



La BCE injecterait 1'000 milliards d'euros pour doper la croissance

Nouvelles déceptions au second trimestre et les indicateurs avancés n'annoncent toujours pas de renversement de tendance. Politiques monétaires et de change enfin plus agressives.

Points clés:

- La croissance européenne déçoit encore au 2^{ème} trimestre; l'Allemagne ne soutient désormais plus l'activité européenne
- Les PMI et indicateurs avancés ne laissent pas présager de reprise sensible en 2^{ème} partie d'année
- La BCE a peut-être changé d'objectif de politique monétaire et souhaite finalement une chute de l'euro qui réduirait les risques déflationnistes
- Mario Draghi doit rassurer les marchés financiers et annonce un changement plus radical de politique monétaire
- Baisse de la devise, taux d'intérêt négatif, programme d'achat d'actifs incluant le financement immobilier: la panoplie des outils disponibles s'étoffe et devient plus crédible
- Peut-on dès lors estimer jusqu'à 1'000 milliards d'euros de nouvelles injections ?

La croissance européenne n'est toujours pas au rendez-vous et inquiète un peu plus la BCE et les observateurs

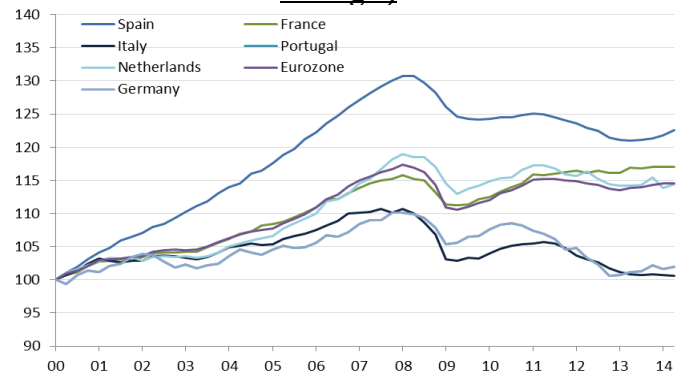
La croissance économique en Europe n'est toujours pas au rendez-vous en cette fin du mois de septembre, malgré la dernière baisse des taux directeurs consentie par le président de la banque centrale européenne Mario Draghi le 4 septembre et une politique monétaire enfin plus agressive. Les indicateurs avancés publiés ces derniers jours ne laissent pas non plus beaucoup d'espoirs en matière de rebond conjoncturel en Europe, alors qu'aux Etats-Unis, la croissance du deuxième trimestre était révisée à +4.6% et que les indicateurs récents laissent espérer une poursuite à un rythme soutenu de la croissance américaine au second semestre.

La situation économique en Europe ne montre donc toujours pas de signes d'amélioration à trois mois de la fin de l'année 2014, bien au contraire.

La banque centrale européenne était donc en droit de s'interroger sur les vraies chances de succès de ses précédentes actions, même si elle souhaitait sans doute se donner un peu plus de temps pour voir les résultats et juger de l'impact de ses mesures annoncées en juin, et notamment des prêts ciblés et à très long terme (LTRO) censés inciter les banques à prêter davantage aux entreprises.

Elle est donc désormais sur le point de changer une nouvelle fois sa politique monétaire et de mettre en œuvre de nouvelles mesures plus décisives que celles déjà entreprise afin de permettre un retour de la croissance dans la zone euro.

Croissance des PIB européens (Eurozone, Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas, Portugal)



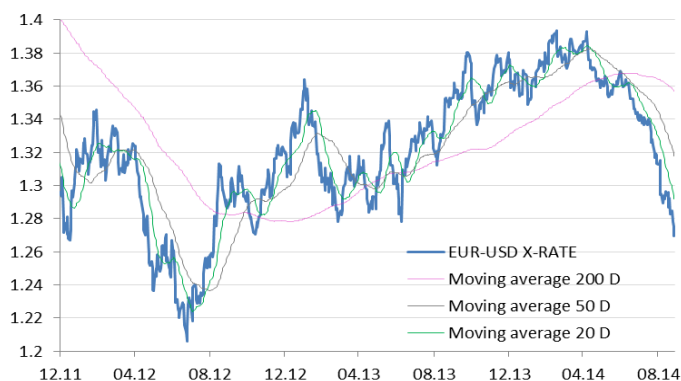
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous annonçons déjà en mai que la BCE pourrait considérer qu'une baisse de l'euro serait certainement une stratégie relativement aisée à mettre en place, nécessaire, mais certainement pas suffisante pour relancer les perspectives de croissance en Europe. Nous relevions que

l'euro, sans être un objectif de politique monétaire, était une source de préoccupation, qui conduirait certainement la BCE à adopter une stratégie de dévaluation dans un avenir proche.

Avec une chute de près de 10% enregistrée en quelques semaines, il semble bien que Mario Draghi ait en fait déjà décidé de laisser glisser l'euro.

Taux de change euro/dollar

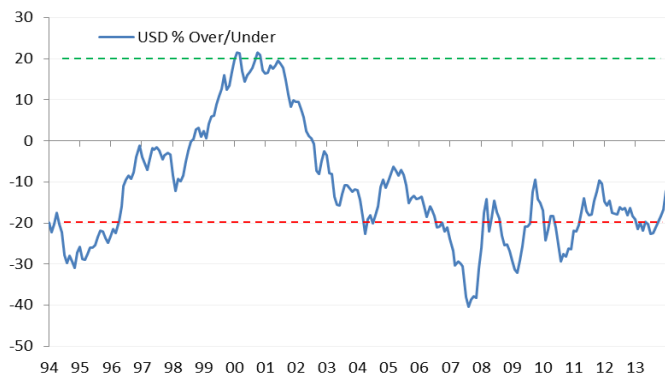


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis 2012, le taux de change euro/dollar avait progressé de +16%, pénalisant ainsi les exportations de la zone euro. La dernière hausse de 2014, qui avait porté l'euro à près de 1.40 USD, a fini par affecter la compétitivité de l'économie allemande.

Le moteur de la croissance européenne a ainsi fini par subir les contre-coups d'une devise surévaluée. Selon les parités de pouvoir d'achat (PPA) la valeur théorique de l'euro/dollar se situe à 1.13.

PPP euro/dollar (1994-2014)

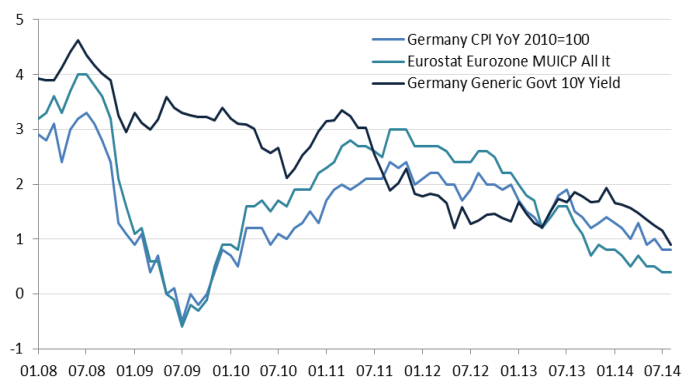


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Grâce à ce déclin, le président de la BCE espère sans doute pouvoir compter sur une amélioration de la compétitivité européenne.

Une baisse durable de l'euro aurait aussi potentiellement un impact à la hausse sur les prix importés, ce qui soutiendrait de fait clairement les efforts du président de la BCE pour lutter contre les risques déflationnistes en cours en Europe.

Taux d'intérêt et inflation européenne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La faiblesse conjoncturelle européenne inquiète, malgré les déclarations positives du G20

Il y a quelques jours, la faiblesse de la conjoncture européenne inquiétait aussi les Etats-Unis, qui par la voix de leur secrétaire d'Etat au Trésor, Jack Lew, lors de la réunion des ministres des finances des pays du G20 en Australie, appelaient les pays de la zone euro à se mobiliser pour relancer la croissance économique en nette perte de vitesse. Cette déclaration intervenait à la suite des inquiétudes partagées par l'OCDE et le FMI au sujet des perspectives de croissance de la zone euro et des nouvelles estimations de PIB pour 2014.

Mais si la réunion du G20 a offert une nouvelle tribune pour brocarder indirectement la classe politique européenne, incapable de mettre en œuvre de vraies politiques de croissance en stimulant la demande à court terme et en adoptant les réformes structurelles nécessaires à long terme, elle aura aussi permis de présenter un projet ambitieux et optimiste pour doper la croissance mondiale de +1.8% en cinq ans. Un catalogue de 1000 mesures, en particulier liées aux investissements dans les infrastructures, à des réformes financières et des initiatives devant favoriser les échanges commerciaux a été proposé. L'investissement occupait ainsi la première place des mesures devant permettre d'accroître la demande et d'augmenter la croissance.

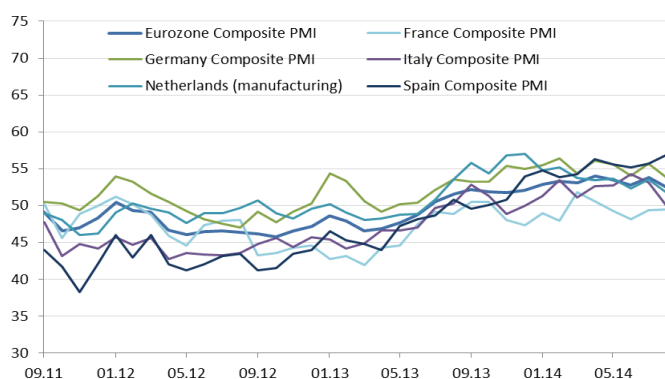
En Europe, alors que les tensions géopolitiques et la crise russo-ukrainienne affaiblissent encore un peu plus l'activité économique, il devient essentiel de promouvoir les politiques économiques permettant de renforcer la

croissance, la relance de l'emploi et de la consommation privée.

PMI européens en déclin, l'Allemagne faiblit dangereusement

Cette semaine les indicateurs avancés PMI Markit provisoires de l'activité économique des secteurs manufacturiers et des services pour le mois de septembre ont encore montré une nouvelle chute inquiétante de l'activité économique en Europe.

PMI composites (Eurozone, Allemagne, France, Italie, Espagne, Pays-Bas)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans les deux plus grandes économies de la zone euro, les indicateurs suggèrent encore une faiblesse de l'activité pour les prochains mois.

Si en France, le secteur privé poursuit sa contraction et retombe à son plus bas niveau des trois derniers mois (49.1 points), en Allemagne, l'indice composite remonte à 54 points et masque la chute à 50.3 points du segment manufacturier, soit son plus bas niveau des quinze derniers mois.

Le composite global pour la zone euro résiste mais touche tout de même son plus bas niveau des neuf derniers mois à 52.3 points. La faiblesse des indicateurs avancés ne présage pas de bons résultats pour l'économie européenne, qui pourrait enregistrer dans le meilleur des cas une très légère progression de +0.3% de son PIB au troisième trimestre.

Il faudra tout de même pour cela que l'économie allemande avance de +0.4% pour compenser la stagnation très probable du PIB français et une croissance à peine supérieure à zéro dans les autres régions.

Mario Draghi aux commandes pour un nouveau virage de politique monétaire attendu

Rien de très réjouissant et de rassurant pour l'instant sur le plan conjoncturel pour le président de la BCE Mario Draghi, qui ne peut éviter de souligner et d'avertir que l'Europe ne pourra repartir en phase de croissance sans que des réformes structurelles soient entreprises par les gouvernements. En relevant que pour sortir l'Europe du marasme économique, la BCE est prête à utiliser tous les instruments à sa disposition, il rassure pourtant les marchés financiers sur ses intentions, mais il adresse un message clair aux gouvernements: la BCE ne peut pas à elle seule produire la croissance et la relance doit avant tout passer par des réformes structurelles dans chaque Etat.

La BCE est donc aux commandes de la politique monétaire et souligne comme le fait par ailleurs la présidente de la banque centrale américaine, que celle-ci restera accommodante pendant une période relativement longue. Les taux directeurs ne sont donc pas prêts de remonter, d'autant que l'un des problèmes actuels de l'Europe est justement la baisse régulière de l'inflation. Celle-ci est depuis quelque mois si faible, que les risques de déflation s'accroissent et inquiètent le conseil des gouverneurs, qui s'est unanimement engagé à utiliser les instruments à sa disposition pour que l'inflation revienne au niveau de 2%.

Tout en se voulant rassurant, Mario Draghi estime qu'il n'y a pas de risque de déflation, malgré une reprise économique modeste, inégale et fragile.

Mais le discours concernant l'euro est aujourd'hui à double sens. M. Draghi affirme d'un côté que la monnaie unique n'est pas en danger, que l'euro est irréversible, et qu'il fera tout ce qu'il faudra faire, dans le cadre du mandat de la BCE pour y veiller.

Il a pourtant certainement adopté comme nouvel objectif l'affaiblissement de l'euro pour contrer les risques déflationnistes en Europe et relancer la compétitivité de la zone euro.

La BCE en action, évaluation du programme de rachat de titres à venir

La Banque centrale européenne (BCE) a donc en partie surpris les marchés en réduisant son principal taux directeur à 0.05% et en abaissant les taux d'intérêt à leur plus bas niveau historique, en réaction à la faiblesse de la conjoncture de la zone euro.

Avant tout cosmétique, cette mesure ne modifie pas fondamentalement la situation. Les taux de dépôts déjà négatifs à -0.1% ont été aussi abaissés à -0.2%, une mesure qui n'est sans doute qu'une étape intermédiaire avant que d'autres plus conséquentes ne soient adoptées.

Mario Draghi a également annoncé le lancement d'un programme d'achat d'actifs, centré sur l'acquisition de dettes d'entreprises. Nous annonçons aussi dans nos analyses précédentes que la BCE s'engagerait prochainement dans un nouveau terrain de politique monétaire sur la voie de celui défriché par les Etats-Unis. Il était temps qu'un nouvel électrochoc intervienne, au moment où la confiance dans la zone euro commençait à nouveau à s'effriter.

Mario Draghi fait ce qu'il peut, mais il agit et conserve ainsi la confiance des observateurs. Il amorce donc clairement une politique plus volontariste en faisant prendre un virage agressif à sa politique monétaire. En abaissant ainsi une nouvelle fois ses taux et en dégageant les dettes des entreprises du bilan des banques, la BCE espère préparer le terrain pour une relance du crédit bancaire à l'économie réelle. Elle contourne aussi la problématique posée par l'impossibilité de rachat massif de dettes gouvernementales imposée par les traités interdisant à la BCE de financer directement les Etats.

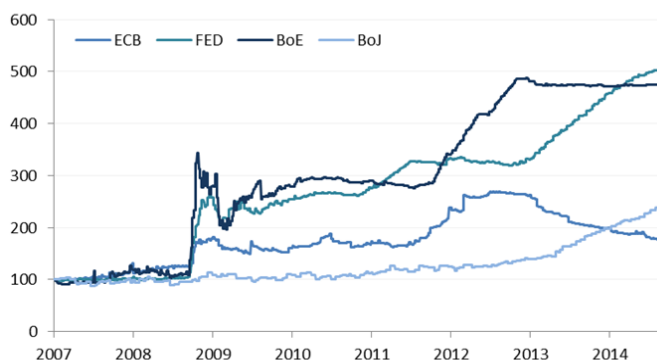
La BCE va donc pouvoir racheter des créances d'entreprises européennes, transformées en obligations (ABS). Les banques devraient ainsi réduire leur niveau de dettes dans leur bilan et pourraient de fait être incitées à prêter aux entreprises et aux ménages.

Mais la BCE s'est aussi déclarée prête à racheter des prêts immobiliers résidentiels en complément aux achats de créances d'entreprises. Relevons par ailleurs que ces prêts immobiliers représentent souvent une part importante du bilan des banques et que le programme annoncé par la BCE allégera sur ce plan celui-ci également.

Difficile toutefois d'imaginer quelle sera l'ampleur de ce programme et ses effets, car en l'absence de chiffres communiqués avec précision, il faut bien estimer le montant de l'enveloppe concernée. Le marché des ABS représente environ 300 milliards d'euros de produits, ce qui somme toute reste limité.

Le bilan de la BCE était depuis quelques trimestres l'un des rares en contraction. Avec cette décision, la BCE fait chauffer la planche à billets et se prépare à relancer la croissance de la masse monétaire et de la liquidité en Europe.

Evolution du bilan des banques centrales



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

La BCE détaillera la semaine prochaine son programme d'injection de liquidités en révélant le montant prévu de ses achats.

Elle se déclare cependant déjà prête à regonfler la taille de son bilan à son niveau de 2012, ce qui suppose plus de 1'000 milliards de nouveaux fonds.

Ces annonces lèveront peut-être quelques doutes sur l'efficacité de la conduite de la politique monétaire de la BCE.

Les tendances observées sur les marchés financiers devraient se poursuivre dans un premier temps, favorisant les marchés de taux et les actions, tandis que l'euro pourrait encore un peu s'affaiblir avant de se stabiliser prochainement.

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