



Que peut faire la BCE pour sauver la croissance de la zone euro ?

QE européen ou pas ? Les commentaires du président de la BCE annoncent une action concrète en juin probablement. Mais le taux de change n'est-il pas le véritable problème ?

Points clés:

- La BCE annoncera une action concrète le 5 juin
- Le taux de change s'impose de plus en plus comme le principal sujet de préoccupation
- La vigueur de l'euro est essentiellement liée aux résultats très positifs des comptes courants
- Les parités de pouvoirs d'achat suggèrent un euro/dollar à 1.13
- La BCE se trouve dans une situation similaire à celle de la BNS en 2011; peut-elle suivre la même politique?
- L'action de la BCE sur les taux directeurs sera insuffisante pour faire baisser l'euro
- Un programme de rachat d'actifs (QE européen) pourrait avoir un effet sur les taux longs, l'inflation et les taux d'intérêt réels
- La BCE devrait annoncer des mesures favorables au marché de taux et aux actions

La BCE pourrait donc certainement annoncer en juin une baisse de 10 à 15 points de base des taux directeurs, des taux de refinancement et des facilités de dépôt.

Mais si le président de la BCE a effectivement annoncé la date probable d'un changement de politique monétaire, il n'a par contre rien dit de la forme que cet ajustement pourrait prendre. Au risque de remettre en cause sa crédibilité dans le cas contraire, il y aura donc bien enfin une annonce concrète en juin, qui devrait rassurer les marchés après les déceptions provoquées ces derniers jours par les publications du PIB européen et des PIB nationaux. D'autant qu'il semble exister un consensus assez large pour une action concrète au sein du comité de la BCE, celui-ci étant fondé notamment sur la tendance insatisfaisante de l'inflation dans la zone euro et la volonté de ne pas s'y résigner.

La BCE se déclare prête à annoncer une action concrète lors de sa réunion du 5 juin

Lors de la dernière réunion de la banque centrale européenne, les propos du président Mario Draghi ont suggéré une action concrète prochaine de la BCE.

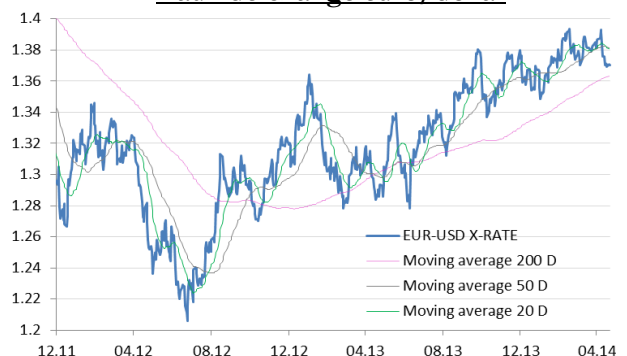
Ce dernier annonçait effectivement que la BCE était prête à adopter de nouvelles mesures pour soutenir la croissance en Europe, alors que les dernières statistiques montraient de nouveaux signes de faiblesse criants.

Les marchés financiers ont réagi favorablement à cette nouvelle, synonyme de probable baisse des taux directeurs.

Le taux de change au centre des préoccupations

Sans clairement indiquer quelles seraient les mesures envisagées, la question du taux de change a naturellement été longuement évoquée comme l'un des freins possibles à la reprise de la conjoncture dans la zone euro.

Taux de change euro/dollar



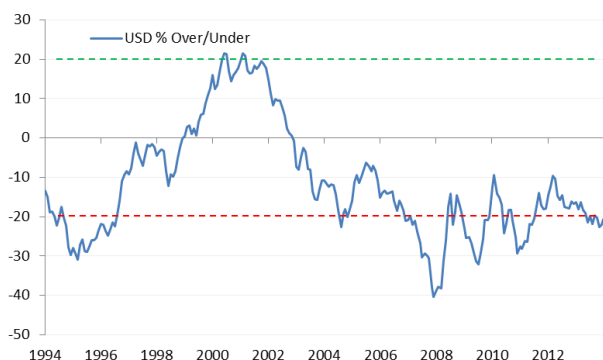
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis 2012, le taux de change euro/dollar a en effet progressé de +16%, une appréciation pénalisante pour les exportations de la zone euro.

Selon les parités de pouvoir d'achat (PPP), qui fixent le taux de change théorique à 1.13, l'euro serait surévalué d'environ 21% contre le dollar américain.

Mais la mesure calculée par l'OCDE est moins extrême et s'affiche à environ 6% seulement, un niveau similaire à la parité de pouvoir d'achat de l'indice Big mac (5.07%).

PPP euro/dollar (1994-2014)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Il y a quelques jours, deux autres membres du conseil ont également évoqué que la BCE considèrerait mettre en œuvre un train de mesures plutôt que de recourir seulement à une baisse des taux directeurs. Une telle action n'étant selon eux certainement pas suffisante pour provoquer les effets attendus.

Même si le taux de change ne constitue pas un objectif de politique monétaire pour la BCE au sens strict, le président de la BCE a tout de même argumenté en rappelant son importance pour le contrôle des prix et l'inflation, ainsi que pour la croissance.

Il a en effet relevé que le «...taux de change se trouve à l'origine de la faiblesse persistante de l'inflation...» et avouait ainsi clairement que le taux de change était «...un motif sérieux de préoccupation...».

Lorsque la BNS avait reconnu sa préoccupation d'un franc trop fort, elle avait ensuite rapidement annoncé, le 6 septembre 2011, qu'elle adopterait une nouvelle politique d'un taux plancher fixé à 1.20 francs contre 1 euro, qu'elle défendrait contre vents et marées. Deux ans et demi plus tard, sa politique reste toujours inchangée et le cours du franc suisse s'est stabilisé durablement au-dessus du niveau de 1.20 comme la BNS l'avait annoncé. Au plus fort de la crise

européenne, le franc suisse s'était apprécié jusqu'à toucher à peu de choses près la parité contre euro. De 1.0073, le taux de change bondissait en quatre jours à 1.15 sur ces rumeurs d'intervention, avant de redescendre à 1.10 pour ensuite enfin subir une dépréciation de 10% le 6 septembre avec l'annonce effective d'une politique de change agressive.

La BNS aura tout d'abord choqué et pris à contre-pied le marché des changes, mais c'est surtout en 2012 que la taille de son bilan a accusé le coup en doublant la taille de ses réserves de change. Ces dernières, encore inférieures à 200 milliards pendant l'été 2011, explosaient littéralement à plus de 400 milliards douze mois plus tard.

La BCE pourrait-elle annoncer une action de ce type? Les effets d'une telle action pourraient être similaires et largement renforcés; d'une part par le différentiel de croissance attendu pour les prochains trimestres, et d'autre part par l'écart de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et la zone euro.

La BCE peut-elle unilatéralement mettre en œuvre une baisse de l'euro ?

La BCE a très nettement changé de ton lors de sa conférence de presse le 8 mai en pointant notamment du doigt le taux de change comme l'un des responsables de l'anémie de l'activité économique.

Mais pour autant, a-t-elle les moyens d'agir seule sur ce plan ?

Les surplus des comptes courants actuels enregistrés par la zone euro et l'Allemagne en particulier explique largement la vigueur actuelle de la monnaie. Le différentiel de taux d'intérêt joue également, mais aujourd'hui, cet écart de rendement entre les taux US et les taux allemands à 2 ans par exemple est limité.

L'annonce d'une action le 5 juin par le président de la BCE a enclenché un processus selon nous durable de correction de la valeur de l'euro qui pourrait bien s'amplifier dans les prochaines semaines.

Une baisse des taux d'intérêt est désormais probable mais limitée dans son ampleur par le niveau déjà très bas des taux directeurs.

Ainsi, une baisse de 10 à 15 points de base ne devrait pas avoir d'effet majeur sur le taux de change.

La BCE pourrait recourir à d'autres leviers comme l'introduction d'un taux d'intérêt négatif sur les réserves excédentaires en dépôt des banques européennes auprès de la BCE.

Un tel développement pourrait inciter les banques à vendre leurs euros excédentaires non rémunérés pour acquérir des devises bénéficiant d'un taux d'intérêt positif. Une telle stratégie comporterait toutefois un risque de change. Ce risque pourrait être considéré comme acceptable si la conséquence attendue est justement une dépréciation de l'euro contre dollar.

Plusieurs membres du conseil des gouverneurs de la BCE se sont exprimés ces dernières semaines pour relever que selon eux, un taux de dépôt négatif serait certainement plus efficace pour peser sur le niveau de l'euro qu'une baisse de taux directeurs.

L'idée évoquée est justement de ne pas agir unilatéralement sur le taux directeur mais sur plusieurs taux d'intérêt en modifiant l'ensemble du « corridor » pour obtenir un effet plus significatif.

Difficile tout de même d'imaginer une action concrète ciblant le taux de change, même si la BCE reconnaît que celui-ci est au centre de ses préoccupations. Elle relève aussi qu'elle ne constitue pas un objectif de politique monétaire.

Peut-on s'attendre à une version européenne du QE américain ?

Mario Draghi s'est déjà exprimé sur ce thème en relevant que dans un contexte de surévaluation de l'euro et d'une inflation plus faible que prévu, la BCE pourrait choisir une politique de rachat d'actifs pour assouplir sa politique monétaire.

En raison de l'absence de véritables marges de manœuvre sur les taux d'intérêt à court terme pour stimuler la croissance - et compte tenu de la tendance baissière de l'inflation -, les conditions semblent réunies pour adopter une approche plus déterministe.

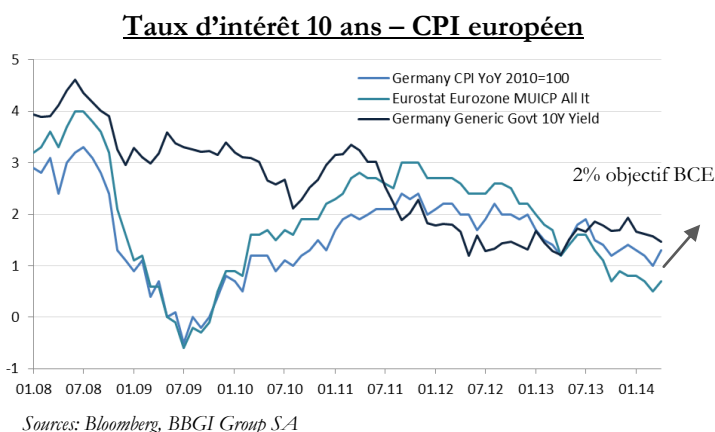
Un QE généralisé est-il donc à l'étude ?

L'évolution de l'inflation sera un paramètre important dans la mise en œuvre d'une telle stratégie. Le recul de plus en plus marqué des prix en Europe depuis le début de l'année apporterait de l'eau au moulin à cette thèse.

Les enquêtes de PMI continuent de suggérer une reprise du secteur manufacturier, mais les chiffres de croissance publiés ne montrent toujours aucune confirmation nette de ces anticipations.

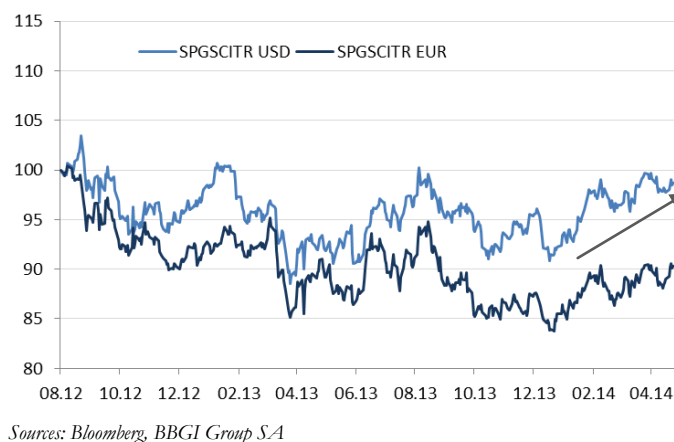
D'autre part, malgré la baisse des taux longs européens et un retour à des niveaux proches des points bas observés en avril 2013, les taux à 10 ans gouvernementaux restent plus élevés que le niveau actuel de l'inflation.

Malgré une baisse des taux longs, la récente chute de l'inflation - de 3% en 2011 à 0.7% en 2014 - a provoqué une remontée des taux d'intérêt réels en Europe, synonyme à nouveau de conditions monétaires restrictives.



Dès lors, la reprise de la demande n'intervient toujours pas significativement, dans un contexte de baisse des cours des matières premières en euro depuis deux ans, qui continue de peser sur les statistiques de l'inflation. Nous ne pensons pas que les risques d'une spirale baissière des matières premières puissent intervenir et créer un risque déflationniste additionnel en Europe. Au contraire, la reprise conjoncturelle aux Etats-Unis commence déjà à soutenir les cours de certaines matières premières depuis le début de l'année. Les perspectives pour les cours du pétrole, du gaz et des métaux industriels sont donc à notre avis haussières pour l'année 2014.

Cours des matières premières en USD et euro



L'évolution de l'inflation sera plus rapidement déterminée par une prochaine baisse possible de l'euro ou une remontée des cours des matières premières.

Nous pensons que ces deux phénomènes se matérialiseront ces prochains mois et permettront à l'inflation de remonter vers les objectifs de 2%, fixés à long terme par la BCE

Mais un programme de rachat d'actifs pourrait-il accélérer plus efficacement le processus de remontée de l'inflation, abaisser les taux d'intérêt réels et précipiter une baisse de l'euro ?

Dans un premier temps, une baisse du taux directeur et des facilités de dépôt pourraient avoir un effet baissier sur l'euro et par un effet induit indirect à terme, haussier sur les attentes inflationnistes. Mais c'est surtout en permettant une poursuite de la baisse des taux longs en Europe que ce programme de QE pourrait aussi favoriser la baisse des taux d'intérêts nominaux et favoriser une diminution plus rapide des taux d'intérêts réels.

Des **rachats de dettes souveraines** pourraient être envisagés à la condition que ceux-ci soient généralisés et concernent toutes les dettes publiques émises par les Etats membres de l'union monétaire. Il serait alors possible de procéder de la même manière que pour les achats d'obligations sécurisées basés sur les proportions des banques centrales nationales dans le capital de la BCE.

Autre possibilité, la mise sur pied d'un programme de **rachat de titres de crédit**. Les suggestions d'experts font état d'un QE possible de 35 milliards par mois, répartis entre des dettes de sociétés non financières pour environ 15 milliards d'euros et de 8 milliards d'« asset back securities » (ABS) et de 12 milliards de dettes d'agences et supranationales. Le QE pourrait ensuite s'étendre à des rachats de dettes bancaires de meilleure qualité également dans l'objectif de réduire les écarts de rendement des banques, d'améliorer leurs marges et de favoriser ainsi les conditions de financement et de prêts aux entreprises et aux particuliers. Les estimations font état d'un impact de l'ordre de +1% sur l'inflation à un an de ce type de programme.

Le programme de rachat d'actifs évoqué par le think-tank de Bruxelles se monterait à environ 420 milliards d'euros.

Son estimation des titres potentiellement éligibles pour des achats de la BCE est d'environ 14'000 milliards. Il est peut être surestimé et conduirait à un rééchelonnement à la baisse des objectifs mensuels de rachat pour être plus réaliste. Ainsi, même si sur le fond le QE envisagé pouvait effectivement avoir les faveurs de la BCE, les montants concernés devraient certainement être sensiblement inférieurs aux 35 milliards mensuels avancés.

Il n'en reste pas moins qu'une action conjointe menée au niveau de la dette gouvernementale et « corporate » pourrait tout de même se situer à ces niveaux et avoir l'effet escompté par la BCE.

Le 5 juin, la BCE annoncera probablement une action concrète touchant le corridor des taux d'intérêt et suggèrera peut-être déjà la mise sur pied d'un QE européens dont les contours définitifs ne seront sans doute annoncés que dans un deuxième temps. Cela suffira probablement à créer suffisamment d'anticipations pour enclencher un nouveau mouvement de baisse de taux en Europe et une dépréciation de l'euro.

Conclusion

La BCE annoncera un changement de politique monétaire.

Les taux d'intérêt directeurs seront sans doute abaissés de 10 à 15 points de base, tandis que les taux appliqués aux dépôts excédentaires des banques pourraient devenir négatif.

Cette décision devrait être accompagnée de nouvelles déclarations favorables à une dépréciation de l'euro.

L'annonce d'un QE européen aux contours encore incertains pourrait déjà créer une dynamique suffisante pour relancer une baisse des taux longs.

Les marchés obligataires et les marchés actions européens devraient bénéficier de ce nouvel environnement positif.

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 Sigismond Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch