



Les taux bas en zone euro sont-ils durables ?

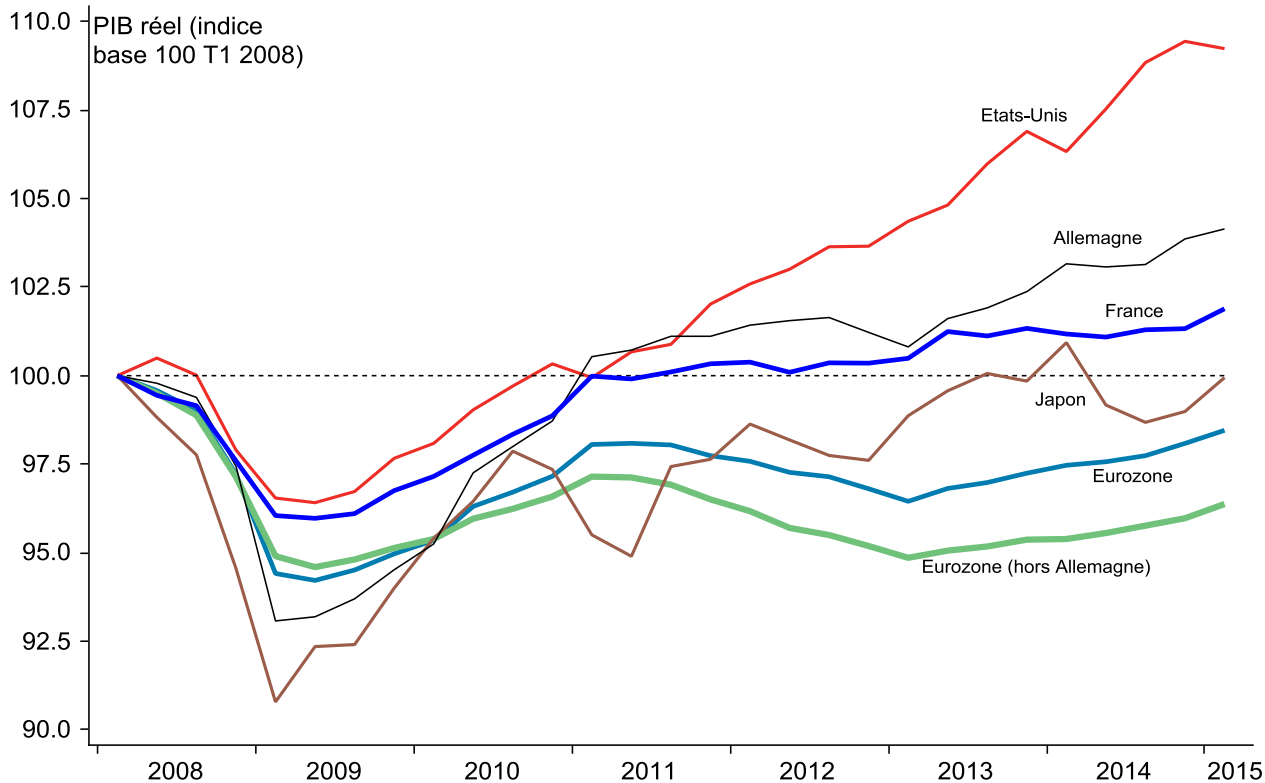


BNP PARIBAS
CORPORATE & INSTITUTIONAL BANKING

| The bank for a changing world

Dominique Barbet
Market Economics

Des reprises inégales



- Le recul du PIB américain au T1 est transitoire (comme en 2014)
- La croissance allemande se poursuit alors que la reprise se généralise en zone euro
- Les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes aux USA ont bien joué leur rôle de moteur de l'activité

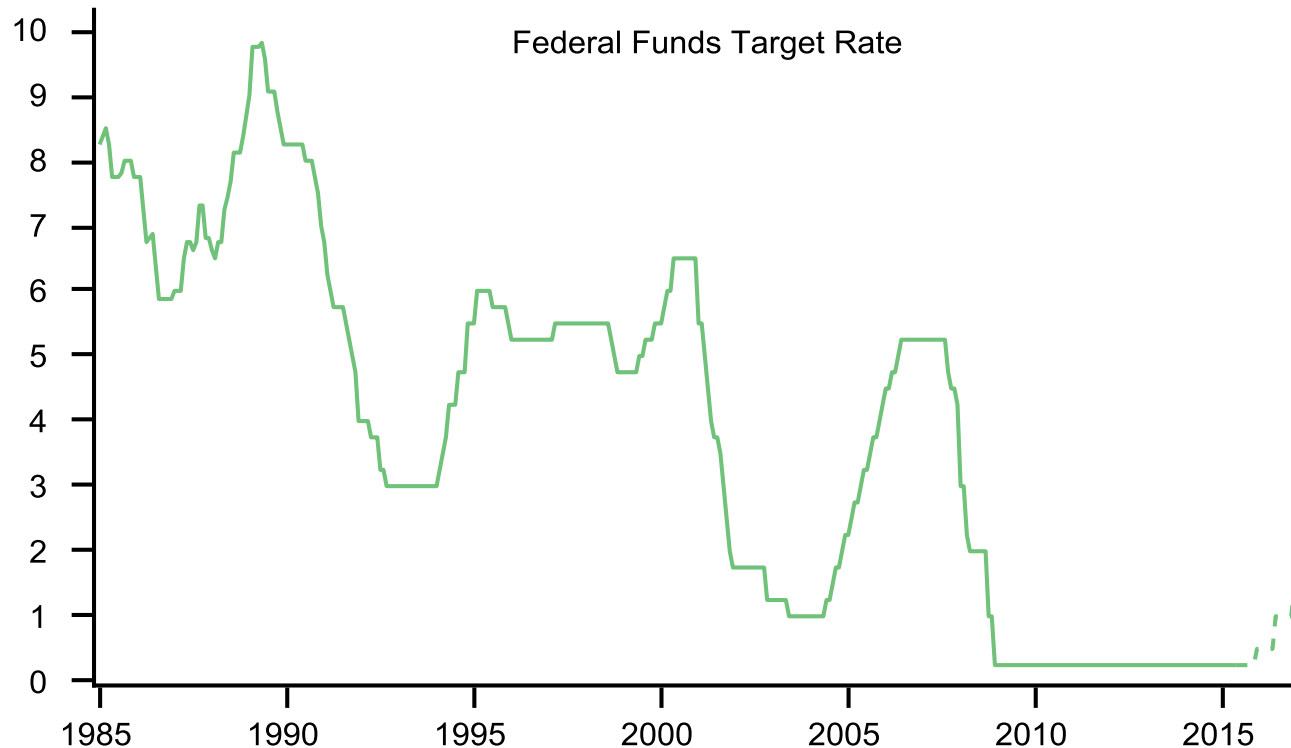
Source: Macrobond, BNP Paribas



L'amélioration conjoncturelle se diffuse progressivement



Perspective sur le taux directeur américain



Source: Macrobond, BNP Paribas

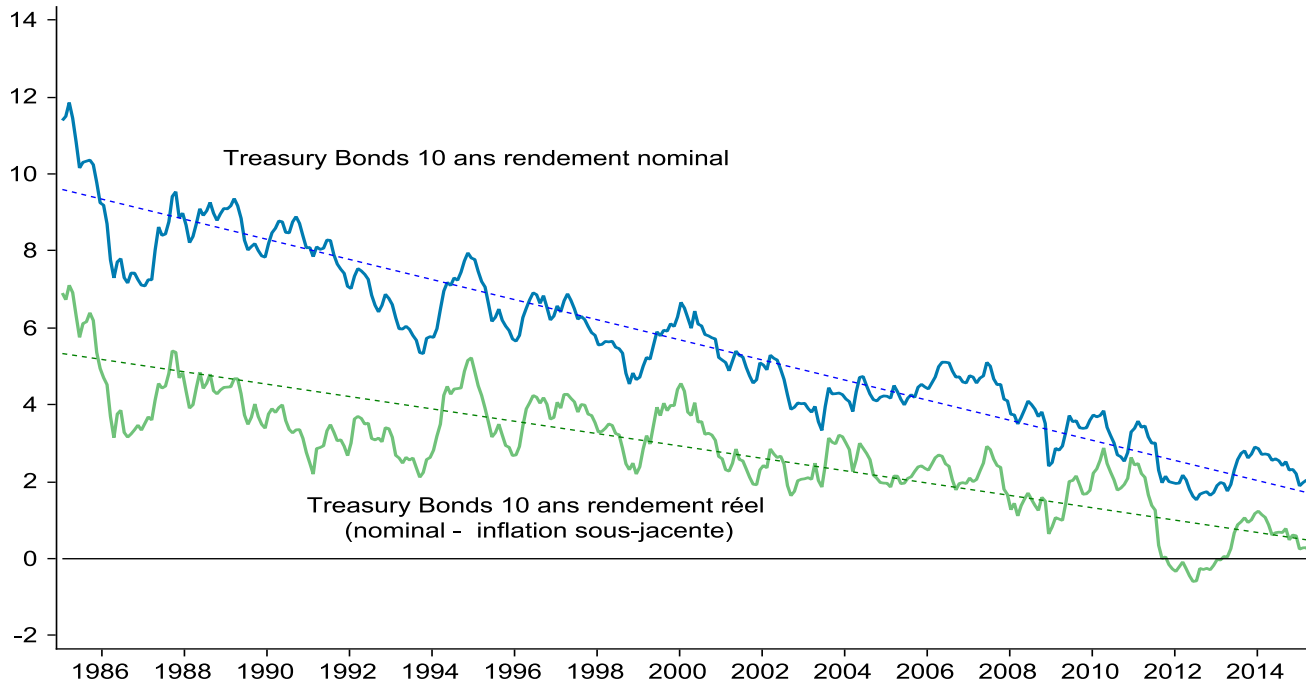
- Nous attendons un début de hausse des taux directeurs américains en septembre 2015, puis une hausse lente en 2016
- La Fed a préparé les marchés financiers, elle agira avec une extrême prudence
- Les taux courts devraient rester à un niveau faible, même aux Etats-Unis



Prudence et tendance baissière



La tendance lourde des rendements américains



- Il y a une solide tendance baissière des taux longs américains sur les 30 dernières années
- Cela est vrai pour les taux nominaux comme pour les taux diminués de l'inflation tendancielle
- Cela reflète un déséquilibre mondial avec davantage d'épargne et des investissements moins dynamiques
- Le marché butte sur la frontière basse avec des taux presque nuls

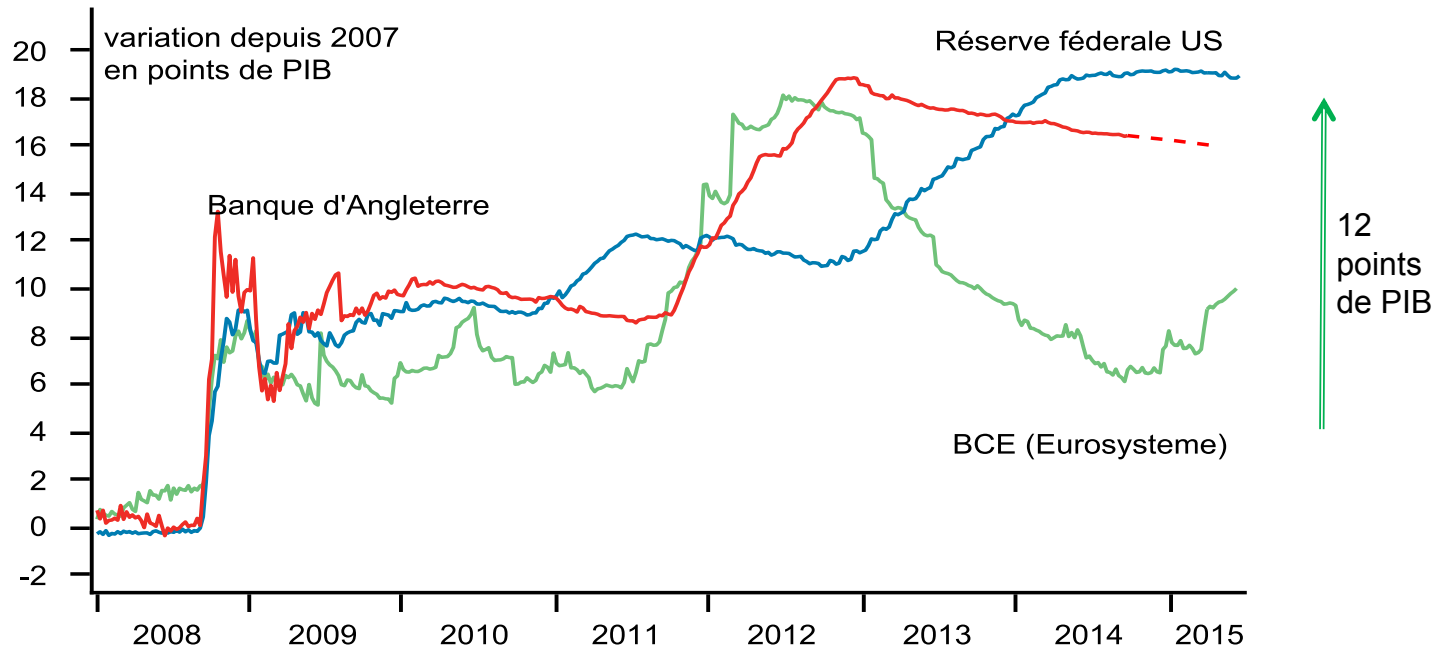
Source: Macrobond, BNP Paribas



Les taux en dollars devraient rester bas



Bilan des banques centrales (en % de leur PIB)



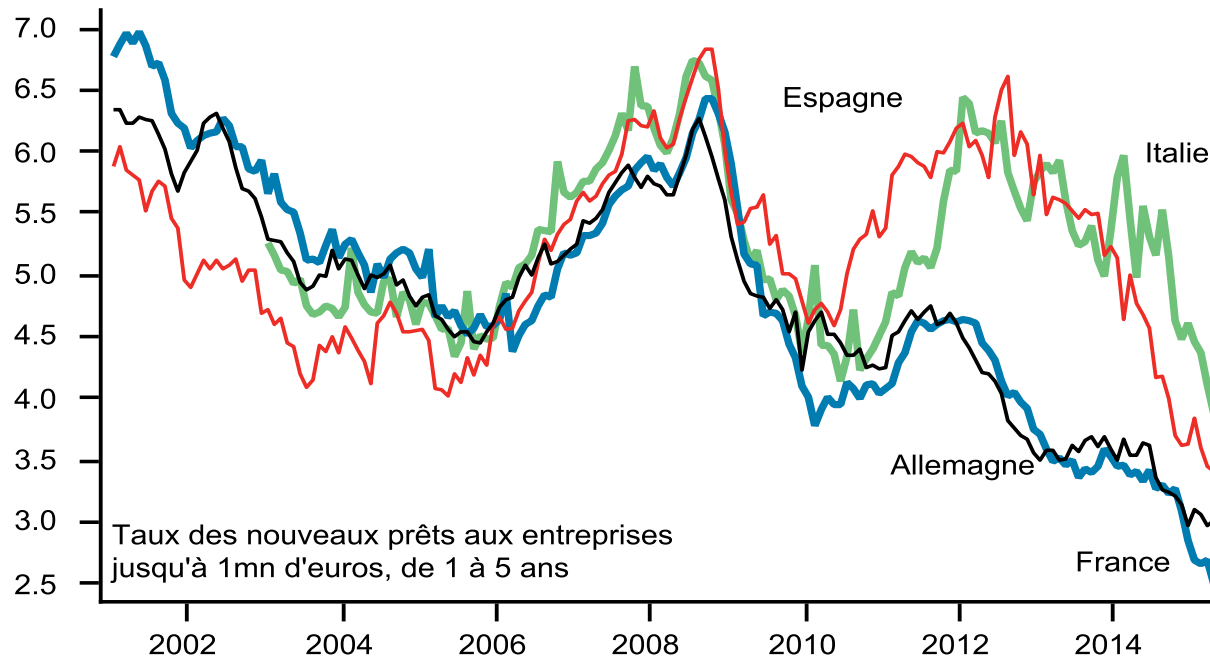
- Le programme d'achat d'actifs de la BCE se monte à 1 200mds d'euros, près de 7% du PIB sur la période, soit 12% d'une année de PIB Source: Macrobond, BNP Paribas
- Ce montant est similaire à celui qui avait été mis en œuvre au RU et aux USA, soit à peu près le déficit public de cette époque
- Cependant ce programme intervient tardivement en zone euro, alors que les déficits publics ont déjà été très réduits
- Ainsi la BCE achète plus du double du montant net des émissions publiques de la zone euro



Des politiques monétaires désynchronisées



Taux des prêts bancaires à l'économie



Source: Macrobond, ECB, BNP Paribas

- La mise en œuvre des opérations de refinancement à long-terme de la BCE (TLTROs) est efficace
 - Depuis la mi-2014, la BCE a prêté 383 mds d'euros avec échéance en septembre 2018
 - Les taux des prêts aux PME ont baissé partout
 - Les écarts de taux pratiqués sur les différents marchés nationaux se réduisent
- Le financement des grandes entreprises se fait davantage sur les marchés et moins via les banques

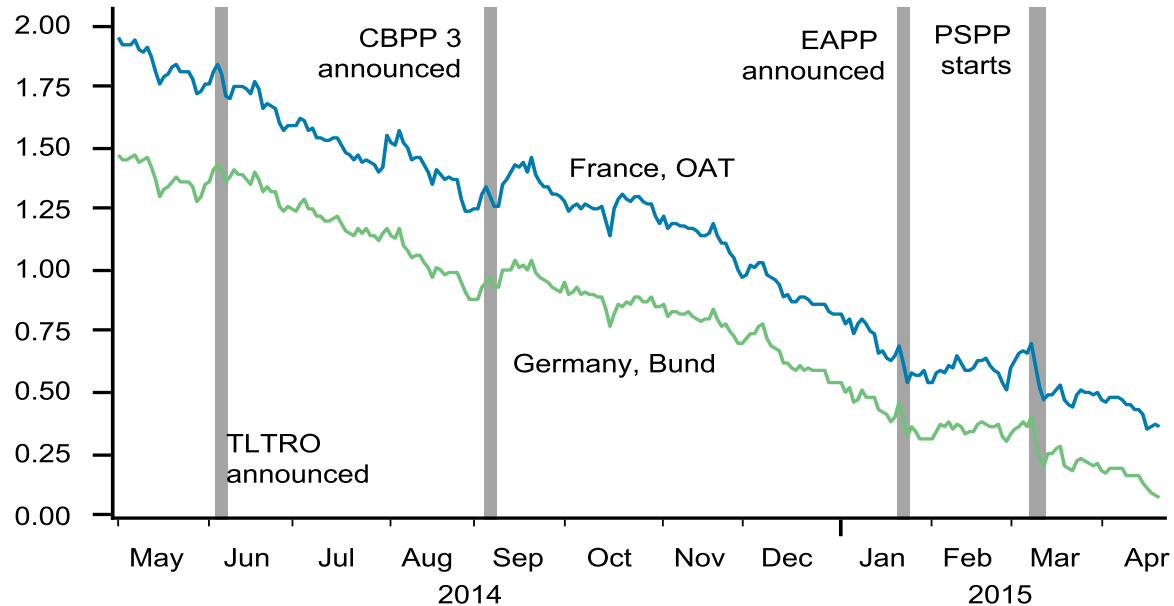


La BCE est train de réduire la fracture bancaire



Marché obligataire européen – phase 1

Taux de rendement des titres souverains à 10 ans



Source: Macrobond, BNP Paribas

- Le marché a sur-réagi aux annonces faites par la BCE,
- L'idée s'est imposée un temps que les banques centrales européennes ne trouveraient pas assez de papier à acheter
- Le mouvement a été porté par les marchés dérivés (et non des achats de titres)
- Les taux sont tombés à des niveaux excessivement bas, les titres étaient notoirement surévalués

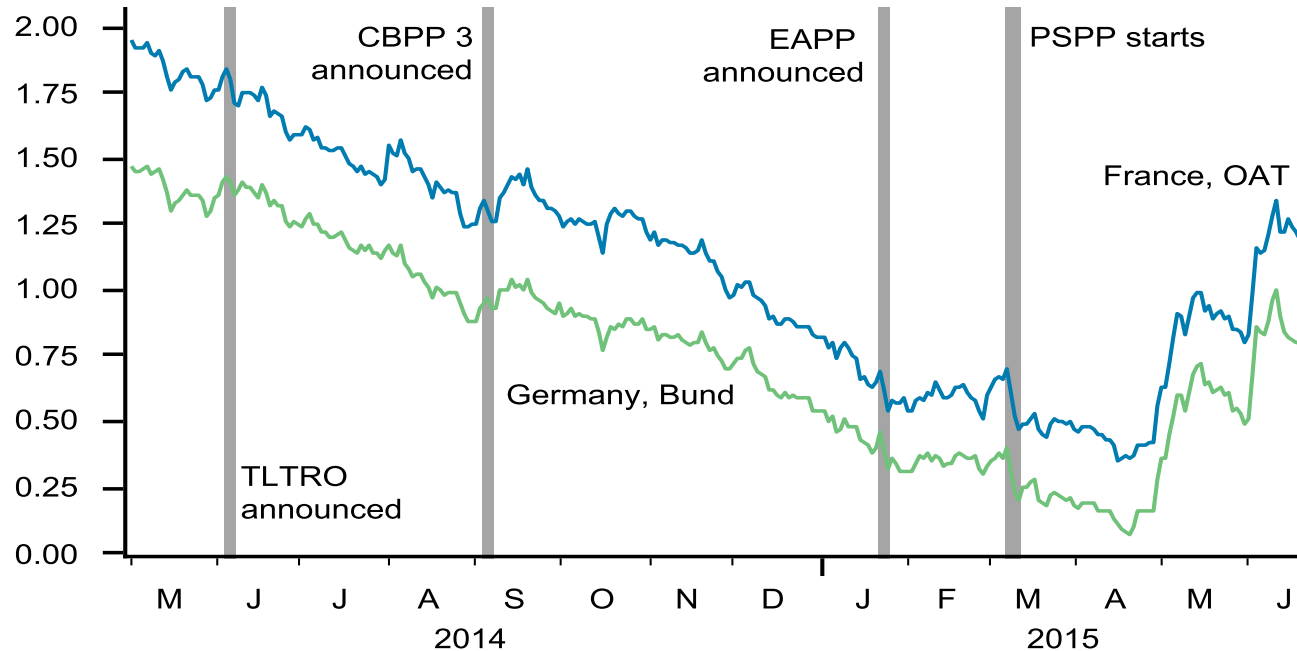


La naissance d'une bulle spéculative...



Marché obligataire européen – phase 2

Taux de rendement des titres souverains à 10 ans



Source: Macrobond, BNP Paribas

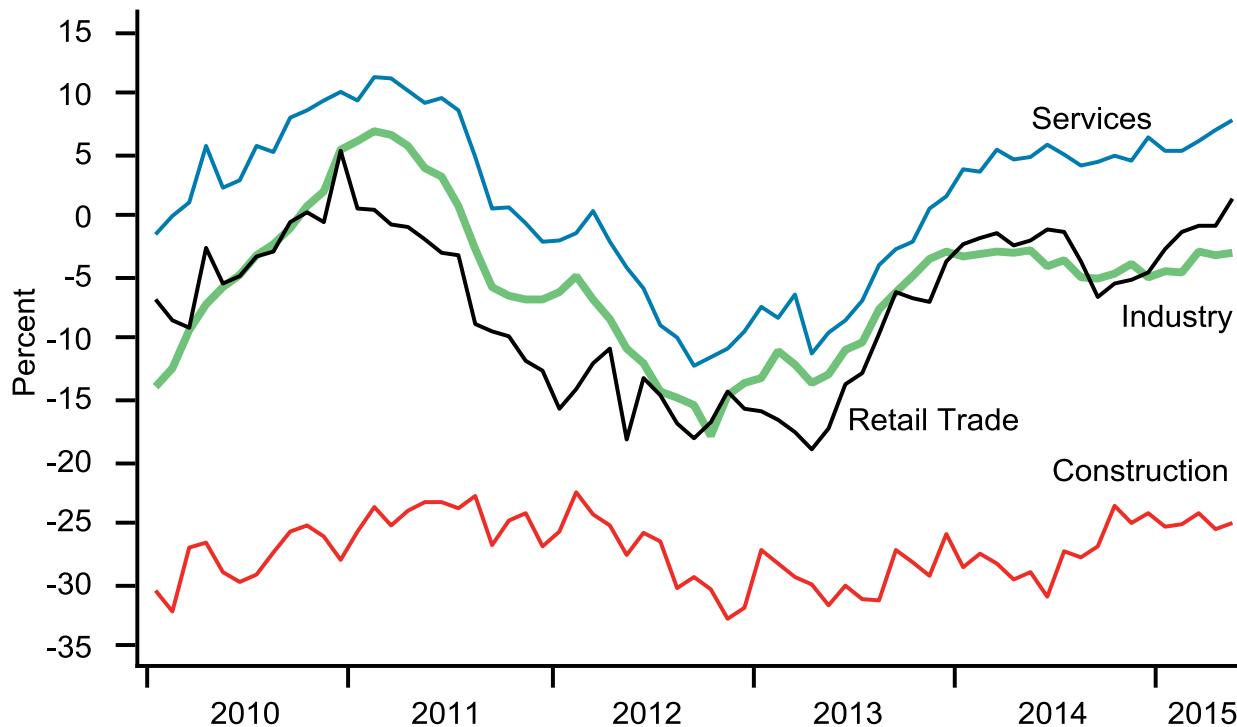
- C'était oublier que les non-residents (hors zone euro) detiennent 4 800 mds d'euros d'obligations européennes, 4 fois le montant du QE
- La correction était inévitable, elle a été d'autant plus violente que les positions étaient spéculatives
- De plus les banques sont moins actives en tant que teneurs de marchés (et Mario Draghi a été maladroit le 3 juin)
- Est-on revenu à une valorisation en ligne avec les conditions économiques ?



...suivie d'un retour à une situation normale



Indices de confiance des entreprises dans la zone euro



Source: Macrobond, BNP Paribas

- Les indices de diffusion montrent l'écart, en %, entre les « optimistes » et les « pessimistes »
- Le commerce de détail et les services sont bien orientés à des niveaux élevés, signe d'une reprise tirée par la demande finale intérieure
- L'industrie a commencé à se reprendre, signe que la baisse de l'euro commence à impacter favorablement les exportations
- La construction reste hésitante, affectée par l'austérité budgétaire

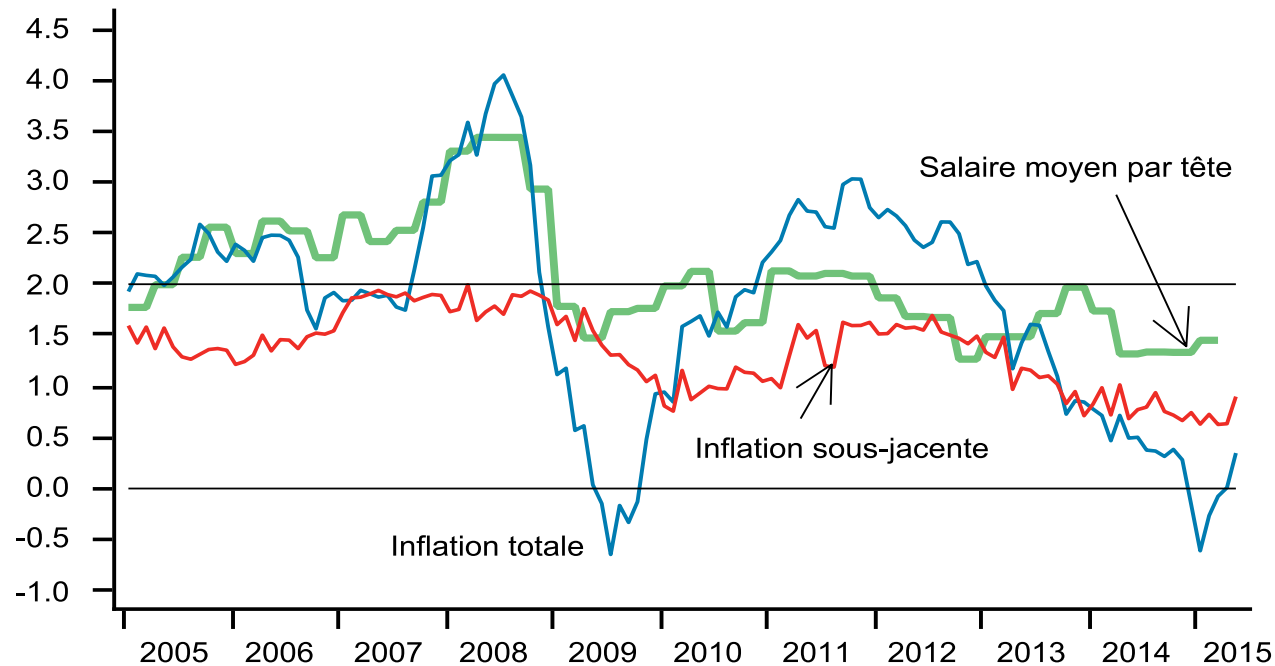


La confiance des entreprises revient



Zone euro : ni inflation ni déflation

% en glissement annuel



- Le risque de déflation est écarté, mais la BCE reste très loin de son objectif d'une inflation proche de 2% Source: Washington, BNP Paribas
- La croissance des salaires est et restera modeste, ce qui nous garantit une inflation sous-jacente durablement faible
- Les taux d'intérêt devraient rester durablement faibles : moins de 1% en moyenne cette année en France



L'inflation est contenue à un niveau bas



Communications importantes

Les informations contenues aux présentes vous sont communiquées de façon strictement confidentielle et pour information seulement. Ce document ne doit en aucun cas faire l'objet de reproduction, copies, distribution ou divulgation à des tiers autres que vos conseillers agissant dans le cadre de leur activité professionnelle ou dans les conditions prévues par la loi, sans le consentement préalable et écrit du Groupe BNP Paribas. Elles présentent un caractère exclusivement informatif et ne sauraient constituer une offre du Groupe BNP Paribas de mettre en place une quelconque opération aux conditions décrites aux présentes ou à d'autres conditions. Les exemples, simulations, analyses ou autres données chiffrées figurant aux présentes ne doivent en aucun cas faire l'objet de reproduction, copies, distribution ou divulgation à des tiers autres que vos conseillers agissant dans le cadre de leur activité professionnelle ou dans les conditions prévues par la loi, sans le consentement préalable et écrit du Groupe BNP Paribas. Ces données ont été préparées de bonne foi par le Groupe BNP Paribas, en tenant compte notamment des conditions de marchés au moment en vigueur au moment de leur préparation et de données historiques.

Les données chiffrées ainsi que les autres informations figurant aux présentes ont été préparées de bonne foi, en conformité avec les modèles internes et les méthodes de calcul en usage dans le Groupe BNP Paribas et sont basées sur des sources d'informations publiques dont la fiabilité et l'exactitude ne sont pas garanties. En conséquence, la responsabilité d'une quelconque entité BNP Paribas ne saurait être engagée sur cette base.

Les sociétés du Groupe BNP Paribas déclinent toute responsabilité quant à la pertinence, l'exactitude, l'exhaustivité ou l'opportunité des informations contenues, ou pour toute erreur ou omission dans le calcul ou lors de la diffusion de ces informations, ces dernières n'ayant aucune valeur contractuelle ainsi que pour toute perte, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de ces informations.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés

