



Tendances à long terme

Les politiques monétaires de QE et de taux négatifs ont atteint leurs limites

PHILIPPE ITHURBIDE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

La politique monétaire a atteint ses limites. Les taux sont en territoire négatif, et cette mesure est désormais contre-productive. La fragmentation financière et les dysfonctionnements du marché interbancaire ne peuvent pas être résolus par la seule BCE: la désintermédiation, la croissance économique et le relais des politiques budgétaire et fiscale sont des leviers indispensables. La BCE bute sur des problèmes de liquidité sur les dettes souveraines, ce qui montre bien les limites d'un marché administré.

Les fondements de la politique de la BCE

Ce que la BCE cherche à faire est clairement identifié : i) Fournir de la liquidité aux banques, ii) Maintenir les taux courts à de bas niveaux, iii) Ancrer les taux longs à de bas niveaux... tout en éliminant / atténuant les pressions déflationnistes, et iv) Assurer par des taux courts et longs bas de bonnes conditions de financement.

Ce qu'elle ne cherche pas à faire est également clair : i) Financer directement les déficits publics (elle ne peut pas le faire), ii) Soutenir les banques en direct, via des achats d'actifs en détresse (une différence avec le QE des États-Unis), ou via des achats de titres bancaires notamment, et iii) Pousser l'euro à la baisse (une différence avec le Japon, qui souhaitait une baisse du yen).

Indirectement, elle assure trois choses essentielles : i) elle réduit le risque d'insolvabilité / de défaut des États : elle achète près de deux fois les émissions nettes de l'ensemble de la zone euro ; ii) elle pousse au développement d'un système « hors banques » (taux négatifs + courbe plate = profitabilité des banques réduite, enjeux digitaux nécessitant d'importants investissements). Enfin iii) elle contribue à la réduction de liquidité des marchés de taux.

Comment évaluer l'impact de la politique monétaire de la BCE ?

La politique monétaire (QE et politiques de taux) a de l'impact sur l'économie réelle via 7 canaux de transmission :

1. **Effet taux d'intérêt :** parvenir à des taux aussi bas que possible et les maintenir à ce bas niveau. La BCE y est parvenue.
2. **Effet spreads :** parvenir à des *spreads* étroits, notamment pour les pays périphériques. La politique de la BCE est un succès... mais elle achète pour cela plus de deux fois le montant des émissions nettes de la zone euro.
3. **Effet de richesse :** améliorer la richesse des agents économiques via la hausse des marchés boursiers et immobiliers notamment. Résultats contrastés : les marchés boursiers sont globalement en baisse depuis l'annonce de l'adoption d'un QE. Acheter des obligations d'État et garantir des taux bas pendant longtemps n'est pas suffisant pour pousser les marchés d'actions à la hausse.
4. **Effet sur le crédit bancaire :** obtenir une hausse du crédit bancaire, notamment aux PME. La BCE y est globalement parvenue mais :
 - **L'impact est faiblement visible dans les enquêtes de crédit.** De nombreuses entreprises profitent du bas niveau des taux et de la recherche de *spreads* par les investisseurs pour se refinancer via le marché des capitaux (ex : Sanofi a émis une obligation à 3 ans au taux de -0,50 %... aucune banque ne peut offrir une telle opportunité).
 - **La situation des entreprises mid-market et small cap est plus préoccupante.** Elles dépendent très fortement des banques et le crédit bancaire vers ce secteur a baissé pour la 6^e année consécutive.
5. **Effet change :** l'objectif était de parvenir à une dépréciation de l'euro, ce qui représente un « plus » pour la compétitivité. Il ne s'agissait pas d'un objectif explicite de la BCE (elle n'est pas en charge de la valeur externe de l'euro, i.e. son cours de change), mais l'annonce du QE a permis de faire baisser l'euro. À noter que cela fut de courte durée. Le mouvement de baisse a été interrompu dès 2015, avec la chute des devises émergentes, la dépréciation du yuan, le changement de régime de change du yuan, la fin de l'appréciation du dollar... Il n'y a plus d'effet positif et mécanique sur les profits des entreprises notamment.
6. **Effet « anticipations d'inflation » :** la BCE souhaitait éradiquer les pressions déflationnistes et enclencher un cercle vertueux prix - consommation. Ce n'est pas vraiment un succès... du moins pour l'instant. Les risques de déflation ont certes reflué, mais la spirale prix-consommation ne s'est pas inversée et les anticipations d'inflation restent très limitées.
7. **Effet « confiance » :** obtenir une hausse significative et durable des indicateurs de confiance s'avère nécessaire pour l'investissement et la croissance. L'impact du QE est mitigé. Il est toutefois certain qu'en l'absence des mesures de la BCE, ces indicateurs auraient de nouveau chuté.

Au total, la politique monétaire de la BCE a été fort utile, pour garantir des taux (et des niveaux de *spreads*) bas, pour rendre plus solvables et moins à risque les entités endettées (y compris les États), pour limiter la volatilité des marchés... aucun doute là-dessus. Mais tout est un peu artificiel, car cela repose sur la présence de la BCE sur les marchés de taux : le fait que la BCE achète bien plus que le montant total des émissions nettes de la zone euro rassure sur le maintien des taux longs à de faibles niveaux, mais deux questions se posent désormais ;

- Le repli de la liquidité peut-il avoir des effets négatifs sur la valorisation de ces actifs ?

– Combien de temps durera cette situation ? La BCE s'est-elle engagée – volontairement ou involontairement – dans une situation « à la japonaise », avec une impression de QE à l'infini, avec à terme, une monétisation ? En somme, les QE ont un impact sur les actifs financiers (prix, volatilité). Le tableau ci-dessous met en avant les critiques que nous identifions à l'encontre des QE et des taux négatifs. Même si l'on comprend la nécessité actuelle des QE, il ne faut pas en occulter les défauts. De même, on comprend bien la défiance envers les taux négatifs. Persévérer dans cette voie est contre-productif.

Les dangers des QE	Les dangers des taux négatifs
<p>1^{re} critique : les QE maintiennent les taux d'intérêt (courts et longs) à des niveaux artificiellement bas</p> <p>2^e critique : plus le temps passe, et plus il est difficile de sortir des programmes de QE</p> <p>3^e critique : ils tassent de façon artificielle la volatilité des marchés</p> <p>4^e critique : ils habituent les intervenants de marché à un environnement calme ; cette « nouvelle normalité » est tout sauf... normale</p> <p>5^e critique : ils déforment la valeur des actifs</p> <p>6^e critique : ils génèrent des potentiels de bulles</p> <p>7^e critique : ils pourraient être à l'origine de crises financières</p> <p>8^e critique : ils encouragent l'attentisme budgétaire et fiscal des États... (vue plus positive: ils permettent aux États d'avoir des politiques budgétaires et fiscales plus proactives sans en avoir les inconvénients, i.e. des hausses de taux)</p> <p>9^e critique : alors que les taux d'intérêt représentent une taxe sur l'épargne, les QE (et les taux négatifs) représentent une subvention à l'accumulation de dette</p> <p>10^e critique : les QE ont réduits les primes de risque et écrasés les <i>spreads</i>, à tel point que désormais les matrices de <i>spreads</i> de crédit – ratings ne veulent plus rien dire. Certains investisseurs ne peuvent plus par exemple acheter des titres obligataires, car le <i>spread</i> ne correspond plus au niveau de rating et au risque encouru. Quelle solution : ne plus investir ou revoir les matrices <i>spreads</i> – ratings et accroître le risque dans les portefeuilles ?</p> <p>11^e critique : les QE dégradent la liquidité des portefeuilles</p>	<p>1^{re} critique : ils ne sont pas vraiment nécessaires pour l'accès au financement. Les entreprises ont accès au marché des capitaux (hormis pour les PME très dépendantes des banques)</p> <p>2^e critique : une baisse des dépôts des banques auprès de la BCE ne garantit en rien une hausse supplémentaire du crédit bancaire auprès des entreprises dans les zones les plus désavantagées</p> <p>3^e critique : avoir des taux négatifs ne garantit en rien un meilleur fonctionnement du marché interbancaire</p> <p>4^e critique : si les banques ont des liquidités (qu'elles déposent ensuite auprès de la BCE), c'est précisément parce que la BCE en injecte beaucoup</p> <p>5^e critique : la baisse des taux jusqu'en territoire négatif pénalise la profitabilité des banques (toutes les banques, qu'elles soient du cœur de la zone ou de la périphérie)</p> <p>6^e critique : en envoyant les taux d'intérêt courts et longs en territoire négatif, la BCE envoie également des messages négatifs aux marchés financiers... et aux valeurs bancaires</p> <p>7^e critique : ils amplifient l'écart entre taux d'intérêt et coût de capital des banques</p>

Conclusion

La BCE va sans aucun doute conserver une politique monétaire accommodante pour les quelques années à venir, même si ses actions ont atteint leurs limites. Renverser la politique actuelle n'aurait pas grand sens dans le contexte actuel. Mais pour qu'un impact sur la croissance soit plus évident, il faut désormais que les politiques de revenu, budgétaire et fiscale prennent le relais. Le soutien de la consommation par des hausses de revenu réel disponible et de l'investissement par des dépenses publiques ciblées devient incontournable : les baisses d'impôts et la relance des dépenses en infrastructures notamment est souvent évoqué, y compris aux États-Unis (dans les programmes de D. Trump et d'H. Clinton, les deux candidats à la récente élection présidentielle).

Pour en savoir plus

Drut B. et Ph. Ithurbide – *ECB QE Monitor, divers numéros mensuels, Amundi.*
Ithurbide Ph. 2016, « *Environnement de taux bas/négatifs, stagnation séculaire... Impact pour la gestion d'actifs...* », Amundi Discussion Papers Series # 15, Avril.

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

**Retrouvez l'ensemble
de notre expertise sur le site :**

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate

High Yield

Contributeurs

AMELI-RENANI ABBAS, *Stratégie Dette émergente – Londres*

AINOUZ VALENTINE, *Stratégie Crédit – Paris*

BERTONCINI SERGIO, *Stratégie Crédit – Milan*

DE BRAY YASMINE, *Analyse Financière – Paris*

BUTLER RICHARD, *Analyse Crédit – Paris*

BOROWSKI DIDIER, *Recherche Économique – Paris*

DRUT BASTIEN, *Stratégie Change et Taux – Paris*

FORTES ROBERTA, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

GEORGES DELPHINE, *Stratégie Multi-Asset – Paris*

HERVÉ KARINE, *Recherche Économique – Paris*

ITHURBIDE PHILIPPE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

JI MO, *Recherche Économique – Hong Kong*

LAPEYRE THOMAS, *Analyse Financière – Paris*

LETORT VALÉRIE, *Stratégie Change et Taux – Paris*

MARTIN EMMANUEL, *Analyse Financière – Paris*

MIJOT ÉRIC, *Stratégie Actions – Paris*

PARET ANNE-CHARLOTTE, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

PERRIER TRISTAN, *Recherche Économique – Paris*

WANE IBRA, *Stratégie Actions – Paris*

YOSHINO AKIO, *Recherche Économique – Tokyo*

Rédacteur en chef

ITHURBIDE PHILIPPE, *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI DIDIER, *Recherche Économique – Paris*

BUTLER RICHARD, *Analyse Crédit – Paris*

MIJOT ÉRIC, *Stratégie Actions – Paris*

JI MO, *Recherche Économique – Hong Kong*

TAILLEPIED STÉPHANE, *Analyse Financière – Paris*

Conception et support

BERGER PIA, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

PONCET BENOIT, *Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué

Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier