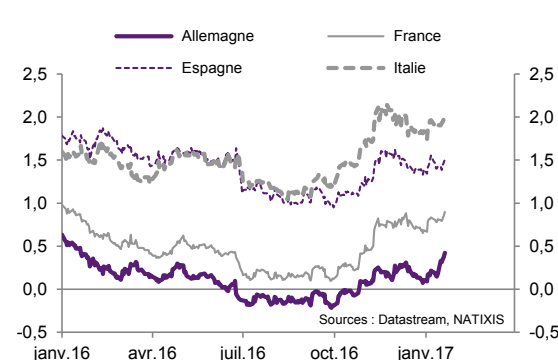
**Graphique 3c**  
Prix du pétrole (Brent, \$/baril)



**Graphique 3d**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



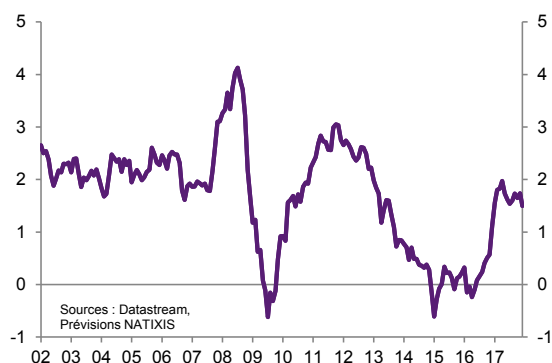
**Graphique 3e**  
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



## Combien de temps M. Draghi peut-il tenir ?

Il existe bien sûr d'abord un problème politique : l'objectif de la BCE est de maintenir l'inflation totale et non l'inflation sous-jacente en dessous de 2%, et la hausse du prix du pétrole ramène l'inflation vers 2% (graphique 4). Ceci conduit l'Allemagne et d'autres pays à réclamer la fin du Quantitative Easing.

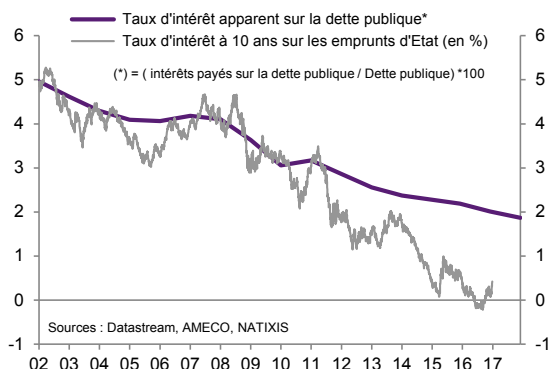
Graphique 4  
Zone euro : prévisions de l'inflation (CPI, GA en %)



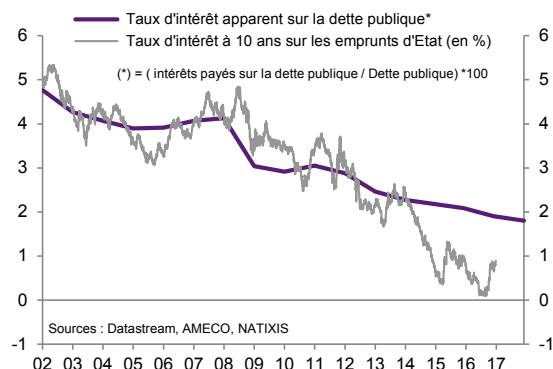
Mais nous nous intéressons surtout ici au problème économique et financier : combien de temps la BCE peut-elle maintenir le Quantitative Easing sans prendre le risque de l'irréversibilité de cette politique ?

Cette question est liée à celle de la hiérarchie entre le taux d'intérêt à long terme et le taux d'intérêt moyen des dettes et des portefeuilles obligataires (graphiques 5a/b/c/d/e).

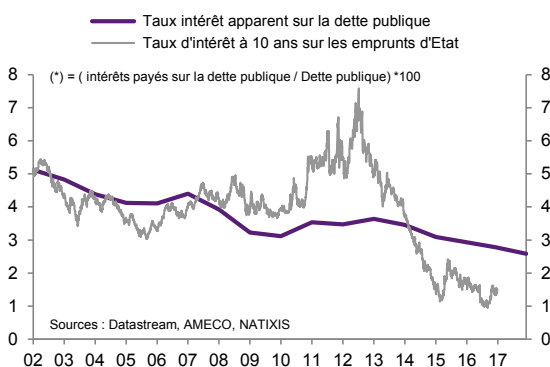
Graphique 5a  
Allemagne : taux d'intérêt (en %)



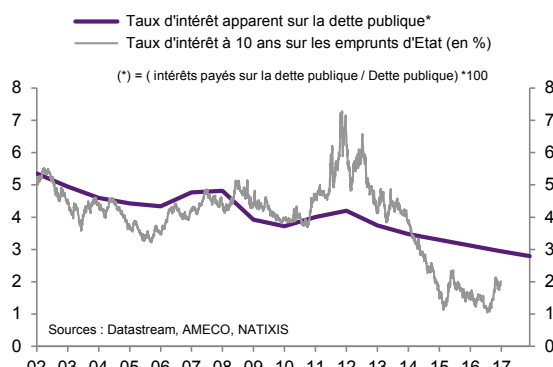
Graphique 5b  
France : taux d'intérêt (en %)



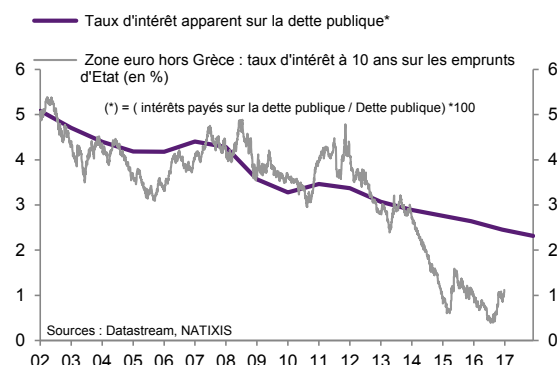
Graphique 5c  
Espagne : taux d'intérêt (en %)



Graphique 5d  
Italie : taux d'intérêt (en %)



**Graphique 5e**  
**Zone euro : taux d'intérêt (en %)**



Si la BCE continue le quantitative Easing, le taux d'intérêt à long terme moyen des portefeuilles obligataires continue à diminuer. S'il diminue trop, si le Quantitative Easing est arrêté, le taux d'intérêt à long terme passe au-dessus du taux d'intérêt moyen des portefeuilles obligataires.

Or ceci est très dangereux :

- **dégradation de la solvabilité des Etats**, avec la remontée des paiements d'intérêts sur la dette publique ;
- **crise des investisseurs en obligations** (assureurs), leurs clients sortant des vieux contrats pour en ouvrir de nouveaux avec un rendement plus élevé.

Les graphiques 5a à 5e montrent que cette situation dangereuse peut se produire si le Quantitative Easing est maintenu au-delà de la fin de 2017 (pour la France, l'Espagne, l'Italie) ou de la fin de 2018 (zone euro, Allemagne) puisque nos estimations montrent que l'arrêt du Quantitative Easing ferait monter les taux d'intérêt à long terme de 100 à 120 points de base. S'il est maintenu au-delà de cette date, il peut devenir irréversible puisque en sortir provoquerait un risque de crise financière.

## Synthèse : Draghi peut difficilement tenir au-delà de la fin de 2017

On comprend pourquoi M. Draghi souhaite probablement poursuivre le Quantitative Easing au-delà de la fin de 2017 : dans la zone euro, niveau élevé du chômage et faible de l'inflation sous-jacente ; freinage de la croissance par la hausse du prix du pétrole ; risque de remontée importante des taux d'intérêt à long terme ; arguments donnés aux populistes.

Mais d'une part le mandat de la BCE porte sur l'inflation totale et non sur l'inflation sous-jacente. Surtout, d'autre part, si le Quantitative Easing est maintenu trop longtemps, la baisse des taux d'intérêt moyens sur les dettes et les portefeuilles obligataires risque de le rendre irréversible, car faire passer, en cas de sortie du Quantitative Easing, le taux d'intérêt à long terme au-dessus du taux d'intérêt moyen du stock d'obligations fait courir le risque de crise financière.

**Cette seconde contrainte va empêcher probablement M. Draghi de prolonger le Quantitative Easing au-delà de 2017, en raison des situations des taux d'intérêt en France, en Espagne et en Italie.**

## 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>