

# MACRO RESEARCH: THE RECORD

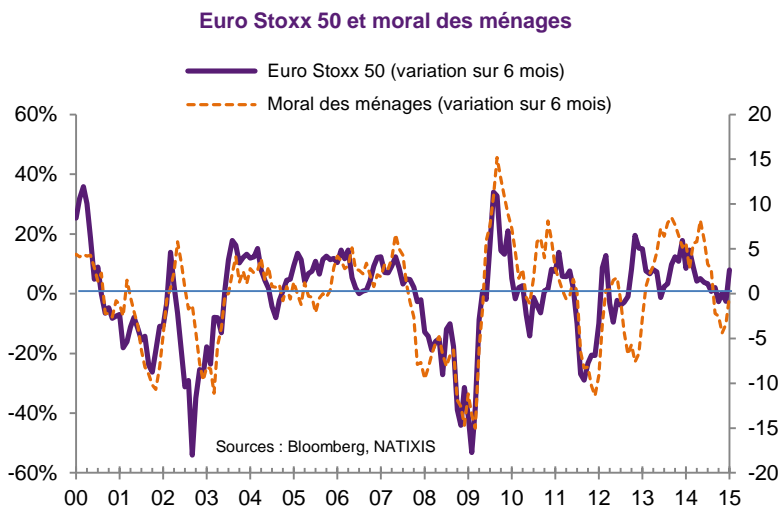
## ECONOMIC RESEARCH

26 janvier 2015

### QE et BCE : Longtemps je t'aimerai

Parmi les nombreuses critiques des éventuels canaux de transmission de l'assouplissement quantitatif sur l'économie « réelle », l'absence - ou la faiblesse - d'effets de richesse dans la zone euro est souvent évoquée (cf. [Flash](#) de Patrick Artus). La part des liquidités dans les portefeuilles est plus importante que celle des actions. Les hausses de prix de l'immobilier résidentiel pèsent bien plus sur la consommation plus qu'elles ne la soutiennent.

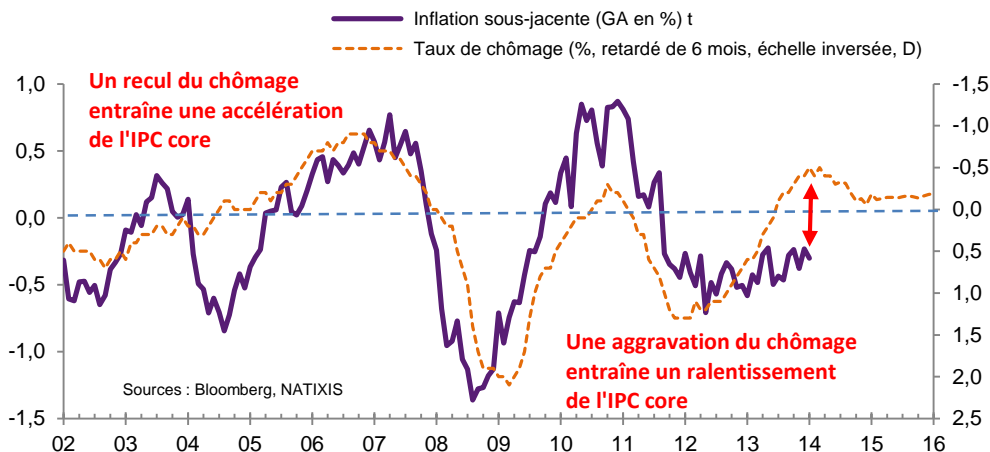
Le niveau actuel de l'Eonia dégrade d'ores et déjà le rendement des liquidités. Comme le montre le graphique ci-dessous, le moral des ménages agit toujours sur les marchés des actions, mais son influence a nettement diminué ces dernières années.



Enfin, comme l'indique cette [publication](#) de la Banque de France, « l'absence de prêts sur capitaux immobiliers (*home equity loans*) et les exigences relativement importantes en matière d'apports personnels pour les prêts au logement suggèrent que la montée des prix de l'immobilier devrait pénaliser la consommation, toutes choses étant égales par ailleurs. » Selon la [Bundesbank](#), l'absence effective de crédits hypothécaires rechargeables (*home equity withdrawal*), les conditions d'octroi historiquement plus strictes des crédits immobiliers et la faiblesse des taux d'occupation par les propriétaires distinguent l'économie allemande du modèle anglo-saxon. De fait, à niveau équivalent des revenus et de leur croissance future anticipée, un renchérissement des prix de l'immobilier devrait peser d'avantage sur la consommation globale.

Comme nous l'avons souligné à plusieurs reprises, dans le cadre d'une reprise sans crédit, et en l'absence d'effets de richesse significatifs, la croissance est surtout tributaire du pouvoir d'achat, donc de l'amélioration du marché du travail. Comme nous pouvons l'observer ci-dessous, la décrue attendue du taux de chômage devrait permettre à la zone euro de ne pas sombrer dans la déflation, la décélération des prix devant bientôt arriver à son terme. Cependant, elle pourrait ne pas suffire à entraîner une progression significative des salaires.

**Zone euro : inflation sous-jacente (IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés) et taux de chômage (variation sur un an)**

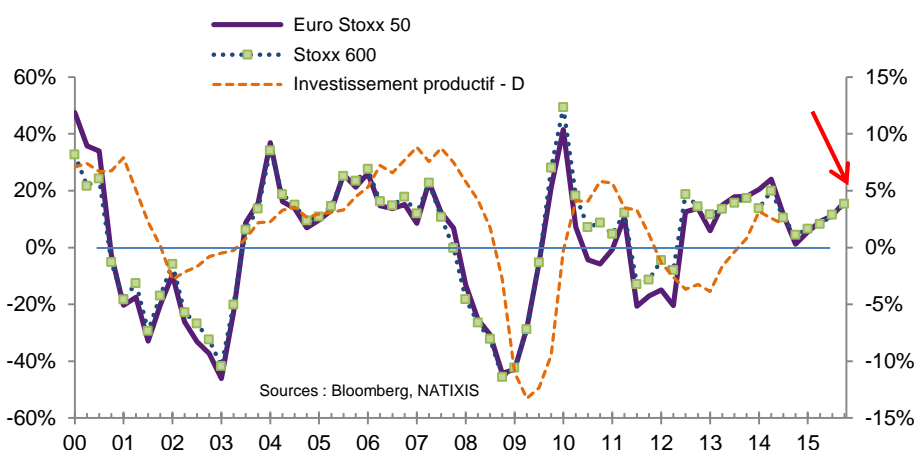


Ce constat pourrait tempérer l'enthousiasme suscité par le QE européen. Pourtant, si les effets de richesse sont inexistants du côté des ménages, qu'en est-il de celui des entreprises ?

Puisque les achats d'obligations souveraines par la BCE seront nettement plus importants que les émissions attendues en 2015, malgré la contrainte de l'environnement réglementaire (notamment [Solvency 2](#)), les marchés des actions pourraient fortement progresser. Même si le rééquilibrage des portefeuilles en faveur des actions pourrait ne pas être aussi marqué que parfois prévu, les injections de liquidités renforceront le soutien apporté aux indices boursiers européens par la dépréciation de l'EUR/USD et par la chute des prix du pétrole. Naturellement, elles pourraient également améliorer le moral des ménages. Mais au-delà, elles pourraient aussi soutenir une reprise de l'investissement productif.

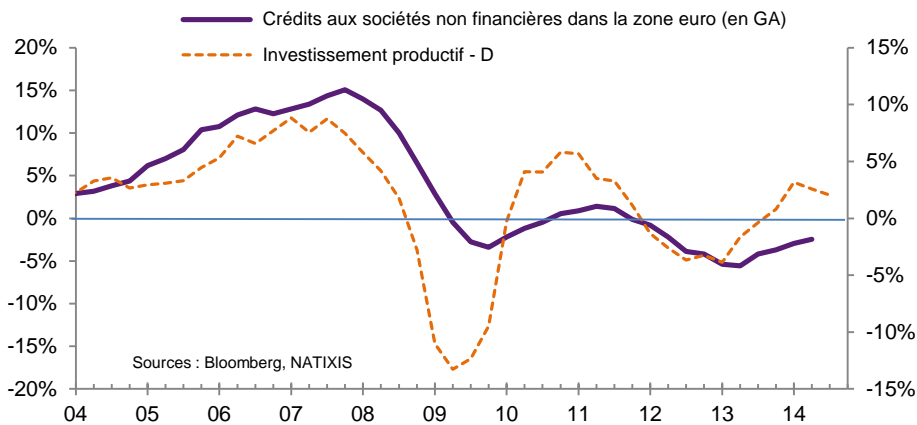
Le graphique ci-dessous illustre la forte corrélation existant entre l'évolution de l'investissement productif dans la zone euro et la tenue des indices boursiers. Plus précisément, la performance sur 12 mois des indices boursiers européens devance de quelques mois l'orientation de l'investissement productif. Compte tenu de nos [prévisions](#) tant pour le Stoxx 600 que pour l'Euro Stoxx 50, l'investissement devrait progresser significativement dans la zone euro (cf. la flèche rouge ci-dessous).

**Euro Stoxx50 et investissement productif (en GA)**



Une réactivité insuffisante du crédit bancaire pourrait-elle hypothéquer cette perspective ? Le graphique ci-dessous indique qu'un tel risque est limité. Comme nous pouvons le voir, depuis la Grande Récession, la corrélation entre les crédits accordés aux sociétés non financières et l'investissement productif a fortement diminué. L'explication ? Le recours croissant à l'autofinancement (bénéfices non distribués). Si l'AQR et les TLTRO parvenaient à accélérer la croissance du crédit, ils soutiendraient à coup sûr la reprise de l'investissement (une baisse des taux sur les prêts accordés aux PME s'observe déjà - notamment en Espagne, comme nous pouvons le voir [ici](#)). La transmission via les marchés des actions ne doit toutefois pas être sous-estimée.

Crédits aux sociétés non financières et investissement productif dans la zone euro (en GA)



**En résumé :** Le canal de transmission du QE de la BCE aux ménages européens à travers les effets de richesse devrait être limité, voire inexistant. La poursuite du désendettement contiendra probablement la hausse des prix de l'immobilier – une bonne chose finalement puisque cette dernière pèse généralement plus sur la consommation qu'elle ne la soutient. Les « effets de richesse » pourraient toutefois jouer là où on ne les attend pas: du côté des entreprises. L'investissement européens est très fortement corrélé à la performance des actions et le potentiel de hausse que présentent ces dernières en Europe fait partie des rares canaux de transmission du QE à la croissance du PIB en 2015.

Evariste.lefeuvre@us.natixis.com/ 212 891 6197  
Catalina.krauss@us.natixis.com/ 212 891 1875

**Disclaimer:**

This material has been prepared by Natixis North America LLC (together with its affiliates, "Natixis"). Natixis North America LLC is not registered as a broker-dealer. This material is meant for institutional clients only and not for individual "natural persons" investors. This material has been prepared and reviewed by research analysts who are not associated persons of any FINRA registered broker-dealer, are not registered or qualified as research analysts with FINRA and are not subject to the rules of FINRA. Under no circumstances is this material to be used or considered as investment advice or an offer to sell or a solicitation of an offer to buy, any security or instrument. The information contained herein is not intended to be relied upon as the basis for an investment decision and does not purport to be a complete description of all material terms of or of the actual terms of any investment. There is no representation or warranty as to the accuracy or completeness of the information contained herein and no one shall have any liability for any representations (expressed or implied) contained in, or for any omissions from, this material. Past performance of the investment instruments or strategies discussed herein are not indicative of future results. Natixis has no obligation to update the information contained herein. This material may not be redistributed without the express written permission of Natixis and Natixis is not responsible for any unauthorized redistribution.

Natixis and its respective officers, directors, shareholders, affiliates and employees, including persons involved in the preparation or issuance of this document, may from time to time deal in, hold or act as market-makers or advisors, brokers or commercial and/or investment bankers in relation to the instruments discussed herein and may trade as principal in the instruments discussed herein. The views expressed in this material reflect solely and exclusively those of the author(s) and may differ from those of other Natixis employees.