

4 QE de la BCE : des frictions à venir sur le marché obligataire

SERGIO BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique – Milan*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Mario Draghi a confirmé que le plan d'achats de titres ira jusqu'au bout

Comme nous l'avons déjà souligné dans plusieurs publications, le programme étendu d'achats de la BCE est impressionnant par son ampleur puisqu'elle prévoit d'acheter pas moins de 60 Mds € d'actifs (des emprunts d'État en majorité) d'ici septembre 2016 alors que la dette publique de la zone euro ne progresse que lentement. Ce programme a d'ores et déjà eu un effet drastique sur les rendements obligataires souverains et la pression devrait encore s'accroître dans les mois et trimestres à venir, une fois liquidées les positions des participants du marché les plus enclins à céder leurs titres à la BCE. La bataille pour trouver des obligations souveraines de certains pays sera plus acharnée que jamais.

La BCE a imposé un certain nombre de contraintes, tant à elle-même qu'aux banques centrales nationales, en ce qui concerne le Programme d'achats du secteur public (PSPP) : seules peuvent être achetées des obligations émises par le gouvernement central (cela exclut les obligations des autorités locales comme les Länder en Allemagne), d'une échéance résiduelle entre 2 et 30 ans et dont le rendement doit être supérieur au taux de dépôt de la BCE, à savoir -0,20 %. Ces contraintes, qui limitent mécaniquement la quantité de titres éligibles au PSPP, constitueront un obstacle de taille pour les obligations souveraines allemandes puisque l'administration centrale de ce pays ne représente que 64 % de la dette publique (un cas isolé au sein de la zone euro) mais aussi parce que les rendements allemands sont déjà sous la barre des -0,20 % sur les maturités les plus courtes du segment entre 2 et 30 ans. La part de la dette de l'administration centrale allemande détenue par l'Eurosystème sera d'environ 20 % à la fin du PSPP. Par conséquent, il est probable que certains segments du marché obligataire européen connaissent des frictions, avec des difficultés pour acheter certains titres, des rendements extrêmement faibles et éventuellement une baisse marquée de la liquidité.

Les frictions sur le marché de dette souveraine des pays du cœur et la correction récente

Cela étant dit, les rendements obligataires ont remonté fortement et rapidement sur les dernières séances, en zone euro mais également dans de nombreux pays développés (États-Unis, Royaume-Uni, Canada, Australie, etc.). Des prises de profit, des valorisations tendues, la hausse des prix du pétrole et un affaiblissement des craintes déflationnistes font partie des facteurs le plus souvent cités pour expliquer le mouvement. Jusqu'à il y a quelques jours, les incertitudes grandissantes liées au blocage des négociations autour de la situation grecque avaient dans une certaine mesure exacerbé le phénomène de « gravité » naturelle apparente des rendements allemands. Toutefois, indépendamment de la situation grecque, à la fin avril, 30 % du marché des Bunds allemands s'échangeaient en deçà du seuil minimum des -20 pb fixé par la BCE dans son programme d'assouplissement quantitatif. Même si 45 % des rendements des Bunds allemands étaient déjà négatifs au 21 janvier, la veille de l'annonce de son programme par la BCE, aucun d'entre eux ne s'échangeait encore sous un tel seuil à cette date ! Le graphique n° 2 montre que les emprunts d'État allemands avaient été rejoints avant la correction récente par leurs homologues en Finlande et aux Pays-Bas dans la catégorie des titres « non éligibles » au QE, soit respectivement 13 % et 8 % du total de la dette nationale en circulation. La poursuite de cette tendance dans les mois à venir justifie donc les « Et si... » lancés par les journalistes au président de la BCE lors de la dernière conférence de presse

L'essentiel

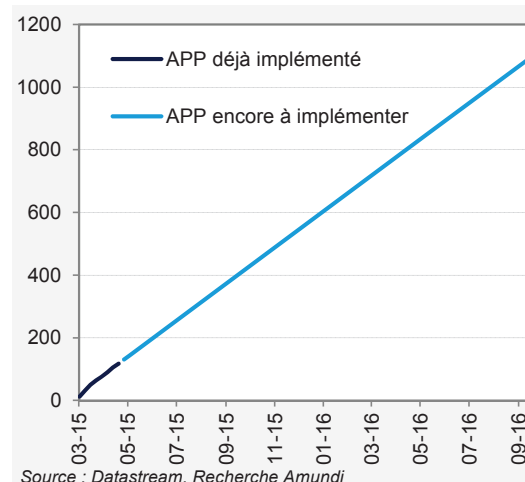
Comme nous l'avons déjà souligné dans de précédentes publications, la taille impressionnante du programme étendu d'achats de la BCE, conjuguée à des taux de dépôt négatifs, a d'ores et déjà eu un effet drastique sur les rendements obligataires souverains et la pression devrait encore s'accroître dans les mois à venir.

Ironie du sort, la rapidité et la force du recul des rendements des emprunts d'État des pays du cœur poussent certains à s'interroger sur la viabilité de l'assouplissement quantitatif (QE). Toutefois, même si ces inquiétudes se sont apaisées récemment avec la forte correction du marché obligataire, le sujet de la pénurie de l'offre obligataire, tout particulièrement parmi les emprunts d'État des pays du cœur, restera vraisemblablement présent à l'esprit des intervenants du marché.



La part de la dette de l'administration centrale allemande détenue par l'Eurosystème sera d'environ 20 % à la fin du PSPP

1 Implémentation de l'Asset Purchase Programme (APP) étendu, en Mds €

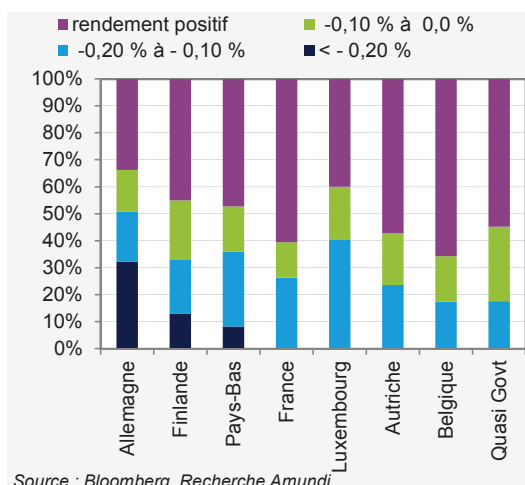


au sujet d'une possible « pénurie » de titres. Le graphique peut contribuer à répondre à leurs interrogations : une part importante des emprunts d'État de pays du cœur et des titres des agences et des organisations supranationales ciblés par le programme d'assouplissement quantitatif flirtaient avec le seuil de -20 pb. Pour être plus précis, 19 % des Bunds allemands, 27 % de la dette néerlandaise, 26 % des OAT françaises et 18 % des émissions d'agences et organisations supranationales éligibles au QE dégagent actuellement un rendement dans une marge de 10 pb par rapport au seuil fixé. La valeur globale de cette partie de la dette représentait quelque 21 % de l'ensemble des emprunts d'État de pays du cœur et des obligations quasi souveraines. Toutefois, au moment où nous écrivons ce texte, le 6 mai, les conditions de marché semblent différentes : le graphique n° 3 montre que la part des obligations ayant un rendement sous la zone de « non-éligibilité » a été réduite de moitié pour l'Allemagne (de 30 à 15 %) et a été réduite à zéro pour la Finlande et les Pays-Bas. Dans le même temps, la part des obligations proches du seuil de -0,20 % s'est fortement réduite, de 21 à 11 %. Avec le repricing récent, le problème de la pénurie des obligations s'est clairement apaisé. Mais si la compression des rendements se reprend, l'Allemagne, davantage que les autres pays, semble être aux premiers rangs de ceux qui se trouveront en situation de pénurie en fonction de la clé de répartition au capital de la BCE. En outre, le stock de dette allemande va continuer à décroître lentement. Gardons à l'esprit que début mai, seul 10 % de l'Asset Purchase Programme (APP) étendu avait été réalisé. Autrement dit, 90 % du QE de la BCE reste à faire !

Que faut-il donc attendre ?

En comparant le QE de la BCE à un marathon qui venait juste de débuter, Mario Draghi a souligné l'engagement fort de la banque centrale à mettre en œuvre le programme dans sa totalité, éliminant du même coup les scénarios de tapering. Il a souligné avec justesse que les craintes relatives à la liquidité et à la pénurie étaient « prématurées » à ce stade, écartant du même coup l'idée que de telles questions se poseront dans un avenir proche. À ce sujet, notre vision est que le programme aura pour effet de comprimer les rendements davantage, et que certains aspects techniques de sa politique pourraient avoir à être prochainement revus. M. Draghi a souligné à cet égard que, si nécessaire, la conception du programme était suffisamment flexible pour être ajustée. Parmi les options possibles, une nouvelle baisse du taux de dépôt a été fermement écartée mais d'autres ajustements restent envisageables : certaines contraintes pourraient notamment être repensées, comme le plafond de 25 % par émission ou un élargissement de l'univers des émetteurs de qualité supérieure. Sur ce dernier point, la BCE a déjà en partie répondu à la question lors de sa dernière réunion en ajoutant une nouvelle liste d'agences à l'univers QE pour un montant total de dette de 100 Mds € environ. L'extension du QE aux obligations d'entreprise pourrait également être envisagée. En attendant, laissons l'assouplissement quantitatif agir et produire ses effets.

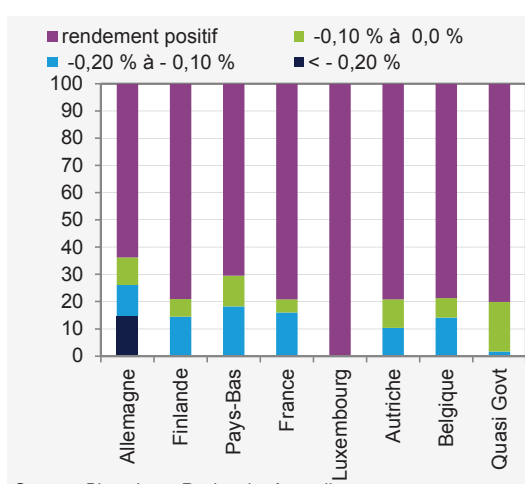
2 Dette gouvernementale des pays du cœur : répartition par rendement (21/04/2015)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ 90 % du QE de la BCE reste à faire ! ”

3 Dette gouvernementale des pays du cœur : répartition par rendement (05/05/2015)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ Mario Draghi a souligné l'engagement fort de la banque centrale à mettre en œuvre le programme dans sa totalité ”



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

Publications récentes

Working Papers

- **Option Pricing under Skewness and Kurtosis using a Cornish Fisher Expansion**
SOFIANE ABOURA — Associate Professor – Paris-Dauphine University & DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Modelling Tail Risk in a Continuous Space**
DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor
- **Portfolio Capital Flows: A Simple Coincident Indicator for Emerging Markets**
JULIEN MOUSSAVI — Stratégie et Recherche Économique – Paris

Discussion Papers Series

- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT — Stratégie et Recherche Économique – Paris
- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**
SYLVIE DE LAGUICHE — Recherche Quantitative – Paris, ÉRIC TAZE BERNARD — Responsable du Conseil en Allocations d'Actifs – Paris
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT — Stratégie et Recherche Économique – Paris
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**
SIMONE FACCHINATO — Gestion d'actifs – Milan, GIANNI POLA — Recherche Quantitative – Paris
- **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France**
CÉCILE BLANCHARD — Recherche Immobilier, SYLVIE DE LAGUICHE, ALESSANDRO RUSSO — Recherche Quantitative – Paris

Spécial Focus

- **ECB: An impressive QE**
PHILIPPE ITHURBIDE — Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris, TRISTAN PERRIER — Stratégie et Recherche Économique – Paris
- **Asset allocation in a context of falling oil prices: the case of institutions in commodity-exporting countries**
GIANNI POLA — Recherche Quantitative – Milan, ERIC TAZÉ BERNARD, Responsable du Conseil en Allocation d'Actifs – Paris
- **Pre ECB Committee commentary ECB's QE. Which QE ?**
PHILIPPE ITHURBIDE — Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – Paris, RICHARD BUTLER – Paris, ÉRIC MIJOT – Paris, SHIZUKO OHMI – Tokyo, STÉPHANE TAILLEPIED – Paris

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
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: Thinkstock by Getty Images