

La BCE injectera 750 milliards dans un nouveau plan (PEPP)

Injections massives de liquidités. Renversement de tendance sur les taux longs. Monétisation à des nouvelles dettes gouvernementales. Opportunités pour les actions et l'immobilier.

Points-clés

- La BCE annonce un nouveau PEPP de 750 milliards visant à soutenir l'économie de l'UE
- Une action indispensable face aux risques considérables d'effondrement de l'économie
- La BCE doit rassurer les marchés sur la qualité de la dette des pays périphériques
- Renversement de tendance sur les taux longs
- Repentification durable de la courbe des taux ?
- Monétisation des déficits publics, inflation et rendements réels
- L'euro n'est pas une monnaie refuge
- Actions européennes et immobilier titrisé offrent des perspectives d'investissement

La BCE annonce un nouveau PEPP de 750 milliards visant à soutenir l'économie de l'UE

La Banque centrale européenne a surpris tous les observateurs en annonçant la mise sur pieds dans l'urgence d'un nouveau plan de soutien appelé PEPP pour Pandemic Emergency Purchase Programme.

La taille de ce plan d'urgence est considérable pour l'Union européenne et le bilan de la BCE actuel de 4700 milliards d'euros.

En comparaison internationale, le plan annoncé par la nouvelle présidente de la BCE est aussi conséquent et surprendra favorablement les investisseurs lorsque la vague de panique des dernières semaines sera passée.

Un plan de 750 milliards d'euros qui sera injecté dans l'économie de l'Union européenne au cours des prochains mois et qui durera jusqu'en décembre 2020. Le 12 mars, la BCE avait déjà annoncé une enveloppe de 120 milliards d'euros et un statu quo sur sa politique de taux d'intérêt et décevait alors les marchés financiers, tandis qu'aux Etats-Unis, la Réserve fédérale agissait de manière plus décisive et plus convaincante.

En annonçant par surprise cette mesure, la BCE s'apprête donc à injecter 870 milliards d'euros supplémentaires soit près de 20% de la taille actuelle de son bilan. L'action de la BCE représente environ 9% du PIB global (9'691 milliards d'euros) des dix-neuf pays membre de la zone euro, un montant considérable qui aura des effets durables sur les marchés des capitaux.

La BCE détient déjà une partie importante de la dette souveraine européenne et injecte déjà 20 milliards d'euros par mois. On estime à un peu plus de 700 milliards le stock actuel éligible de dette souveraine disponible. La BCE devra par ailleurs certainement réviser ses règles de répartitions pour permettre de réinjecter ces fonds sur de la dette souveraine italienne notamment.

Depuis 2015, la BCE a considérablement augmenté ses encours d'obligations publiques européennes qui représentent à ce jour plus de 2'600 milliards d'euros.

Une action indispensable face aux risques considérables d'effondrement de l'économie

L'apparition du Coronavirus en Italie et sa diffusion dans l'ensemble de l'Europe depuis plusieurs semaines constitue un risque majeur et tout à fait nouveau pour la population européenne.

Les gouvernements européens ont finalement réagi à cette crise sanitaire de manière très progressive et essentiellement sous la menace de la transmission aux autres pays de l'Union européenne de la crise sanitaire en évolution toujours plus dramatique en Italie. L'Europe n'avait finalement pas été affectée en 2003 par l'épidémie de SRAS et ne s'était donc pas préparée à l'arrivée d'un nouveau virus susceptible de l'atteindre. Le traitement de la crise sanitaire en Europe a de ce fait été particulièrement chaotique en comparaison aux politiques mises en œuvre en Asie.

Les stratégies sanitaires de pays comme Singapour ou la Corée sont aujourd'hui montrées en exemple par leur degré de préparation et d'anticipation à l'émergence de tels risques. L'heure n'est sans doute pas encore à l'analyse des responsabilités, mais viendra très prochainement le temps des questions sur l'absence totale de préparation des états développés, incapables de protéger leurs populations. La pénurie de masques de protection et de solutions hydroalcooliques en Europe contraste avec l'extrême préparation d'autres populations en Asie.

En ayant totalement sous-estimé ce risque avant l'émergence de la crise en Chine, puis pendant son développement en Asie, et finalement même lorsque les autorités italiennes ont averti de la gravité de la situation dans leur pays, les gouvernements européens n'ont eu d'autres solutions que de réagir dans la précipitation et avec des moyens qui s'avèreront certainement insuffisants et inadaptés à une gestion responsable de cette crise.

On a découvert depuis quelques semaines seulement la fragilité de nos économies lorsqu'une absence de préparation à un choc épidémique ne laisse en définitive que le choix du confinement pour mettre fin à la transmission du Covid-19. Partiel dans un premier temps et total probablement dans de nombreux autres cas, le confinement qui se met en place aura des effets dramatiques sur la croissance économique européenne à court terme.

La panique boursière qui a finalement succédé à cette prise de conscience est certainement excessive malgré l'ampleur des risques et des effets potentiels de cette pandémie.

Bien sûr, la crise sanitaire finira par être surmontée dans quelques semaines ou mois en Europe également. Le coût économique de cette absence de préparation sera globalement astronomique et le prix payé en vies humaines insupportable. Tous les pays n'auront pas le même bilan définitif, mais cette crise en cours marquera les consciences, changera les comportements et les politiques sanitaires.

L'action de la BCE et celles des divers gouvernements européens venant au soutien de l'économie européenne sont dès lors véritablement indispensables pour protéger les populations des effets économiques de la crise sanitaire.

Il est heureux de constater aujourd'hui que leur capacité de réaction est sur ce plan au moins encore assurée.

La BCE doit rassurer les marchés sur la qualité de la dette des pays périphériques

La crise du Coronavirus a soudainement provoqué une prise de conscience de l'émergence de nouveaux risques en matière de croissance d'une nature tout à fait différente. Un confinement partiel ou total est une situation totalement inédite aux conséquences temporaires sur l'économie globale, mais qui pourrait avoir des répercussions plus durables pour certains secteurs d'activités, pour les PME en particulier et pour certains pays plus touchés. La crise provoquera une récession au 2ème trimestre, une désorganisation des chaînes de valeur, une hausse du chômage, une baisse de la consommation et d'autres effets négatifs qui vont conduire à une baisse des impôts perçus, à une augmentation des coûts de fonctionnement des états, à une progression des dépenses de santé, des déficits publics et finalement à une hausse de l'endettement.

La chute des marchés financiers est à la mesure de cette prise de conscience et du retour de l'aversion pour le risque. Il est dès lors essentiel de rassurer les investisseurs également que cette crise ne provoquera pas les mêmes inquiétudes que celles qui se sont développées entre 2010 et 2013 pendant la crise de la zone euro, pendant laquelle une hausse des taux des pays périphériques avait conduit à une récession et au risque d'éclatement de l'euro.

La BCE doit éviter une hausse des taux sur les pays jugés plus risqués comme l'Italie et l'Espagne ; elle s'engagera sans doute un peu plus encore pour empêcher que le doute ne s'installe.

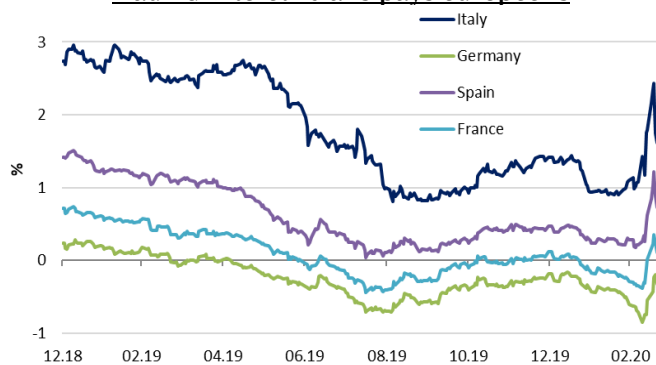
La hausse des dépenses publiques, indispensable à la protection des entreprises et des particuliers affectés par cette crise, pèsera lourdement sur les budgets nationaux en zone euro et sur les déficits en 2020.

Une hausse de l'endettement des états en sera la conséquence déjà parfaitement prévisible et qui a déjà rapidement provoqué une remontée des rendements sur les dettes publiques des états périphériques depuis dix jours.

Renversement de tendance sur les taux longs

Depuis le 21 janvier 2020, les premières manifestations d'une prise de conscience de la gravité potentielle de l'épidémie de Coronavirus en Chine touchaient les marchés financiers et le marché de capitaux en euros. La première réaction, qui s'est ensuite amplifiée jusqu'au neuf mars, a d'abord été de considérer les risques conjoncturels et la nécessité de devoir ajuster les taux d'intérêt à cette nouvelle menace potentielle sur l'économie mondiale et la zone euro en particulier. Les taux longs du gouvernement allemand ont ainsi d'abord chuté de -0.4% à -0.85%, tandis que les taux du gouvernement italien tombaient de 1.4% à 0.84% pendant la même période entre le 21 janvier et le 9 mars, date de l'annonce du confinement du nord de l'Italie.

Taux d'intérêt 10 ans pays européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Cet événement marque le changement radical d'appréciation de la situation conjoncturelle en Italie et plus généralement dans tous les pays pouvant être touchés par des mesures similaires. Après quelques jours de baisses des taux d'intérêts à des niveaux historiquement bas, la plupart des marchés de taux ont suivi une tendance haussière similaire.

Les investisseurs prenaient dès lors conscience que désormais une gestion de la crise sanitaire pouvait passer par un confinement de la population et un arrêt potentiellement total de l'activité économique dans n'importe quel pays. Les effets sur les budgets des états, les risques de forte hausse des déficits et des besoins de financement dépassaient rapidement les anticipations de baisses de taux longs.

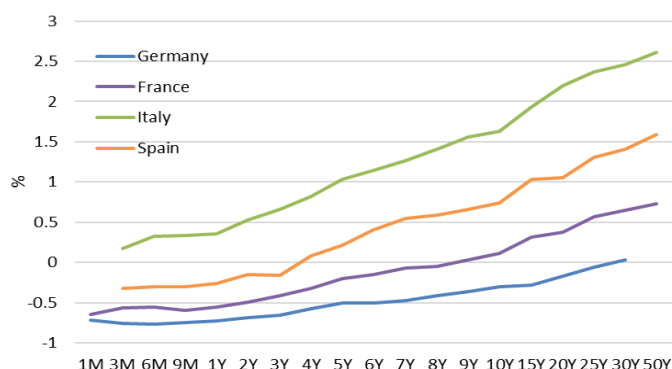
En quelques jours seulement les taux italiens se sont tendus et ont triplés passant de 1% à 3% (18 mars) avant que la BCE n'intervienne pour rassurer les marchés. L'annonce du plan PEPP semble fonctionner puisque deux jours plus tard les taux sur la dette italienne se stabilisent à 1.6%. En Allemagne la remontée des rendements a été spectaculaire, mais ceux-ci se situent aujourd'hui (-0.2%) à peine au-dessus de leur niveau du 21 janvier (-0.25%).

Repentification durable de la courbe des taux ?

Le PEPP de la BCE devrait jouer un rôle de stabilisateur de rendements relatifs entre les divers pays de la zone euro. On constate, deux jours après son annonce, que celle-ci a déjà permis de calmer les inquiétudes des investisseurs comme le suggère la chute de 3% à 1.6% des taux à dix ans du gouvernement italien.

Cependant, le renversement de la perception des risques observable dans d'autres pays européens suggère qu'une repentification des rendements est en cours. Les rendements à dix ans du Trésor français ont aussi bondi de -0.4% à +0.35% avant de profiter eux-aussi de la décision de la BCE. Les achats de la BCE devraient donc freiner ce processus qui a pourtant des fondements rationnels dans le contexte prévisible d'une hausse généralisée de l'endettement des états.

Courbe des taux (Allemagne-France-Italie-Espagne)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Monétisation des déficits publics, inflation et rendements réels

La BCE va donc rapidement devoir totalement monétiser l'accroissement des dépenses publiques en achetant les nouvelles dettes publiques émises pour contrer les impacts de la crise sanitaire. En d'autres termes, cette monétisation des nouvelles dettes représentera une création monétaire qui va s'apparenter à une politique d'« Helicopter Money ».

Le Coronavirus aura comme effet en zone euro d'augmenter les déficits budgétaires et la dette, dont la proportion en pourcentage du PIB avait déjà progressé de 65% à plus de 90% entre 2008 et 2014. Après une période de réduction de ce ratio à 85% en 2019, il devrait donc reprendre l'ascenseur en 2020.

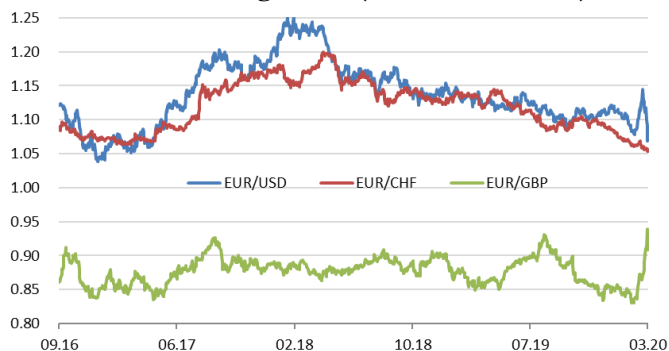
Un autre facteur est désormais à prendre en considération dans ce nouveau contexte de politique monétaire, il s'agit d'une relance du risque d'excès d'accroissement de l'offre de monnaie aux conséquences potentiellement inflationnistes.

En zone euro, la base monétaire a augmenté de 200% pendant la crise financière. De 1'000 milliards d'euro en 2008, elle a désormais atteint plus de 3'100 milliards d'euros. En décidant de monétiser près de 900 milliards de nouvelles dépenses gouvernementales, la BCE accepte d'augmenter une nouvelle fois de manière extrêmement importante sa base monétaire. Mais la BCE n'est pas la seule à agir de la sorte puisque la politique américaine suit déjà cette politique. Ce type de stratégie devrait avoir un impact plus ciblé que les précédents QE et pourrait développer des effets inflationnistes supérieurs soutenant les objectifs déclarés des banques centrales et réduisant d'autant les rendements réels.

L'euro n'est pas une monnaie refuge

La devise européenne souffre depuis quelques semaines de plusieurs facteurs pénalisants. La chute des perspectives de croissance en zone euro est clairement plus importante que la baisse des anticipations pour les Etats-Unis notamment. Le niveau bas de taux d'intérêt a longtemps été un facteur négatif, mais celui-ci s'est rapidement normalisé après l'abaissement des taux directeurs américains. Il reste que l'euro pointe à la 4^{ème} place des devises refuges parmi les devises faisant partie des droits de tirages spéciaux du FMI. Le dollar, le yen et le franc suisse sont en général recherchés pendant les crises de confiance, ce qui s'est produit au cours des dernières semaines.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



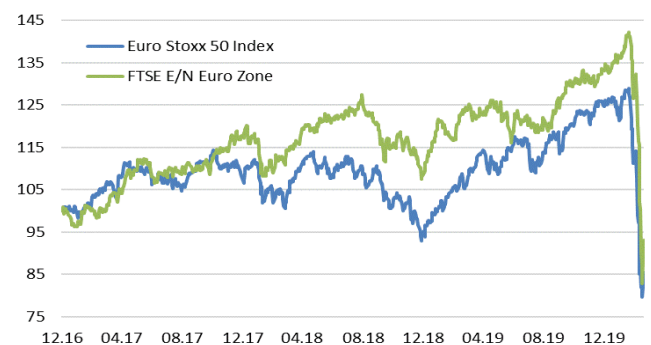
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Actions européennes et immobilier titrisé offrent des perspectives d'investissement

La crise du Coronavirus a impacté un peu plus durement les actifs en euros que d'autres, les corrections des actions et des titres du secteur immobilier ont en effet été fortes et enregistrent des baisses de plus de -40% dans de nombreux cas. La performance des actions européennes (-40%) depuis le 21 février s'est donc avérée largement inférieure à celle du marché américain, limitée à -32% à ce jour.

La chute des cours boursiers de ces derniers jours a largement précédé le processus d'ajustement des bénéfices attendus pour l'exercice 2020. Celui-ci prendra certainement plusieurs semaines, voire plusieurs mois, avant que les perspectives se rationalisent. Le contexte macro-économique encore très incertain pour les prochains mois ne manquera pas de provoquer des sursauts de volatilités et des risques de nouvelles baisses de valeurs. Cependant, le niveau de valorisation actuel de 10.4x les profits 2020 (non révisés) pour les sociétés européennes se compare à une valorisation de 14.3x pour les titres du S&P500.

Actions et immobilier en Europe



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans cet environnement, il nous semble que les chutes de valorisation ont très nettement réduit les risques de positionnement pour des investisseurs orientés à long terme et recommandons une stratégie désormais plus positive et constructive pour ces deux classes d'actifs avec un horizon temps de douze mois.

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 2
1201 Genève - Suisse
T: +4122 5959 611 - F: +4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch