

Réunion de la BCE : la politique budgétaire doit maintenant jouer son rôle



**Monica
DEFEND**
Global Head of
Research



**Valentine
AINOUZ**
Deputy Head of
Developed Market
Strategy Research



**Didier
BOROWSKI**
Head of Global Views

- Action de la BCE :** Lors de sa réunion du 12 mars, la BCE a déçu les attentes du marché en ne baissant pas les taux dans le sillage du spread coronavirus. La banque a procédé à un nouvel assouplissement monétaire non conventionnel en **renforçant temporairement son programme d'assouplissement quantitatif**, qui prévoit une série d'achats d'actifs nets supplémentaires d'un montant de 120 milliards d'euros cette année. De tels achats seront surtout biaisés vers le secteur privé. En outre, la BCE procédera temporairement à des opérations de refinancement supplémentaires à plus long terme afin d'apporter un soutien immédiat au système financier de la zone euro, tandis que la supervision bancaire de la BCE apportera des fonds propres temporaires et un soulagement opérationnel en réaction à l'épidémie de coronavirus. Enfin, la BCE soutient la décision de l'ABE de reporter le test de résistance de 2020 afin que les banques puissent se concentrer sur les entreprises. Élément important, **Mme Lagarde a fortement formulé une demande de « politique budgétaire ambitieuse et coordonnée », car la réponse à la crise induite par le coronavirus devrait être avant tout budgétaire. En effet, les pays européens annoncent d'importants plans de relance qui devraient faire gagner du temps pendant que l'épidémie est contenue. Une fois l'épidémie contenue, des mesures visant à stimuler la demande globale seront nécessaires pour assurer un rebond significatif de la croissance.**
- Implications en matière d'investissement :** Les actions récentes des banques centrales n'ont pas réussi à soutenir les marchés, qui ont enregistré de lourdes pertes. Par ailleurs, la décision de la Fed d'injecter des liquidités supplémentaires dans le système n'a pas permis de relancer le marché. S'il est trop tôt pour dire si l'on a atteint un point bas, un déclencheur est nécessaire qui devrait se matérialiser, selon nous, sous la forme d'une réaction fiscale massive et coordonnée, ainsi que de mesures drastiques de confinement des virus. Tant que quelque chose de concret ne se matérialisera pas, la volatilité des marchés restera très élevée. Toutefois, au moins, l'action des CB devrait éviter un resserrement du crédit, mais la pression sur les spreads devrait se maintenir. Nous anticipons **une divergence croissante entre la valorisation des émetteurs affichant des bilans solides et celle des émetteurs à bilans plus faibles.** Le programme d'assouplissement quantitatif renforcé est favorable au crédit IG euro dans l'ensemble du segment du crédit. Toutefois, il est encore trop tôt pour adopter une stratégie agressive en faveur des actifs risqués.
- Au-delà du court terme :** Le choc initial d'offre lié à l'épidémie donne lieu à un choc de demande de plus en plus important et l'économie mondiale pourrait plonger dans une récession aussi sévère que celle vécue en 2008-09. Cependant, les mesures de stabilisation macroéconomique sont raisonnables et simples à concevoir et ne relèvent pas de la seule responsabilité de la politique monétaire. Les gouvernements ont pris conscience de la gravité de la situation et, dans des circonstances exceptionnelles, le pacte de stabilité et de croissance prévoit un assouplissement temporaire des règles budgétaires. Toutefois, **pour que la politique budgétaire soit réellement efficace, elle doit s'accompagner d'une politique monétaire toujours accommodante.** A terme, les pays en crise auront des stocks de dette publique plus élevés et le bilan de la BCE devrait croître significativement. Pour que les pays restent solvables, les taux d'intérêt devront rester bas.

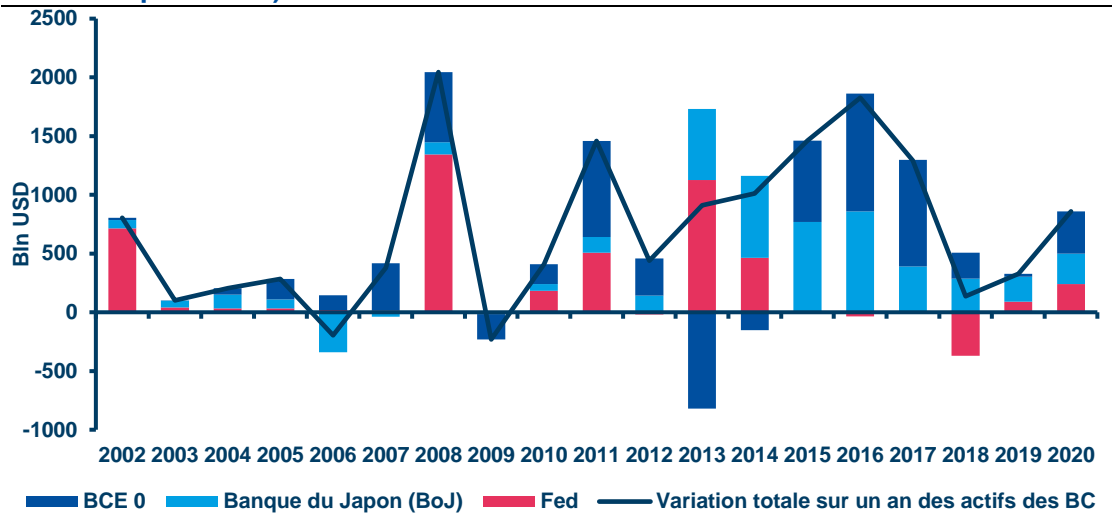
« Les nouvelles mesures annoncées par la BCE sont principalement axées sur les facilités d'amélioration de la liquidité et n'incluent pas de baisse des taux. »

Pouvez-vous rappeler les nouvelles mesures annoncées par la BCE le 12 mars, et suffiront-elles selon vous à soutenir l'économie de la zone euro cette année ?

Lors de sa réunion, la BCE a dévoilé une série de nouvelles mesures accommodantes destinées à aider l'économie de la zone euro à surmonter les retombées économiques de la propagation du coronavirus. **Ces mesures se concentrent principalement sur une amélioration de la liquidité et n' incluent pas de baisse des taux.** La décision a été unanime. La *forward guidance* rappelle que les taux « resteront à leurs niveaux actuels ou inférieurs tant que nous n'aurons pas vu les perspectives d'inflation converger fortement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à, 2 % sur notre horizon de projection ». La capacité de la BCE à abaisser davantage les taux est limitée (et potentiellement inutile, compte tenu des rendements déjà négatifs), plus de 50 % de la dette obligataire euro se négociant déjà à des rendements négatifs.

Afin de soutenir la liquidité du système, la BCE a décidé **de renforcer son programme d'assouplissement quantitatif** via un ensemble temporaire d'achats d'actifs nets supplémentaires d'un montant de 120 milliards d'euros. Ces achats s'ajouteront jusqu'à la fin de l'année en plus de ceux déjà prévus (20 Md EUR par mois) et seront principalement orientés vers le secteur privé. Le programme tirera pleinement parti de la flexibilité permise dans le cadre actuel - autrement dit, il n'y a pas de montant prédéterminé mensuel.

Variation sur un an des actifs des banques centrales, USD Bn (prévisions d'Amundi pour 2020)



Source : Amundi Research, Datastream. Données au 12 mars 2020.

« Mme Lagarde a déclaré qu'une « politique budgétaire ambitieuse et coordonnée » était nécessaire, car la réponse à une telle crise devrait être d'abord budgétaire. »

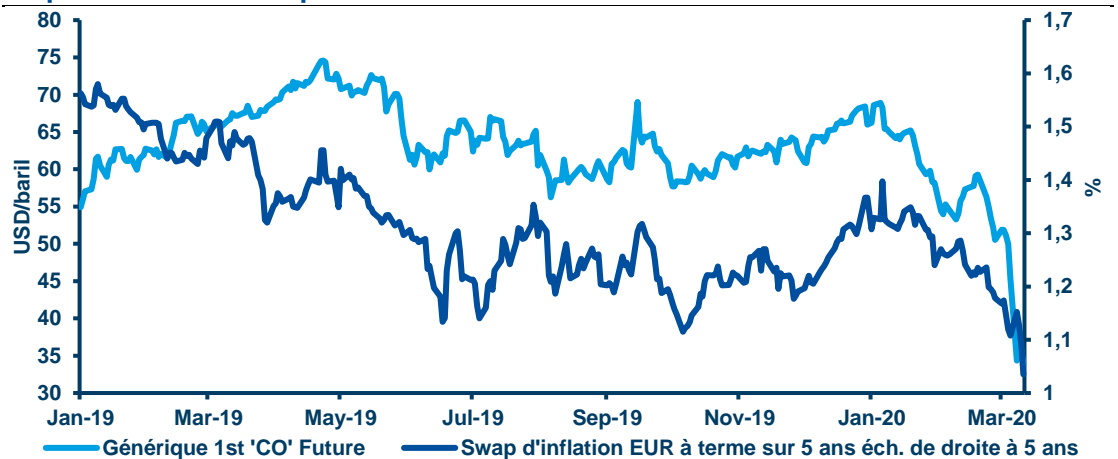
De plus, la BCE a annoncé de **nouveaux outils de liquidité et de nouveaux prêts à long terme**, à taux plein et préférentiel pour soutenir le refinancement des petites et moyennes entreprises (PME). Dans le détail :

- La BCE effectuera temporairement des opérations supplémentaires de refinancement à plus long terme (LTRO) afin de fournir un soutien immédiat en liquidités au système financier de la zone euro ;
- La supervision bancaire de la BCE apportera des fonds propres temporaires et un soulagement opérationnel en réaction à l'épidémie de coronavirus ; et
- La BCE soutient la décision de l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) de reporter le test de résistance de 2020 afin que les banques puissent se concentrer sur les entreprises.

Élément important, la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a déclaré qu'une « **politique budgétaire ambitieuse et coordonnée** » était nécessaire, car la réponse à une telle crise devrait être **avant tout budgétaire**.

Sur le plan des perspectives économiques, **le coronavirus impacte fortement les perspectives de croissance de la zone euro, les risques pointant clairement à la baisse**. La propagation du virus est un choc majeur alors que l'économie traversait déjà une période de faiblesse. La facilité des conditions financières, les mesures de relance budgétaire, l'endiguement et la reprise de la pandémie devraient permettre à l'économie de reprendre le chemin de la reprise. L'évolution de l'inflation reste préoccupante, surtout à la lumière de l'énorme chute du prix du pétrole, le swap d'inflation euro à cinq ans étant passé sous la barre des 1 %. La BCE estime qu'il est très probable que l'inflation soit inférieure à ses prévisions les plus actualisées.

Le pétrole et les anticipations d'inflation



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 12 mars 2020.

« L'action budgétaire est une condition préalable à la concrétisation d'un rebond économique une fois l'épidémie retombée. »

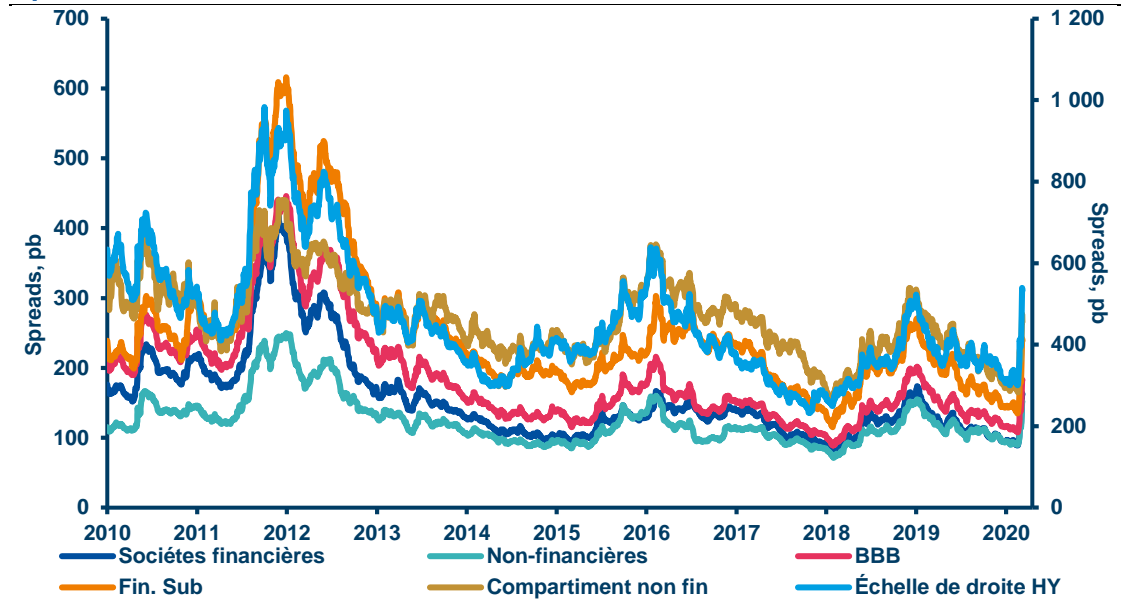
Que peuvent faire les gouvernements nationaux et la Commission européenne sur le plan budgétaire pour aider l'économie de la zone euro à rebondir une fois l'épidémie retombée ? Avez-vous déjà vu des signes de relâchement budgétaire ?

L'action budgétaire est une condition préalable à la concrétisation d'un rebond économique une fois l'épidémie retombée. La bonne nouvelle, c'est que les pays européens annoncent - les uns après les autres - d'importants plans de stabilisation. Le Royaume-Uni et l'Italie ont été les premiers à communiquer. La France s'engage également à faire tout ce qui est nécessaire sans se soucier des coûts budgétaires en jeu, même sans préciser les montants. Tous les yeux sont désormais tournés vers l'Allemagne et ce qu'elle décidera de faire. **Les politiques budgétaires et fiscales vont faire gagner du temps**. Une fois l'épidémie contenue, quelques mesures visant à stimuler la demande globale seront sans doute nécessaires pour assurer un rebond significatif de la croissance. **Un resserrement trop précoce pourrait empêcher un rebond.**

Implications en matière d'investissement

Les actifs risqués, déjà très faibles avant la réunion de la BCE, ont réagi de manière fortement négative, avec un écartement important des spreads périphériques et de crédit, et l'euro revenant à de nouveaux plus bas en séance face au dollar et au franc suisse, la BCE ayant déçu les attentes en ne modifiant pas la limite émission/émetteur, la règle de répartition du capital, et avec un QE supplémentaire inférieur aux attentes.

Spreads de crédit en euro



Source : Amundi, Bloomberg. Données au 12 mars 2020.

Il est clair qu'il y a eu un large assouplissement monétaire, mais la BCE semble se ranger sur le côté, dans l'attente d'un effort budgétaire coordonné.

Mme Lagarde fait maintenant pression sur les gouvernements pour qu'ils agissent et s'est dite prête à prendre de nouvelles mesures peu après la mise en œuvre des nouvelles mesures budgétaires. Dans un tel contexte, les banques centrales feront tout ce qui est en leur pouvoir pour éviter un assèchement de la liquidité. Mais, la capacité des CB à doper la croissance est limitée, en raison du contexte spécifique (il s'agit à la fois d'un choc sur la demande et l'offre) et des positions de politique monétaire déjà accommodantes. La BCE peut fournir des crédits bon marché aux banques, **mais le défi sera d'éviter un durcissement des conditions de financement dans un contexte de montée des risques. Le crédit bon marché aux banques et la réduction des contraintes de fonds propres ne suffisent pas.** Dans un environnement où la croissance mondiale est en danger et où les CB injectent des liquidités, **nous prévoyons une divergence croissante entre la valorisation des émetteurs aux bilans solides et ceux à bilans plus faibles.** Ce programme reste favorable au crédit IG euro dans l'ensemble du crédit. Toutefois, il est encore trop tôt pour adopter une stratégie agressive en faveur des actifs risqués, car un catalyseur est nécessaire pour réduire la volatilité.

Politique monétaire et budgétaire au-delà du court terme

« Pour que la politique budgétaire soit véritablement efficace, elle doit s'accompagner d'une politique monétaire toujours accommodante. »

Vous attendez vous à ce que les CB aillent encore plus loin sur un front non conventionnel ?

Pas nécessairement, car il ne faut pas sous-estimer le rôle et l'impact de la politique budgétaire. La crise épidémique est passée d'une situation localisée et temporaire à une situation globale et à une durée bien plus longue que prévue initialement. Le choc initial de l'offre a donné lieu à un choc de demande dont l'ampleur augmente au quotidien, avec des mesures de prévention historiques mises en place. **Il existe aujourd'hui un risque que l'économie mondiale plonge dans une récession aussi sévère que celle de 2008-09.** Toutefois, **les origines de la crise actuelle sont très différentes de la Grande crise financière de 2008 - 2009 ou de la crise de la dette souveraine de la zone euro de 2011-2012 : c'est une crise de l'économie réelle avant tout et ne provient pas du secteur financier.** Certes, la baisse de l'activité économique pourrait temporairement être encore plus prononcée. Toutefois, les mesures de stabilisation macroéconomique sont simples à concevoir et ne relèvent pas uniquement de la politique monétaire. Les gouvernements ont pris conscience de la gravité de la situation à la suite de la propagation du coronavirus, comme en témoignent les conclusions du Conseil européen extraordinaire qui s'est tenu le 10 mars, les chefs d'État s'engageant fermement à prendre les mesures nécessaires pour que le choc économique à court terme - qui est inévitable et pourrait être sévère - ne compromette pas le potentiel de croissance à moyen terme des économies. Pour ce faire, ils doivent libérer des ressources fiscales afin de garantir l'accès aux soins de santé, aider les entreprises en difficulté à éviter une cascade de faillites, et indemniser les salariés qui seront contraints au chômage temporaire. Dans des circonstances exceptionnelles, le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) prévoit un assouplissement temporaire des règles budgétaires et **il n'y a en pratique aucune limite à ce que les gouvernements peuvent faire à court terme, du moins si le choc est temporaire.** Les déclarations du président français Emmanuel Macron du 11 mars sont claires à cet égard (assouplissement temporaire de la fiscalité des entreprises, indemnisation du chômage temporaire, augmentation des dépenses de santé, par exemple). **Toutefois, cela ne signifie pas que la BCE n'a aucun rôle à jouer. Pour que la politique budgétaire soit réellement efficace, elle doit s'accompagner d'une politique monétaire toujours accommodante,** ce qui a été le cas jusqu'à présent. Depuis la crise de la dette souveraine, la BCE s'est dotée de nombreux outils non conventionnels. **A condition que les gouvernements annoncent des plans substantiels et crédibles, Mme Lagarde a précisé que la BCE pourrait en faire plus.** La BCE devra faire tout ce qui est en son pouvoir pour éviter que la crise actuelle ne débouche sur une crise de solvabilité. L'expansion du bilan de la BCE n'a pas de limites lorsqu'il s'agit de maintenir la stabilité financière. Si les gouvernements agissent conformément à leurs engagements, la BCE garantira un financement à moindre coût, ce qui permettrait finalement aux économies de surmonter la tempête en limitant les pertes. **La facture budgétaire sera élevée** - probablement autour de 200 Md EUR au niveau de l'UE, ce qui correspond au même montant que le plan de stimulation proposé en novembre 2008 par la Commission européenne. Les décisions seront prises au niveau des pays. En cas de hausse incontrôlée des taux d'intérêt de la zone euro (par exemple, si le QE n'est pas suffisant), un État affaibli peut avoir recours à un programme d'assistance financière via le MES ou à l'activation d'un programme d'opérations monétaires sur titres de la BCE. Les outils sont suffisants dans un contexte de choc temporaire, de quelques mois. Ce n'est que dans le cas d'un choc de très longue durée que d'autres options de politique monétaire devraient être envisagées (par exemple, achats d'actions, « hélicoptère de devises »).

Quelles pourraient être les conséquences à long terme de ces démarches ?

A terme, les pays en crise vont émerger avec des stocks de dette publique nettement plus élevés et le bilan de la BCE va croître significativement. Pour que les pays restent solvables, les taux d'intérêt devront rester bas - c'est-à-dire inférieurs à la croissance nominale du PIB. Tôt ou tard, le problème de la soutenabilité de la dette reviendra sur le devant de la scène dans les pays où la croissance potentielle est faible. En revanche, la taille du bilan d'une BC n'est pas un problème en tant que tel. La BCE est tombée dans un « piège du QE » dont il sera encore plus difficile de sortir sans menacer la solvabilité de certains Etats. Cela pourrait poser un problème à moyen et long termes, surtout si l'inflation refait surface. **À plus long terme, cette crise devrait conduire les gouvernements à repenser l'architecture budgétaire et fiscale de l'Europe.** C'est généralement tout en traitant des situations de cette ampleur que l'UE devrait se doter d'un budget de stabilisation significatif. La nécessité de créer un instrument de financement européen pourrait également revenir sur la table.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (AIU) est de transformer notre expertise en CIO, ainsi que les connaissances globales d'Amundi en matière d'investissement, en connaissances et outils pratiques adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à des informations provenant de sources multiples, nous visons à devenir le partenaire de choix pour la fourniture régulière, claire, opportune, engageante et pertinente d'informations susceptibles d'aider nos clients à prendre des décisions d'investissement éclairées.

Découvrez Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Les définitions sont les suivantes :

- **Programme d'achat d'actifs** : Un instrument de politique monétaire par laquelle les banques centrales achètent des titres sur le marché pour accroître la masse monétaire et encourager les prêts et les investissements.
- **Points de base** : Un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Point mort d'inflation** : Le point mort d'inflation est la différence entre le rendement nominal d'un placement à taux fixe et le rendement réel d'un placement indexé sur l'inflation de maturité et de qualité de crédit similaires.
- **Spread de crédit** : Écart entre le rendement d'une obligation de crédit et celui du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajusté pour prendre en compte d'éventuelles options intégrées.
- **Opérations de refinancement à plus long terme (LTRO)** : Les opérations de refinancement à plus long terme (LTRO) sont des opérations de l'Eurosystème qui fournissent des financements aux établissements de crédit pour une période prédéfinie. Ils offrent un financement à long terme à des conditions attrayantes aux banques afin d'assouplir davantage les conditions de crédit du secteur privé et de stimuler les prêts bancaires à l'économie réelle.
- **Assouplissement quantitatif (QE)** : Le QE est un instrument de politique monétaire utilisé par les banques centrales pour stimuler l'économie en achetant des actifs financiers aux banques commerciales et autres institutions financières.
- **Volatilité** : Mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. Généralement, plus la volatilité est élevée, plus le titre/marché est risqué.

Informations Importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 12 mars 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Date de première utilisation : 13 mars 2020.

Rédacteurs en chef

Pascal BLANQUÉ
Directeur des investissements
(« Chief Investment Officer »)

Vincent Mortier
Directeur adjoint des
investissements (« Deputy
Chief Investment Office »)