

LE THÈME DU MOIS

## Entrée des banques centrales dans l'ère du « soutien illimité »



**VALENTINE AINOZ, CFA**  
Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

*Le secteur des entreprises non financières est l'épicentre de cette nouvelle crise*

L'action coordonnée des banques centrales et des gouvernements a pour objectif explicite de prévenir une forte augmentation des faillites. Nous sommes convaincus de la capacité des banques centrales à faire face à la crise de liquidité, celles-ci étant entrées dans une nouvelle ère, celle du « soutien illimité ». Nous n'avons, en revanche, pas de convictions fortes quant à la profondeur de la crise de solvabilité à venir.

**Le Covid-19 fait office d'accélérateur puissant de la fin du cycle.** La combinaison des perturbations de l'offre, de la contraction de la demande et du brusque resserrement des conditions de financement conduit désormais inévitablement à une récession mondiale. Les réponses budgétaires et monétaires, musclées et coordonnées, visent à limiter l'étendue de cette récession et à éviter qu'elle ne se transforme en une profonde dépression économique. Aujourd'hui, le grand défi pour les banques centrales et les gouvernements consiste à éviter une multiplication des faillites des entreprises et des banques ainsi qu'une hausse brutale du chômage.

**Dans les pays développés, ce cycle économique aura été caractérisé par sa durée exceptionnelle, une forte augmentation de la dette des entreprises et des États et des politiques monétaires ultra-accommodantes.** En effet, le cycle du crédit a été étiré par des taux bas records et la mise en place de programmes

d'achat d'actifs. Il convient de garder à l'esprit les éléments suivants :

- Au cours des dernières années, la dette des entreprises a atteint des plus hauts historiques, en particulier aux États-Unis et en Chine. Les entreprises américaines ont levé d'énormes quantités de capitaux sur les marchés financiers pour racheter des actions et financer un nombre record d'opérations de fusions-acquisitions.
- Les perspectives de croissance étaient déjà faibles avant le début de l'urgence sanitaire. En effet, en 2019, la croissance du PIB était tombée à son rythme le plus lent depuis la crise financière de 2008-2009 et nous nous attendions à ce qu'en 2020 la croissance mondiale se stabilise à ces faibles niveaux.
- Au cours des derniers trimestres, malgré la faiblesse de la croissance mondiale, le taux de défaillance des entreprises est resté peu élevé grâce aux politiques monétaires ultra-accommodantes et à la complaisance des investisseurs.

### 1/ La Fed a élargi son bilan de 586 milliards de dollars au cours de la semaine qui s'est terminée le 25 mars, portant le total de ses avoirs à 5 300 milliards de dollars



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 25 mars 2020

LE THÈME DU MOIS

**Le secteur des entreprises non financières est l'épicentre de cette nouvelle crise.**

Le Covid-19 et la chute des cours du pétrole entraîneront une augmentation des taux de défaut dans un contexte de recul des bénéfices et de durcissement des conditions de financement. Le volume des faillites sera l'un des principaux déterminants de la poursuite de l'affaiblissement de nos économies. C'est là une différence importante par rapport à la crise financière de 2008, qui s'était concentrée sur les banques et les institutions financières. Quelles sont les principales mesures prises par les grandes banques centrales ?

**Les banques centrales entrent désormais dans une nouvelle ère caractérisée par leur soutien illimité.**

Les banques centrales mettent en place des dispositifs sans précédent pour :

- **À court terme : éviter l'assèchement de la liquidité.** Ces dernières semaines, nous avons constaté un regain d'aversion au risque et un mouvement de décollecte d'envergure dans les fonds obligataires. Cette ruée sur les liquidités a aggravé la dislocation des prix des actifs sur le marché obligataire. Pour y remédier, les grandes banques centrales achètent désormais

**La BCE a annoncé un Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) :**

- Ce programme d'achat de titres publics et privés porte sur 750 milliards d'euros et vient s'ajouter aux programmes existants (20 milliards d'euros par mois et enveloppe de 120 milliards d'euros d'ici la fin de l'année). La BCE va racheter des actifs à un rythme jamais vu, même lors des crises précédentes. En effet, d'ici décembre, elle achètera plus de 110 milliards d'euros par mois, alors qu'elle n'avait jamais dépassé 80 milliards par mois.
- Ce nouveau programme est ultra-flexible : il inclut les titres grecs, ne fixe pas de limite par émetteur, offre une plus grande latitude en termes de clé de répartition du capital et ramène la durée résiduelle minimale à 70 jours.
- En outre, la BCE achètera désormais des billets de trésorerie directement aux grandes entreprises.

**La Fed a décidé de ramener ses taux entre 0 et 0,25 % et a annoncé des mesures radicales pour dynamiser les conditions du marché :**

- Achat par la Réserve fédérale d'un nombre illimité de bons du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires. Intégration par le FOMC d'achats de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) commerciales d'agences fédérales dans le cadre de ses achats de MBS d'agences.
- Soutien des flux de crédit aux employeurs, aux consommateurs et aux entreprises par la mise en place de nouveaux dispositifs qui, pris ensemble, fourniront jusqu'à 300 milliards de dollars de nouveaux financements. Le département du Trésor, par l'intermédiaire du Fonds de stabilisation des changes (FSE), apportera 30 milliards de dollars en fonds propres à ces dispositifs.
- Création de deux dispositifs pour soutenir le crédit aux entreprises de qualité investment grade, la Facilité de crédit aux entreprises du marché primaire (PMCCF) pour les nouvelles émissions d'obligations et de prêts et la Facilité de crédit aux entreprises du marché secondaire (SMCCF) pour fournir des liquidités aux obligations d'entreprises en circulation.
- Création d'un troisième dispositif, la Facilité de prêt sur titres adossés à des actifs (TALF) pour soutenir le flux de crédit aux consommateurs et aux entreprises. Le TALF permettra l'émission de titres adossés à des actifs (ABS) garantis par des prêts étudiants, des prêts automobiles, des prêts sur carte de crédit, des prêts garantis par la Small Business Administration (SBA) et certains autres actifs.
- La Fed a également élargi ses lignes de swap de devises avec les banques centrales.

des obligations d'entreprises et s'organisent pour soutenir le marché des billets de trésorerie, ce dernier étant vital pour les entreprises qui cherchent à combler les manques de liquidités à court terme résultant des perturbations causées par le coronavirus.

- **À moyen terme: monétiser la dette publique.** Les gouvernements déploient des plans de relance budgétaire massifs, allant jusqu'à verser directement des espèces aux ménages. Les déficits budgétaires des économies avancées devraient passer de 2 à 3 % du PIB à environ 10 % et plus. Si ces aides publiques étaient financées par le biais d'emprunts d'État ordinaires, les taux d'intérêt augmenteraient fortement et compromettraient la reprise. Il ne reste donc pas d'autre choix que de monétiser entièrement les prochaines augmentations de la dette publique.

À ce stade, il est difficile d'évaluer l'ampleur des dommages que le virus causera à l'économie. L'action coordonnée des banques centrales et des gouvernements a pour objectif explicite de prévenir une forte augmentation des faillites. Nous sommes convaincus de la capacité des banques centrales à faire face à la crise de liquidité, celles-ci étant entrées dans une nouvelle ère, celle du « soutien illimité ». Nous n'avons, en revanche, pas de convictions fortes quant à la profondeur de la crise de solvabilité à venir. Nous pensons que (1) les mesures des banques centrales permettront d'ancrer les rendements souverains, car l'offre supplémentaire de dette souveraine sera absorbée par les programmes d'achat des banques centrales et (2) que les grandes entreprises seront privilégiées, car elles joueront un rôle déterminant pour soutenir la reprise et limiter la hausse du chômage.

## Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site : [research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)



Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities Forecasts  
Sovereign Bonds High Yield Real Estate  
ESG Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. ([www.msclbarra.com](http://www.msclbarra.com)).

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](mailto:info@amundi.com).

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — 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](http://www.amundi.com)

Crédit photo: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - krisanapong detraphiphat

#### Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

#### Rédacteur en chef adjoint

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence  
BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

#### Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche  
PONCET Benoît, équipe de Recherche

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit  
FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit  
DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit  
LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit