

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



11 mars 2016

Draghi renforce le crédit et plaide pour une relance budgétaire

Un paquet de mesures plutôt convainquant. Baisse de taux, rachat élargi d'actifs et mesures de relance du crédit. Changement de stratégie volontaire, c'est le moment de croire à la zone euro.

Points clés

- Mario Draghi annonce un train de mesures convaincantes et adaptées à la situation
- Baisse de taux, élargissement du programme d'achat d'obligations, hausse de 60 à 80 milliards du plafond mensuel, nouveaux TLTRO
- La BCE soutient une croissance européenne pas si anémique que cela (+1.6% en 2015)
- Perspectives de croissance 2016 du PIB : +1.5%
- Politiques budgétaires européennes trop restrictives, le ratio global déficit budgétaire/PIB est de -1.8% et de +0.3% en Allemagne
- L'Allemagne dispose de la plus grande marge de manœuvre pour une relance budgétaire dans les critères du Pacte de stabilité
- Une vue un peu plus positive pour 2016
- Privilégier les actions européennes

Mario Draghi n'a pas manqué son rendez-vous et a même surpris favorablement par un train complet de mesures convaincantes

La BCE a annoncé jeudi 10 mars un paquet de mesures qui n'a pas déçu les investisseurs pourtant attentifs et probablement peu enclins à accepter de demi-mesures dans un contexte encore marqué par un début d'année chahuté sur les marchés financiers.

Mario Draghi a donc réussi à surprendre favorablement la plupart des observateurs, grâce à un paquet de mesures convaincantes.

Le risque de déception était pourtant présent si celui-ci avait concentré son action sur la seule politique de taux d'intérêt. Déjà très bas, une nouvelle baisse isolée de taux directeurs n'aurait eu effet pas eu de portée significative en termes de

support à la croissance économique.

Le président de la BCE ne s'est donc heureusement pas contenté de cette mesure, mais a annoncé des baisses de taux, un élargissement du programme d'achat d'obligations aux obligations d'entreprises, une augmentation de 60 à 80 milliards de son programme mensuel et une nouvelle série d'opérations de prêts à long terme à des conditions plus favorables que les précédentes pour favoriser le financement du secteur privé.

Mario Draghi a relevé que ces mesures étaient adaptées au changement notable de la situation conjoncturelle mondiale et aux risques d'affaiblissement de la croissance.

En agissant de la sorte et en mentionnant qu'aux niveaux des taux abaissés lors de son dernier meeting, le Conseil des gouverneurs considèrerait qu'il ne serait sans doute pas nécessaire de procéder ultérieurement à de nouvelles baisses.

Ceci suggère un changement de stratégie de la BCE, plus concernée désormais par la mise en place de mécanismes de relance directe du crédit, en s'éloignant des instruments de taux pour utiliser plus largement d'autres mesures non conventionnelles.

Les détails du paquet de mesures de la BCE

Le président de la BCE a donc annoncé une série de mesures dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix qui permettra de profiter de synergies entre les différents instruments utilisés. L'objectif avoué étant toujours de permettre d'assouplir un peu plus encore les conditions de financement, de stimuler l'offre de crédit et de relancer la dynamique de croissance dans la zone euro. Cette politique vise aussi à provoquer un retour de l'inflation à des niveaux inférieurs, mais proches

de +2%. La BCE a d'ailleurs indiqué un objectif d'inflation pour 2018 de +1.8%. Compte tenu de l'abaissement de 1% à 0.1% des perspectives d'inflation pour 2016, la BCE se devait d'actionner un grand nombre de leviers pour revitaliser les perspectives d'inflation pour 2017. Une stabilisation puis une hausse des cours du brut devrait aussi permettre une relance de l'inflation.

Premières mesures : encore des baisses de taux

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a donc décidé de nouvelles baisses de taux d'intérêt directeurs.

- Le taux de la facilité de dépôt a été abaissé de -0.3% à -0.4%.
- Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème a été abaissé de 0.05% à 0%.
- Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal a aussi été abaissé de 0.3% à 0.25%.

Deuxième train de mesures : rachats d'actifs

Les achats mensuels effectués dans le cadre du programme d'achats d'actifs de la BCE a été porté de 60 milliards d'euros à 80 milliards. La période de rachat devrait s'étendre jusqu'à mars 2017 et au-delà si nécessaire. Dans tous les cas, elle subsistera aussi longtemps que le Conseil des gouverneurs n'observera pas un effet durable sur l'inflation tel qu'attendu, soit proche du niveau de 2%. Les limites des achats autorisés par émetteur ont été augmentées de 33% à 50% pour les titres émis par des organisations internationales et des banques multilatérales de développement éligibles. Cette décision élargit la capacité d'action de la BCE. Toujours au chapitre des rachats d'actifs, l'univers est désormais élargi aux obligations de sociétés libellées en euros, émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro.

Un nouveau programme d'achats de titres « investment grade » permettra de renforcer l'impact du programme d'achats sur un spectre plus large et d'influencer plus nettement encore les conditions de financement de l'économie réelle.

Troisièmes mesures : nouveau programme de LTRO's (Long term refinancing operations)

La BCE a également annoncé le lancement de quatre nouvelles opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO II) à partir de juin 2016. Ces opérations porteront sur une période de quatre ans et viseront à stimuler un peu plus encore la transmission de la politique monétaire par une hausse des prêts bancaires à l'économie réelle. Les banques pourront emprunter

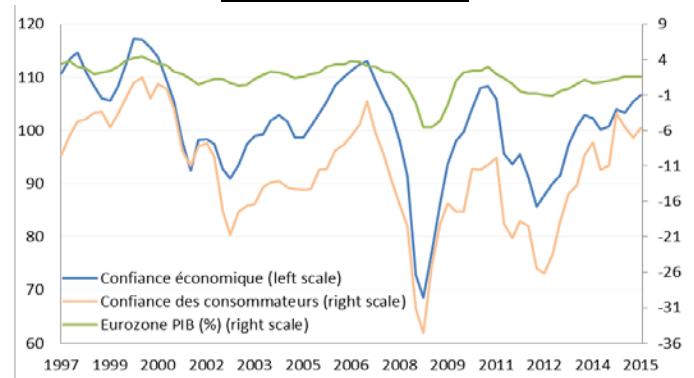
jusqu'à 30% de leurs engagements hors prêts hypothécaires et TLTRO I. Le taux d'intérêt applicable correspondra au taux des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème en cours au moment de l'opération.

La BCE soutient une dynamique de croissance en Europe pas si anémique que cela

Sur le plan économique, la croissance du PIB de la zone euro s'est établie à +0.3% au 4^{ème} trimestre 2015, grâce à la consommation et à l'investissement. En rythme annuel, la croissance s'est établie à +1.6% en 2015. En ce début d'année, la zone euro, comme les Etats-Unis et d'autres pays, semble aussi faiblir quelque peu. Mais les politiques monétaires menées devraient toutefois encore soutenir la demande intérieure et contribuer à une évolution un peu meilleure du PIB. Le niveau toujours bas des cours du brut devrait aussi influencer positivement sur le revenu disponible des ménages et leur consommation, ainsi qu'à la rentabilité des entreprises et des investissements.

Les projections macro-économiques de la BCE pour l'évolution du PIB sont encore favorables pour 2016 (+1.4%) et pour 2017 (+1.7%).

Eurozone PIB, confiance économique et confiance des consommateurs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

De notre point de vue, ce train de mesures devrait réellement favoriser la relance et réduire les risques d'affaiblissement économique à moyen terme.

Politiques budgétaires trop restrictives en zone euro en comparaison internationale

Globalement, alors que l'on a souvent évoqué ces dernières années la problématique de l'endettement excessif des états européens et de la nécessaire austérité budgétaire à adopter pour corriger cet état de fait, la situation est aujourd'hui un peu meilleure. L'orientation budgétaire dans la zone euro s'est stabilisée sous l'impulsion de l'Allemagne à un niveau global de déficit

plutôt faible en comparaison internationale. Mario Draghi a relevé que l'action de la BCE devrait être accompagnée par d'autres mesures gouvernementales.

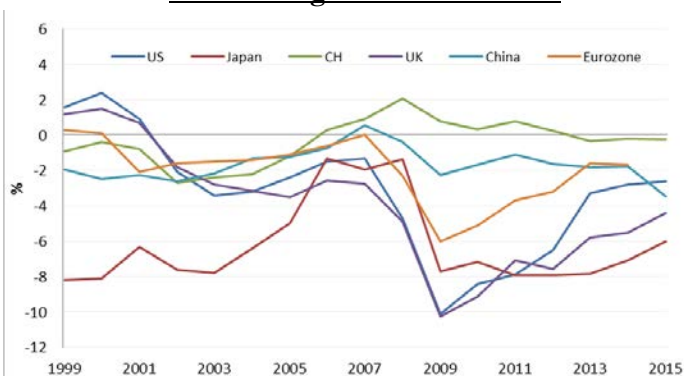
Les politiques budgétaires doivent aussi offrir un soutien à la reprise de la croissance économique.

Mais la difficulté de cette entreprise réside dans la mise en œuvre et le respect du Pacte de stabilité et de croissance. Maintenir la confiance en respectant ses limites tout en s'efforçant de mettre sur pied des politiques budgétaires propices à la croissance reste un objectif difficile à réaliser. Certains politiciens n'hésitent pas à s'engouffrer désormais dans cette brèche en considérant comme trop restrictives les politiques budgétaires menées dans la zone euro et appellent même à une réorientation du projet européen.

La règle des 3% de déficit public maximum par rapport au PIB semble aujourd'hui trop contraignante et ne permet pas une action anti-cyclique des états européens qui pourrait être favorable à la croissance.

Les Etats-Unis et le Royaume-Uni sont en avance sur le cycle conjoncturel mondial grâce notamment à une politique budgétaire agressive qui avait soudainement accru leurs déficits publics de -2% à -10%. Aujourd'hui, grâce à la relance économique en place depuis plusieurs années, le ratio déficit/PIB s'est régulièrement résorbé pour revenir à -2.6% dans le cas des Etats-Unis et -4.4% dans celui du Royaume-Uni. En Chine, la dernière décision des autorités présentée, visant à relancer la croissance par de nouveaux investissements en infrastructures, aura aussi comme conséquence un élargissement temporaire du déficit relatif de la Chine par rapport à son PIB (-3.4%).

Déficit budgétaire en % du PIB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

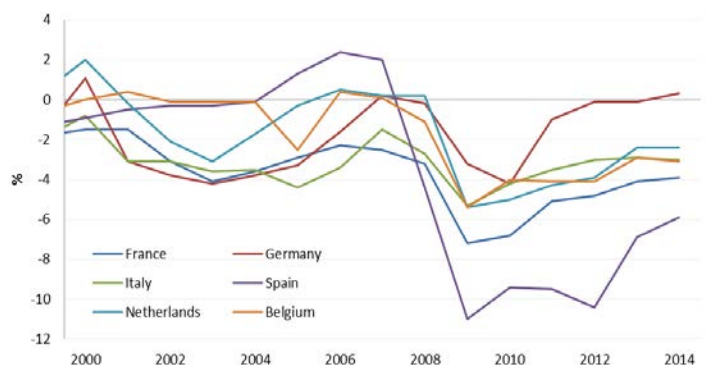
Dans la zone euro, le déficit public agrégé n'est que de -1.8% du PIB. Celui-ci n'est pas descendu aussi bas qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni au plus profond de la crise en 2009. Plus important encore, il s'est plus rapidement rétabli à son niveau précédant la crise que

dans toutes les autres régions observées. La politique budgétaire européenne aura donc été cyclique pendant la crise et sans aucun soutien à la conjoncture économique. Pas étonnant que la BCE se sente toujours un peu seule à vouloir tenir à bout de bras la croissance de la zone euro.

Que fait réellement l'Allemagne en matière de relance budgétaire ?

Clairement, la crise financière a permis des réformes structurelles dans les états du sud de l'Europe (Italie, Espagne, Portugal, Grèce), qui tardent encore à toucher la France. Sur le plan budgétaire, les ratios de déficits budgétaires/PIB ont tous plongés en 2009, mais la situation en Allemagne est restée tout à fait unique en la matière. La rigueur budgétaire allemande s'est en effet très nettement affirmée pendant toute la crise par un affaissement à peine marqué entre 2009 et 2010 de son ratio, avant que celui-ci ne soit rapidement corrigé et ne revienne à l'équilibre dès 2012.

Déficit budgétaire en % du PIB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Passé le choc de 2008-2009, les politiques budgétaires de la Hollande, de la Belgique et de l'Italie ont rapidement réintégré la limite fixée par le Pacte de stabilité. La France reste en retrait et peine toujours à adopter des réformes, mais grâce à un certain immobilisme, sa politique budgétaire n'est clairement pas autant restrictive que celle menée par l'Allemagne, ce qui soutient d'une certaine manière sa performance économique.

Les derniers commentaires du président de la BCE s'adressent donc peut-être plus à l'Allemagne qu'à n'importe quel autre gouvernement européen. C'est en effet bien en Allemagne que se trouve la marge de manœuvre pour une relance budgétaire globale dans le respect des critères du Pacte de stabilité en raison de l'excédent budgétaire allemand.

Un espoir pourtant peu crédible sans qu'une entorse à la philosophie rigoriste allemande ne soit faite.

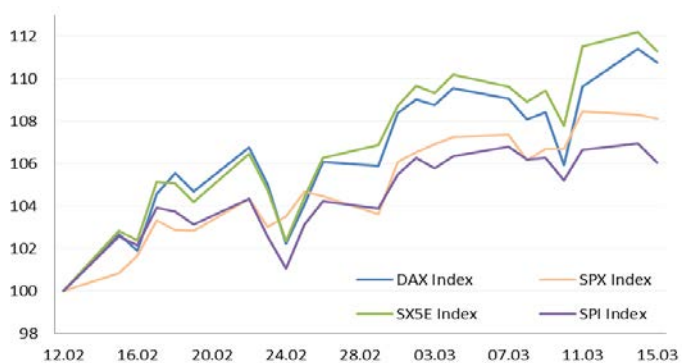
Une vue un peu plus positive en 2016

La croissance en Europe s'est montrée résistante en 2015 et devrait se renforcer en 2016. Les premières semaines de l'année ont été perturbées par la chute des cours du brut et de nouvelles incertitudes en matière de croissance. L'efficacité des interventions des banques centrales a été remise en question et le secteur bancaire en Europe a également été malmené par les incertitudes liées à la profitabilité du secteur en période de taux négatifs. Il est vrai que les banques centrales ont déjà largement utilisé l'arme des taux bas et que de nouvelles baisses ne peuvent avoir que des effets marginaux. Cependant, l'étendue du paquet de mesures annoncé par la BCE suggère qu'il est inexact de considérer que désormais, sa capacité d'action est nulle. Par ailleurs, les politiques monétaires internationales resteront accommodantes sans doute plus longtemps que prévu et la Chine a encore montré qu'elle dispose toujours d'un arsenal de mesures suffisant. La relance budgétaire dans le cadre du Pacte de stabilité espérée par M. Draghi sera à notre avis sans doute au rendez-vous en 2016 déjà.

Favoriser les actions européennes

Du côté des marchés actions, la croissance des bénéfices devrait encore être décente en 2016 et le bas niveau du pétrole devrait offrir un soutien aux marges et à la consommation. Les actions européennes avaient plus souffert au cours des six premières semaines de l'année que les valeurs américaines. Depuis la mi-février, le rebond des marchés actions a réduit la performance

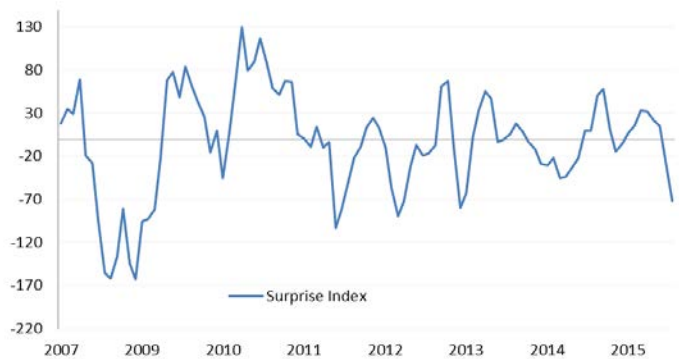
Marchés actions européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

négative du S&P500 à une baisse marginale (-2%), alors qu'en Europe la baisse reste d'environ -6.5%. Mais la reprise en cours annoncée (voir AH 15/02/2016), qui a vu les actions européennes surperformer les valeurs américaines, a selon nous de bonnes chances de se poursuivre. Tout d'abord, le marché des actions a finalement plutôt bien résisté à un cumul d'anticipations négatives, dont la plupart d'entre elles ne se réaliseront d'ailleurs sans doute pas, à commencer par les risques de récession trop souvent évoqués en janvier. Ensuite, la rotation sectorielle en cours entre des valeurs non-cycliques et des titres cycliques ou valeurs de substance est un indicateur positif. Finalement, le resserrement des « spreads » de crédit et le rebond des matières premières témoignent aussi de l'apaisement des inquiétudes du début d'année. Sur le plan macro-économique, le pessimisme est encore présent comme l'indique notamment l'indice de surprises économiques.

Eurozone - Indicateurs de surprises économiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En règle générale, cet indicateur « contrarian » suggère une hausse significative des marchés actions dans les mois qui suivent une baisse de l'indicateur.

Conclusion

Mario Draghi a présenté un paquet de mesures plutôt convainquant. Baisse de taux, rachat élargi d'actifs et mesures de relance du crédit. Le changement de stratégie est volontaire, c'est le moment de croire à la zone euro.

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 informel 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