

WEEKLY ANALYSIS

Marchés: Les Obligations Souveraines—Le Rôle de la BCE

Février 27, 2012

Focus: L'expansion de la BCE et les obligations souveraines

Points clés:

- Changement des conditions d'exercice pour "les actions collectives" dans le cas Grec.
- Une longue période de désendettement.
- Croissance des actifs obligataires dans le bilan des banques centrales.

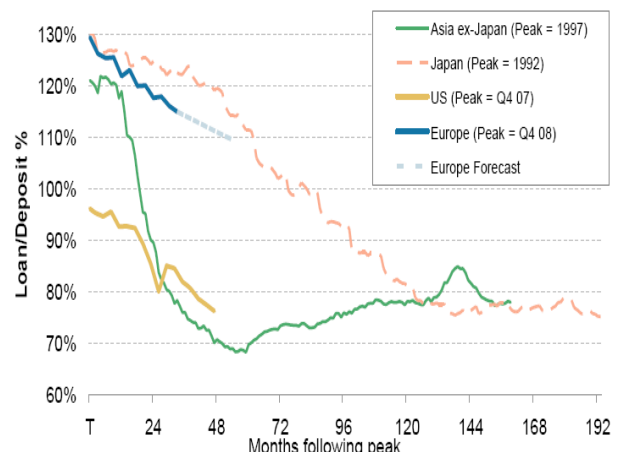
Les matières premières et les actions demeurent les classes d'actifs favorites.

L'action récente de la Banque centrale Européenne sur les obligations souveraines a changé les esprits et la psychologie des acteurs du marché, cela devrait dans le temps, pénaliser les marchés européens et les obligations souveraines.

La semaine dernière, la BCE a, arbitrairement et de façon unilatérale, changé les termes du contrat qui lie les obligations grecques et leurs détenteurs en retirant la « clause d'action collective ». Ce changement permet à la BCE de subordonner tous les autres propriétaires d'obligations grecques et d'avoir de ce fait, un statut privilégié lui permettant d'être le premier créancier de la Grèce.

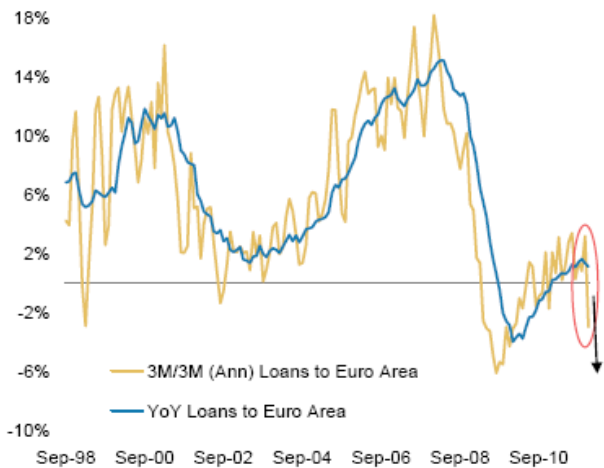
En cela, la BCE continuera à être l'acheteur principal de la dette grecque en Europe, étant donné que les détenteurs privés sont maintenant avertis : les règles du jeu peuvent changer à tout moment. Ceci change de manière fondamentale le risque associé aux obligations européennes. En agissant de la sorte, la BCE démontre qu'elle est en mesure, et cela en tout temps, de changer les termes d'une obligation souveraine à son avantage, et sans donner de préavis. C'est plutôt un élément négatif pour les gouvernements européens en grève de financement qui pourrait pousser les capitaux privés à s'investir dans d'autres actifs que la dette européenne.

L'Europe a évité une crise de crédit importante, mais cela pourrait être une question de sémantique. Le désendettement des banques européennes continue et les prochaines opérations de refinancement (LTRO) n'arrêteront pas ce processus. Les banques européennes devraient réduire leur levier de 2000 milliards d'euro durant les dix-huit prochains mois, mais ce montant pourrait en fait s'élever à 4'500 milliards d'euro durant les cinq prochaines années sans croissance des dépôts. Le graphique suivant illustre le fait que le ratio prêt/dépôt a rapidement décliné lors de la crise asiatique et américaine ; cependant, l'Europe suit un chemin similaire à celui du Japon.



Source: Morgan Stanley

De plus, les prêts octroyés par la zone euro ont enregistré une baisse ces derniers mois : -1.8% sur une base annualisée.



Banques Centrales 2012

Les banques centrales sont-elles en train de commettre une erreur? Durant un cycle économique « normal », les banques centrales essaient d'encourager, à travers diverses politiques, les individus et les entreprises à augmenter leurs dépenses.

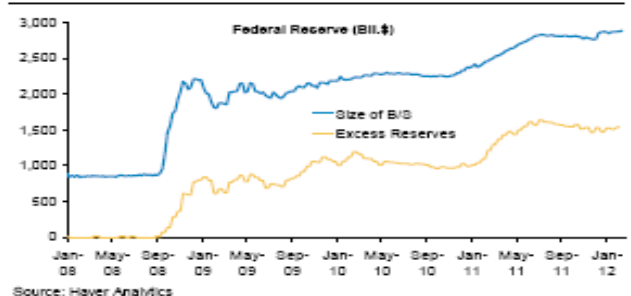
Le financement accordé aux grandes banques internationales, n'est pourtant pas redistribué dans l'économie réelle autant que nécessaire puisque une partie importante est replacée auprès des banques centrales ou réinvesti dans des obligations d'Etat. Les banques américaines et européennes accumulent les dépôts et le bilan des banques centrales croît. Le résultat est une croissance de l'économie en-dessous de sa tendance. Dans ce contexte, les individus vont aussi dépenser moins et avoir tendance à rembourser leurs dettes. Un ralentissement de la croissance dans les marchés développés ne peut que provoquer cette augmentation globale de l'épargne au niveau individuel et des entreprises.

Un autre aspect préoccupant concerne la fuite des investisseurs vers des actifs tels que les actions ou les matières premières. En effet, malgré la thésaurisation des liquidités par les grandes banques, l'impression de monnaie par les banques centrales incite les investisseurs à fuir les actifs où le rendement est faible, et donc de se concentrer sur des produits à rendement plus élevés.

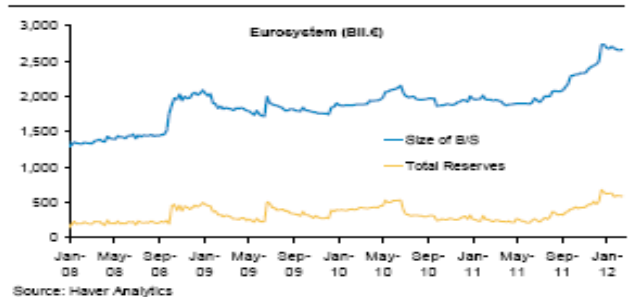
Les dépôts accumulés dans les banques centrales et l'accaparement des liquidités dans l'économie ont produit deux effets majeurs. Le premier concerne le prix des matières premières qui va continuer à augmenter. Le second, est le biais naturel à la hausse pour les actions, puisque les investisseurs fuient les investissements en cash et les obligations à faible rendement.

Les quatre banques centrales principales (USA, Grande-Bretagne, Europe et Japon) continuent d'augmenter la masse monétaire et augmenter leur bilan. L'Europe, les Etats-Unis, le Japon et la Grande-Bretagne se sont engagés dans la plus grande expérience d'expansion monétaire de l'histoire.

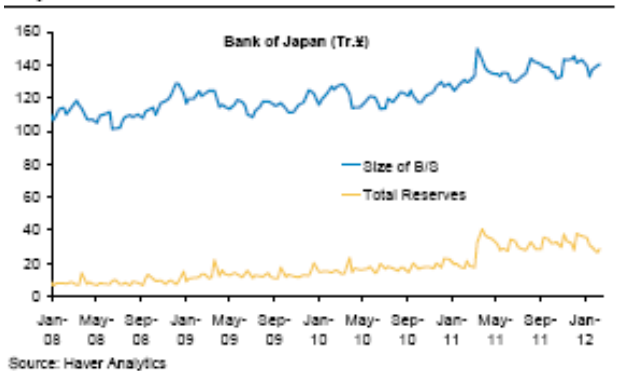
US



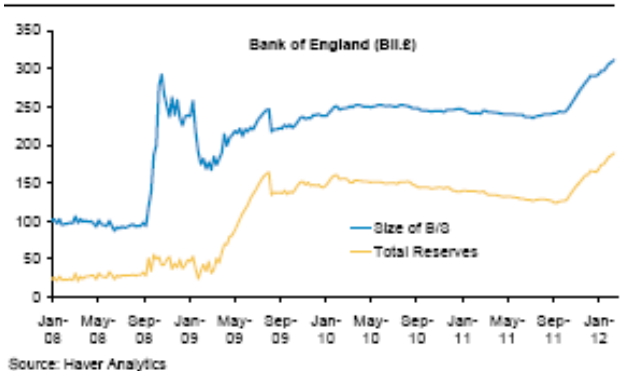
Euro Area



Japan



UK



- Le bilan de la FED a littéralement explosé et atteint désormais 3000\$ milliards, ce qui représente à présent 20% du PIB américain (15'500\$ milliards).
- Le PIB européen est aujourd'hui d'environ 12'500 milliards d'euro et le bilan de la BCE, avec le LTRO2, est de 3.2 milliards. Le bilan de la BCE est alors approximativement égal à 25% du PIB européen.
- Le PIB du Royaume-Uni est de 390£ milliards et le bilan de sa banque centrale est à 300£ milliards, ou équivalent au 75% du PIB.
- Le PIB du Japon se situe à 5'200\$ milliards alors que le bilan de la banque centrale du Japon est à 1'800\$ milliards ou 35% du PIB.

Enfin, la sphère européenne toute entière est marquée par une montée de l'interventionnisme étatique sur les marchés des capitaux. Le coût de cette intrusion se révèle positif pour les classes d'actifs telles que les actions, les matières premières, et les actifs qui ne perdent pas de valeur en période de remontée de l'inflation. Les obligations souveraines peuvent encore présenter un intérêt pour le système bancaire mais plus pour les particuliers ou les autres investisseurs institutionnels.

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