

La BCE déçoit par son assouplissement monétaire modéré

La politique monétaire sera plus longtemps expansive. Allongement du PSPP jusqu'à mars 2017. La reprise du crédit s'affirme. BCE convaincue par les perspectives de relance du PIB.

Points clés

- La politique monétaire sera plus expansive plus longtemps dans la zone euro
- PSPP prolongé jusqu'en mars 2017
- Elargissement des titres éligibles aux régions et collectivités (essentiellement en Allemagne)
- Le PIB progresse de +0.3% au 3ème trimestre et de +1.6% sur un an grâce à la consommation
- La confiance économique s'améliore en zone euro
- Confiance des consommateurs au-dessus de la moyenne à long terme
- La politique monétaire relance la croissance du crédit aux ménages
- L'inflation sous-jacente se stabilise à +0.9%, mais reste encore trop loin de l'objectif de la BCE
- Regain d'intérêt pour l'euro
- Hausse attendue contre le franc suisse à 1.15

Comme prévu, la politique monétaire sera plus expansive, plus longtemps en Europe

Lors de sa dernière conférence de presse du 3 décembre le président de la BCE Mario Draghi ne pouvait pas surprendre favorablement les marchés financiers, dont les attentes avaient été relevées au cours des dernières semaines.

Les résultats encore trop peu visibles d'une reprise de la croissance de la zone euro avaient en effet provoqué de nouvelles inquiétudes et remis au premier plan les espoirs d'un renforcement de l'action menée par la BCE depuis le début de l'année, dans le but d'obtenir des effets plus rapides sur l'économie de la zone euro.

Mario Draghi ne pouvait, cette fois encore, pas décevoir et si les mesures annoncées nous semblent

pourtant être conformes à des attentes raisonnables dans le contexte actuel, il n'en reste pas moins qu'elles ont déçu les investisseurs les plus inquiets sur les perspectives de réussite de la politique actuellement menée par la BCE.

La 1^{ère} mesure annoncée, l'extension du PSPP mensuel (Public Sector Purchase Programme) de la BCE jusqu'en mars 2017, était certainement la décision la plus aisée à prendre. L'économie européenne pourra donc compter sur une extension de quelques mois d'injections monétaires, à hauteur de 60 milliards d'euro par mois. Cette décision renforce évidemment la conviction que la politique monétaire européenne restera souple plus longtemps, mais au-delà de cela, elle n'apporte pas de soutien immédiat à la croissance.

La deuxième mesure évoquée concerne l'univers de titres pouvant faire l'objet de rachat par la BCE. Celle-ci a élargi le spectre de titres éligible au rachat à ceux émis par les régions et collectivités publiques respectant les mêmes critères que ceux déjà établis, à savoir un rating minimum BB+, une échéance comprise entre 2 et 31 ans et un rendement supérieur au taux de dépôt.

La BCE n'a pas publié de liste des émetteurs concernés, mais une analyse de l'univers des positions « achetables » suggère que le montant total des émissions concernées se situerait entre 250 milliards et 300 milliards d'euro, ce qui impliquerait des rachats concrètement limités à moins de 100 milliards d'euros (en raison du ratio d'emprise de 33% fixé par la BCE elle-même).

En première analyse, le marché de ces nouveaux titres éligibles est sensiblement inférieur aux nouvelles injections concernées par l'allongement du PSPP. A ce point, il est aussi intéressant de relever que le stock des émissions allemandes (environ 200 milliards d'euros)

représente la plus large part du total, grâce à l'intégration des émissions régionales/Länder.

La BCE déçoit pourtant les marchés

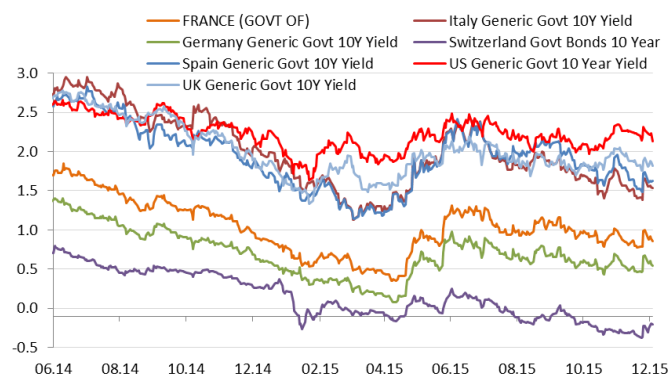
En effet, au chapitre des déceptions, l'absence de mesures concernant le niveau des injections en cours a affecté les marchés, qui espéraient plus du président de la BCE.

Mario Draghi n'a cependant pas souhaité augmenter le niveau actuel de 60 milliards de rachats par mois (APP). Cette décision de maintenir le niveau de ses injections de liquidités inchangé a été mal accueillie par les marchés, qui attendaient sans doute un élargissement à 80 milliards, et qui ont, tant sur les marchés obligataires que sur les marchés actions, ajusté leurs anticipations par des ventes et des dégagements parfois brutaux.

La décision de baisser le taux de dépôt de 10 points de base à -0.3%, en maintenant les autres taux directeurs inchangés, a également été considéré comme une déception.

Les taux de la zone euro sont rapidement remontés, y compris sur les maturités plus longues, en poussant l'euro à la hausse.

Evolution des taux longs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La croissance nette du bilan de la BCE restera donc relativement constante pour atteindre le seuil de 3'000 milliards d'euros au printemps 2016.

La BCE a toujours comme objectif de ramener l'inflation de la zone euro au-dessus de 2% par an, mais elle ne parvient pourtant pas dans la situation actuelle à faire décoller les indices de prix. La politique monétaire devrait être plus expansive plus longtemps pour atteindre cet objectif. La décision de décembre a pourtant réduit les anticipations d'inflation des investisseurs à 1.75% sur 5 ans, même si globalement la BCE montre une direction claire de politique monétaire toujours plus accommodante.

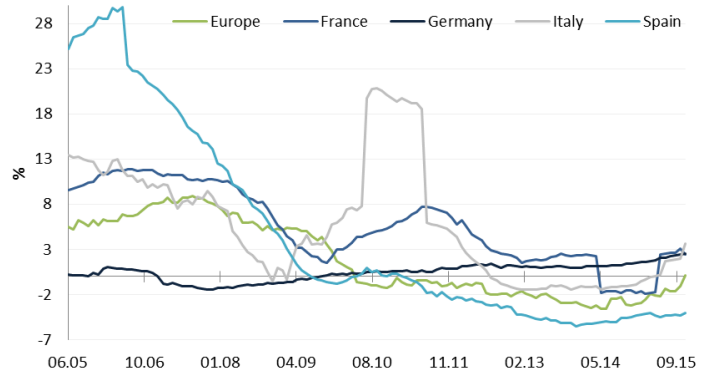
La BCE voit la « vie en vert »

Selon la BCE, l'impatience des marchés financiers provoque certainement des attentes irrationnelles. La politique monétaire menée depuis le début de l'année par la BCE est efficace de son point de vue et produit des effets positifs sur l'économie européenne. Les indicateurs sont désormais plus nettement dans le vert, au vu des performances actuelles et de celles attendues pour 2016 et 2017.

De son avis, la transmission à l'économie réelle de la politique monétaire est naturellement progressive et n'est encore pas assez visible pour susciter l'enthousiasme, mais la dynamique est en marche.

La reprise du crédit aux ménages notamment démontre le début de la tendance en cours et de la transmission de sa politique de soutien à l'économie. En chute libre, de +10% en 2006 à seulement -0.7% en mai 2014, les prêts aux ménages européens sont désormais en progression régulière et atteignent +1.7% à la fin octobre. La BCE cherchait effectivement à relancer le crédit par la baisse des taux d'intérêt en-dessous du rythme de la croissance nominale de l'économie. Cette situation s'était d'abord manifestée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni sous l'impulsion des politiques expansives. Elle peut désormais s'installer en Allemagne et en France, avant de s'étendre progressivement à l'Espagne et à l'Italie.

Reprise du crédit en zone euro (Yoy)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Par ailleurs, par son action, la BCE a aussi renforcé la reprise de la tendance baissière des taux longs dans la zone euro, désormais proches de zéro.

Le rendement des obligations allemandes à 10 ans s'est à nouveau contracté, passant de 0.86% en juin à seulement 0.06% à la mi-décembre. **Il n'aura ainsi pas fallu attendre longtemps pour que les taux de la zone euro se rapprochent à nouveau de zéro.** La tendance a été sensiblement la même sur les autres marchés de taux en Europe et de la dette périphérique, où l'on a observé une baisse moyenne des rendements à dix ans. Globalement, les incertitudes sur la croissance avaient d'abord poussé

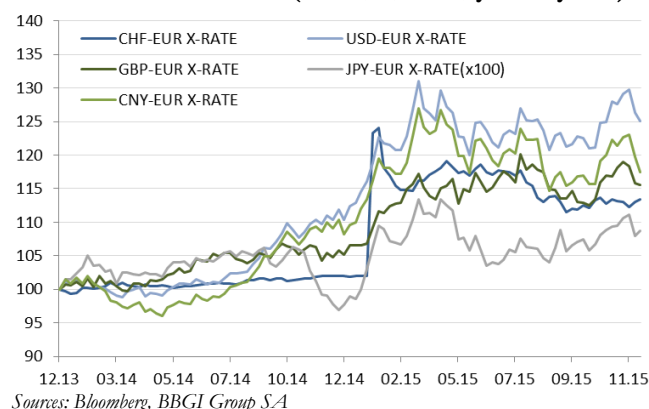
les taux plus bas avant le dernier déclin consécutif à l'annonce de la BCE de décembre. En fin d'année 2015, les primes de risque sont à nouveau relativement faibles.

Les perspectives pour les marchés de taux en Europe sont par conséquent à nouveau très peu attrayantes. La baisse des rendements a réduit d'autant les espoirs de plus-values en capital.

Regain d'intérêt pour l'euro

La BNS et la Fed se sont certainement félicités de la revalorisation de l'euro qui a suivi l'annonce de la BCE du 3 décembre. Celles-ci craignaient sans doute devoir ajuster leurs décisions de politique monétaire dans l'éventualité d'une action plus décisive de la BCE. Au-delà des premières réactions, le rebond de l'euro ne s'est pas intensifié ensuite, nous estimons que le taux de change devrait toujours se stabiliser autour du niveau actuel de 1.10 contre le dollar. Le consensus reste d'ailleurs en faveur du dollar, qui bénéficie encore d'un différentiel de croissance économique et d'un écart de taux d'intérêt renforcé par les politiques monétaires contraires de la Fed et de la BCE. Le dollar devrait donc théoriquement s'apprécier contre l'euro, mais malgré les injections massives de liquidités de la BCE, l'euro ne s'est plus déprécié depuis son plus bas atteint en mars. Le rebond rapide de près de quatre figures de la devise européenne n'arrange sans doute pas les affaires de la BCE, qui préférerait sans doute un euro plus faible pour faciliter la reprise de l'inflation. Il est sans doute prématuré d'anticiper un retournement de tendance durable de la devise européenne. Cela dit, il faut rappeler que la zone euro, grâce à l'Allemagne notamment, continue d'avoir un solde extérieur important et un excès d'épargne. Ces facteurs positifs n'ont certes pas empêché la correction de 25% de l'automne et de l'hiver 2014-2015. Mais au moment où les perspectives de croissance s'améliorent en Europe, le différentiel de croissance des PIB attendus pour 2015 diminue (+2% aux Etats-Unis et +1.6% en Europe) et perd sans doute un peu de sa pertinence.

Devises contre euro (CHF, \$, livre, yen et yuan)



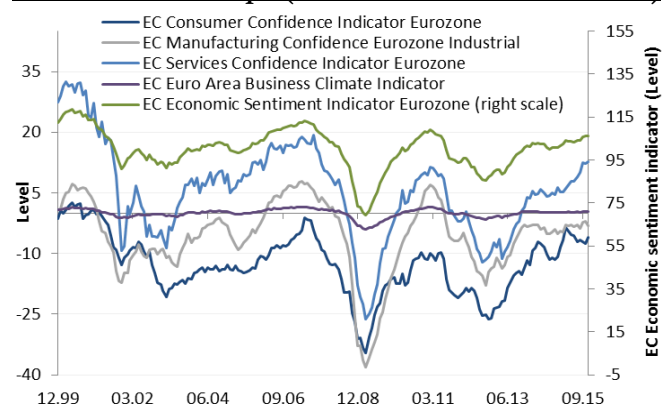
Nous estimons qu'après une phase de correction de valeur de l'euro, la devise européenne est entrée au 2^{ème} trimestre 2015 dans une phase de stabilisation contre les principales devises.

Les conditions sont cependant toujours réunies pour une poursuite de la hausse de l'euro contre le franc suisse (1.15).

La confiance au plus haut depuis mai 2011

La confiance des consommateurs et des dirigeants d'entreprise s'est encore sensiblement améliorée en novembre dans la zone euro. L'indicateur de sentiment publié par la Commission européenne montre un optimisme au plus haut depuis juin 2011.

Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



L'indicateur en hausse à 106.1 reflète l'amélioration du sentiment qui s'est par ailleurs renforcé dans la plupart des pays. La confiance des consommateurs reste au-dessus de sa moyenne à long terme. Le maintien des cours du brut et des prix de l'essence à des niveaux très bas ces derniers mois a certainement favorisé cette tendance. Mais le facteur nouveau en 2015 qui soutient la consommation et la confiance des ménages est sans doute le retour d'une tendance positive de la croissance du crédit. En effet, celle-ci n'avait cessé de décliner depuis 2006, pour s'installer ensuite entre 2009 et 2015 dans une longue phase de contraction, qui s'est finalement terminée en avril 2015 par un retour à une croissance positive.

Le changement de politique monétaire semble sur ce point tenir ses promesses puisque ce retour de la croissance positive du crédit coïncide précisément avec l'introduction du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE.

C'est sans doute en partie cet élément ce qui a conduit à la décision du 3 décembre de ne renforcer que modérément la politique monétaire de la BCE.

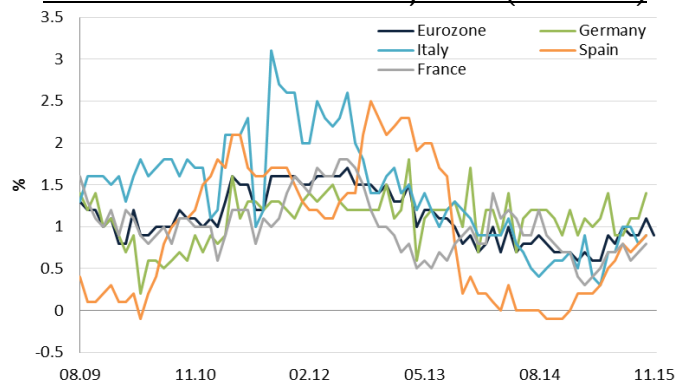
Le PIB avance encore de +0.3% au T3 grâce à la consommation des ménages

Le PIB de la zone euro avance de +0.3% au T3 et de +1.6% sur un an. La zone euro est ainsi sur le point d'enregistrer en 2015 sa meilleure croissance annuelle depuis 2011.

La zone euro profite depuis quelques mois d'une conjonction de facteurs favorables. Elle devrait progresser de +1.4%, même en cas de stagnation au dernier trimestre, ce qui ne semble pas être réaliste. Au contraire, la situation actuelle montre une image similaire à celle des trimestres précédents, ce qui suggère une poursuite et un renforcement progressif de cette dynamique en 2016. La consommation des ménages est en fait de loin le facteur le plus important dans la reprise économique en cours. Les inventaires et dépenses publiques viennent ensuite, alors que les effets positifs de la baisse de l'euro tardent à se manifester. Les exportations et le solde commercial restent en retrait. Les bas niveaux des cours du brut, des taux d'intérêt et de l'euro se sont maintenus et même renforcés. La nouveauté tient désormais dans la reprise du crédit et dans l'amélioration de la confiance, qui viennent soutenir la demande des ménages et qui se transmettent aussi par une relance des indicateurs avancés.

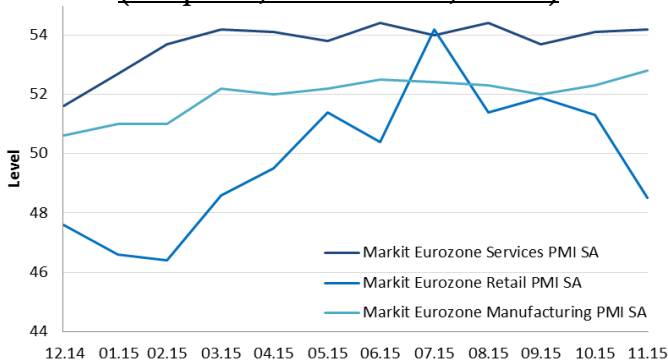
avant de rebondir à +3% en 2011. Le déclin graduel de l'inflation avait ensuite fait naître des préoccupations déflationnistes en 2014. Le rebond généralisé des indices de prix en Europe, suite à la dévaluation de l'euro, avait enfin permis un retour en territoire positif de l'inflation en mai 2015, mais la baisse des prix du pétrole a depuis effacé l'effet de change. L'inflation sous-jacente se stabilise en novembre à +0.9% sur un an, mais ne montre toujours pas de signe d'accélération. La dernière décision de la BCE se veut sans doute rassurante sur ce point aussi. La BCE veut peut-être convaincre que la reprise conjoncturelle et un rebond des cours du brut suffiront enfin en 2016 à infléchir la tendance.

Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

PMI Eurozone (composite, manufacturier, service)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

La BCE semble avoir déçu les investisseurs en n'élargissant pas de 60 à 80 milliards par mois ses opérations de rachat de titres.

La conjoncture européenne se renforce, la confiance revient, la consommation soutient le PIB et les perspectives pour 2016 sont proches de +1.6%.

La croissance du crédit témoigne de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle.

L'inflation reste inférieure à l'objectif de la BCE. Une poursuite de l'affaiblissement de l'euro ne semble pas l'objectif poursuivi pour agir sur le CPI.

Toujours pas d'inflation à l'horizon

Depuis le début de la crise financière, l'inflation de la zone euro a chuté en territoire négatif en juillet 2009

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch