

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



25 juin 2020

Le plan de relance européen pourrait aussi soutenir l'euro

La BCE injecte 1'350 Mrds d'euros. Les banques empruntent 1'300 Mrds d'euros à des taux négatifs. La monétisation et la mutualisation des dettes est en marche. Plan de relance favorable à l'euro.

Points-clés

- La BCE est sur tous les fronts
- La BCE prête 1'300 milliards additionnels à des taux négatifs aux banques
- La BCE soutient l'expansion budgétaire des états européens
- Un plan de relance de 1'800 milliards aux contours politiques historiques
- Monétisation des déficits publics, inflation et rendements réels
- Risques de pentification de la courbe des taux contrôlés par la BCE
- L'euro pourrait bien profiter du plan de relance européen
- Actions relativement plus attrayantes en Europe

La BCE est sur tous les fronts

La Banque centrale européenne avait surpris tous les observateurs en annonçant en mars la mise sur pieds dans l'urgence d'un nouveau plan de soutien de 750 milliards d'euros appelé PEPP pour Pandemic Emergency Purchase Programme. Elle a depuis, comme nous l'attendions, augmenté de 600 milliards la taille de son programme d'achats de titres, qui se monte désormais à 1'350 milliards d'euros. L'institution verra donc son bilan augmenter de près de 30% et dépasser les 6'000 milliards d'euros à l'horizon 2021. La taille du PEPP est considérable pour l'Union européenne, la BCE marque ainsi clairement son soutien à l'économie européenne face à la crise du Covid-19.

La BCE ne modifie par contre pas ses taux directeurs, mais élargi son soutien à l'économie en assouplissant encore un peu plus sa politique monétaire. L'horizon des achats de titres nets a été prolongé à la fin juin 2021, mais il est probable que le conseil des gouverneurs de la BCE ne doive prolonger et maintenir sa politique expansive au-delà de 2021 et aussi longtemps que nécessaire.

L'action de la BCE représente dès lors un peu moins de 15% 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 20 milliards d'euros par mois. La crise du Covid-19 a considérablement augmenté les besoins de financement des Etats en 2020 déjà, mais les émissions de dettes gouvernementales européennes devraient sensiblement croître encore en 2021. Les rachats de titres étatiques par la BCE vont donc suivre l'évolution de ces besoins et progresser certainement au-delà des montants évoqués plus haut. D'autant que la BCE devra également élargir son programme de soutien en révisant ses règles de répartitions et l'univers des dettes éligibles.

La BCE a par exemple déjà acheté 100% des nouveaux emprunts émis par le gouvernement italien en avril et mai (environ 50 milliards d'euros), ce qui a permis de stabiliser le niveau des taux d'intérêt de la dette italienne. La BCE a donc déjà pris quelques libertés face à l'urgence de la crise en achetant plus de titres italiens que ses règles ne lui permettaient de le faire au détriment de l'Allemagne en particulier. Si la BCE a déjà racheté pour environ 300 milliards d'euros d'obligations gouvernementales dans le cadre de son PEPP, elle a

aussi acquis pour près de 220 milliards d'obligations émises par des entreprises telles que Airbus, Danone et Schneider depuis novembre 2019 et continuera de le faire.

La BCE prête 1'300 milliards additionnels à des taux négatifs aux banques

Les banques se sont littéralement ruées vers la BCE pour profiter des guichets ouverts et de l'offre de financement à taux négatifs. La demande a atteint 1'300 milliards d'euros, un record pour ce type de programme en raison des taux négatifs proposés par la BCE sur des emprunts à long terme. Près de 750 instituts bancaires ont ainsi participé au programme de TLTRO offrant des conditions de financement aux banques particulièrement favorables à condition que celles-ci maintiennent leur niveau d'engagement d'avant crise aux entreprises. Les programmes TLTRO de la BCE visent à fournir la liquidité aux banques pour que celles-ci octroient des prêts aux entreprises et aux ménages. Ces prêts de 1'300 milliards d'euros vont venir s'ajouter aux achats de titres de 1'350 milliards d'euros évoqués plus haut. La BCE est donc bien active sur tous les fronts en tentant par ce processus d'assurer la liquidité bancaire qui avait fait défaut en 2008 lors de l'éclatement de la crise financière. En termes d'injections monétaires, seulement la moitié environ de ces prêts constitue de nouvelles injections de liquidités, si l'on considère que l'autre moitié représente le renouvellement des montants du TLTRO précédent.

La BCE soutient l'expansion budgétaire des états européens

La BCE s'est donc engagée avec succès pour éviter une hausse des taux sur les pays jugés plus risqués de la zone euro comme l'Italie et l'Espagne. Alors qu'il est encore difficile d'évaluer totalement l'impact de la crise du Covid-19 sur les budgets 2020 et 2021 des Etats de la zone euro, nul doute que les déficits budgétaires et les besoins de financement vont encore augmenter considérablement. La BCE sera également concernée par le plan de relance de l'économie européenne discutées ces jours et qui pourrait aboutir à la fin juillet sur un plan de dépenses communes pour financer la relance économique dans l'Union européenne après la crise sanitaire. Les chefs d'Etats et de gouvernements de l'Union devraient en effet plancher à la mi-juillet sur la proposition d'un

plan de relance historique négocié depuis plusieurs semaines qui devrait être d'une ampleur considérable.

La hausse des dépenses publiques, indispensable à la protection des entreprises et des particuliers affectés par cette crise, pèsera donc lourdement sur les budgets nationaux en zone euro et sur les déficits à partir de 2020, mais elle pourrait bien s'institutionnaliser pendant plusieurs années.

Une hausse de l'endettement des Etats en sera la conséquence déjà parfaitement prévisible et qui provoquerait très certainement une remontée des rendements sur les dettes publiques des Etats périphériques en l'absence du soutien actif de la BCE.

Un plan de relance de 1'800 milliards aux contours politiques historiques

Les vingt-sept devront s'entendre dans les prochains jours sur un plan de relance de 1'800 milliards d'euros entre 2021 et 2027. Initialement, ce plan prévoit 750 milliards d'euro pour soutenir les pays, les régions et les secteurs les plus touchés et 1'100 milliards de dépenses de l'UE pour des politiques communes diverses.

La Commission européenne propose de financer ce plan par un emprunt effectué par la Commission au nom de l'Union européenne. Le tiers des fonds obtenus serait mis à disposition des Etats plus durement touchés par la crise sanitaire sous forme de prêts et les deux autres tiers seraient distribués sous la forme de subventions. Le remboursement de l'emprunt devrait être réalisé à terme par des ressources financières de l'Union européenne, par exemple par l'introduction de nouvelles taxes spécifiques.

Le plan de relance a déjà le soutien déclaré de la France et de l'Allemagne depuis le 18 mai. Mais il devra encore être accepté par les pays contributeurs nets comme l'Autriche, les Pays-Bas, le Danemark et la Suède sans doute peu enclins à augmenter leurs contributions à « fonds perdus ». L'accord de l'Allemagne est cependant le pas le plus net vers la construction d'une Europe plus solidaire sur le plan budgétaire, une étape majeure pour l'Union européenne et pour l'euro.

La chancelière allemande, Angela Merkel semble avoir convaincu la Cour constitutionnelle allemande de revenir sur sa décision de contrer le projet ambitieux qu'elle porte avec Emmanuel Macron de mutualisation des dettes européennes.

Les contours du futur plan de relance sont certainement encore loin d'être établis et il faudra sans doute encore quelques semaines de travail intenses aux négociateurs pour arriver à obtenir un consensus des vingt-sept. Cependant il pourrait bien constituer une étape très importante pour la crédibilité de l'UE et pour l'euro.

Monétisation des déficits publics, inflation et rendements réels

La BCE est donc en phase de monétisation des dépenses publiques et s'apprête à renforcer son action dans ce sens en achetant toujours plus de nouvelles dettes publiques émises. Le ratio d'endettement des Etats de l'Union européenne va augmenter au-delà de 100% à 120% assez rapidement.

Le risque d'accroissement de l'offre de monnaie est donc important et devrait avoir à terme des conséquences inflationnistes.

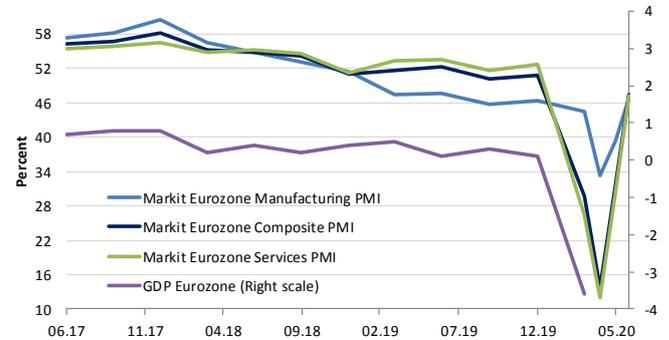
Rappelons qu'en zone euro, la base monétaire avait déjà augmenté de 200% pendant la crise financière. De 1'000 milliards d'euro en 2008, elle a désormais atteint plus de 3'100 milliards d'euros. En décidant de monétiser près de 1'300 milliards de nouvelles dépenses gouvernementales, la BCE accepte d'augmenter 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.

Le 2ème trimestre marquera le nadir de la croissance européenne

La croissance du PIB au 1^{er} trimestre a subi le choc attendu en enregistrant une contraction de -3.6%. Les estimations pour le PIB du 2^{ème} trimestre sont évidemment plus dramatiques et évaluent à -12.3% la chute du PIB pour la zone euro. Une reprise solide de +8.3% est ensuite espérée pour le 3^{ème} trimestre, puis +2.8% au 4^{ème} trimestre. Malgré cela, sur l'ensemble de l'année, le PIB devrait rester en très nette baisse de -8.1%. Dans ce contexte, les indicateurs avancés ont déjà très nettement rebondi de leurs points bas atteints en avril et laissent entrevoir une prochaine reprise logique de l'activité économique après le déconfinement en cours. L'indice PMI composite de la zone euro a rebondi en effet de son plus bas d'avril

(13.6) à 47.5 en juin, à peine en dessous du seuil de croissance de 50. Le regain de confiance est généralisé et touche aussi bien les services (47.3) que le secteur manufacturier (46.9).

Indicateurs PMI et PIB Zone-euro

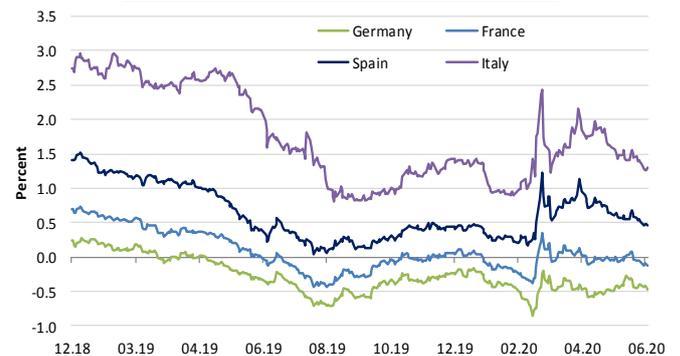


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Risques de pentification de la courbe des taux contrôlés par la BCE

Les rendements en euros avaient initialement plongé au plus fort de la panique boursière du mois de mars, avant de rebondir nettement, y compris sur la dette allemande lorsque les soutiens économiques annoncés par les gouvernements aux entreprises et ménages ont fait craindre une hausse de l'endettement des Etats européens.

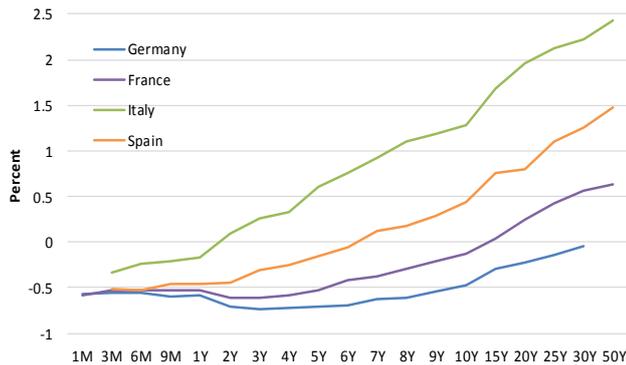
Taux d'intérêt 10 ans pays européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Depuis l'annonce du PEPP de la BCE il est apparu clairement que la hausse du taux d'endettement des Etats ne provoquerait pas une hausse sensible du rendement exigé par les investisseurs. En effet, l'action de la BCE a bien été comprise comme une action de stabilisation des rendements relatifs et absolus entre les divers pays de la zone euro à des niveaux bas.

Courbe des taux



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'euro pourrait bien profiter du plan de relance européen

L'euro s'est apprécié de +7% contre le yen, de +5% contre le dollar, +2.5% contre la livre sterling et finalement de +3% contre le franc suisse (1.05 à 1.09) à la fin mai, avant de glisser à nouveau à 1.0650. Le début du déconfinement en zone euro favorise quelque peu la devise européenne, qui pourrait profiter d'un retour plus rapide de la consommation au 3^{ème} trimestre. La devise européenne pourrait surtout bénéficier de la mutualisation des dettes en Europe qui renforcerait la crédibilité à long terme de l'UE et de l'euro.

Taux de change euro (USD, CHF, GBP)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Actions relativement plus attrayantes en Europe

Il y a trois mois, au plus fort de la panique boursière, nous relevions que si la crise sanitaire aurait des répercussions économiques indiscutables en 2020 et 2021, les niveaux de valorisation atteints après la chute des cours d'environ -40% présentaient déjà des opportunités d'investissement à moyen terme pour les valeurs européennes. Le niveau de valorisation à la fin mars de 10.4x les profits 2020 pour les sociétés européennes se comparait à une valorisation de 14.3x pour les titres du S&P500. Désormais, après une hausse de +46% des cours, l'indice SX5E (Stoxx50) se traite à nouveau à environ 20x les profits attendus dans douze mois. La valorisation relative reste favorable et présente une prime de 20% comparée au PE du S&P500 (25x). Le marché européen reste à la fin juin -15% en dessous de son niveau de début d'année et bénéficie d'un rendement attrayant (+2.8%). A court terme, une phase de consolidation devrait pourtant logiquement intervenir pendant l'été après une hausse presque ininterrompue des cours durant les trois derniers mois.

Actions et immobilier en Europe



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Nous recommandons aujourd'hui une diminution de l'exposition en actions européennes, mais au-delà des risques de prises de profits à court terme, le programme de relance européen devrait ensuite avoir un impact positif sur les marchés actions européens.

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: +41225959611
F: +41225959612
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch