



PLATINIUM

## Flash Stratégie sept 2016

### Tout ça pour ça : Bilan intermédiaire du QE européen

Paris, 29 sept 2016

Censé être le moyen magique de régler tous les problèmes de croissance, le QE européen s'approche de son terme. La magie a-t-elle opéré ? Depuis la mise en place de la politique non conventionnelle (QE) de la BCE, le taux de croissance de la zone Euro a peu progressé, alors que 1.200 milliards d'euros (12% du PIB) ont été créés dans le cadre du QE. Il est vrai que l'objectif n'était pas de créer directement de la croissance, tâche laissée à la gestion des Etats au moins partiellement. Les objectifs directs ont présenté des résultats pour le moins nuancés. Il est vrai que des contraintes spécifiques ont été associées au lancement du QE. Ces contraintes ont généré des effets pervers comme les taux négatifs. Aujourd'hui, le pire des risques est peut-être que la BCE prolonge son QE au-delà du printemps 2017. Il pourrait alors décupler les effets négatifs déjà repérés voire faire entrer la zone euro dans un système de type japonais.



## La politique monétaire de la BCE affiche, jusqu'à présent, un faible taux de réussite.

Depuis sa mise en place au printemps 2015, la politique monétaire non conventionnelle de la BCE (QE) a consisté à « imprimer » 1.200 milliards d'euros alors que dans le même temps la croissance de la zone euro n'a généré que 85 milliards d'euros environ.

En mars 2015, après avoir laissé entendre pendant 3 ans qu'elle utiliserait tous les moyens pour atteindre un triple objectif :

- 1) défendre l'Euro,
- 2) faire converger les taux d'intérêt des pays membres de la zone euro,
- 3) débloquer les canaux du crédit et relancer l'inflation,

la BCE a fini par concrétiser ses annonces par un plan de rachat aux banques de différentes catégories de titres (QE). Lors des opérations précédentes notamment les LTRO, il s'agissait essentiellement d'assurer la liquidité des banques.

Dans l'opération en cours, la BCE a rejoint les politiques menées par les banques centrales du Japon, de la Grande-Bretagne ou des Etats-Unis depuis plusieurs années. Il est pourtant difficile de considérer que ces politiques ont pleinement réussi.

Dans le cas du Japon elles ont même complètement échoué. Le principe consiste à fournir des liquidités aux banques à des taux de refinancement très bas afin qu'elles soient incitées à accorder des crédits destinés à la consommation ou à des investissements et de créer ainsi de la croissance. Aux deux tiers de la durée officielle du QE de la BCE, les 3 objectifs poursuivis n'ont été que très partiellement atteints.

### Premier objectif : défendre l'Euro

Cet objectif passait par une plus forte convergence entre les économies, ce qui se serait mesuré notamment par un rapprochement des taux des pays du Nord et ceux du Sud. Comme l'illustre ce graphe, cela n'a pas été tout à fait le cas. Lors de toute nouvelle crise (Brexit, inquiétudes au Portugal ou en Italie...) on assiste à des ventes de titres émis par les gouvernements du sud de l'Europe et en conséquence à un élargissement des *spreads* de taux avec les pays du Nord de l'Europe, en particulier l'Allemagne.

Il est plus que probable que si la Grèce rencontre de nouvelles difficultés pour assurer ses prochains remboursements ou si une banque italienne connaît un accident de parcours, la convergence des taux serait difficile à maintenir.

**Graphe 1 : Evolution du « spread » entre le taux souverains à 10 ans italien (en rouge), espagnol (en bleu), et portugais (en vert) vs allemand**



## Second objectif, le réamorçage du crédit.

Cet objectif n'a été que partiellement atteint dans la mesure où c'est le secteur **immobilier** qui a bénéficié de l'essentiel des crédits. **Les investissements** qu'auraient dû déclencher les taux bas n'ont pas encore été mis en place. Pour le moment ils sont bloqués par des **taux d'utilisation insuffisants**, autour de 80%, en dépit de la faible augmentation des capacités intervenue au cours de ces dernières années.

Peut-être peut-on envisager que le rachat d'émissions privées par la BCE apporte une solution de financement complémentaire ? Mais on constate que les opérations actuelles sont plutôt des refinancements d'emprunts anciens, les entreprises étant très intéressées par les taux très bas actuels et ne sachant pas combien de temps la BCE pourra maintenir artificiellement ces conditions. On ne peut qu'en déduire que l'argent injecté par le QE sert surtout à alimenter une inflation des actifs financiers.

**Graphe 2 : Crédits accordés aux entreprises non-financières en Zone Euro**



## Le troisième objectif : l'inflation

Il s'agit peut-être de l'échec le plus marquant. Le QE devait déclencher une **hausse des prix proche de 2%**. Mais les données publiées chaque mois dans ce domaine sont loin de ce chiffre. Le motif de cet échec est clair : **encore une fois il s'agit de la baisse des taux longs**, mouvement ancien mais qui s'est accéléré avec le QE.

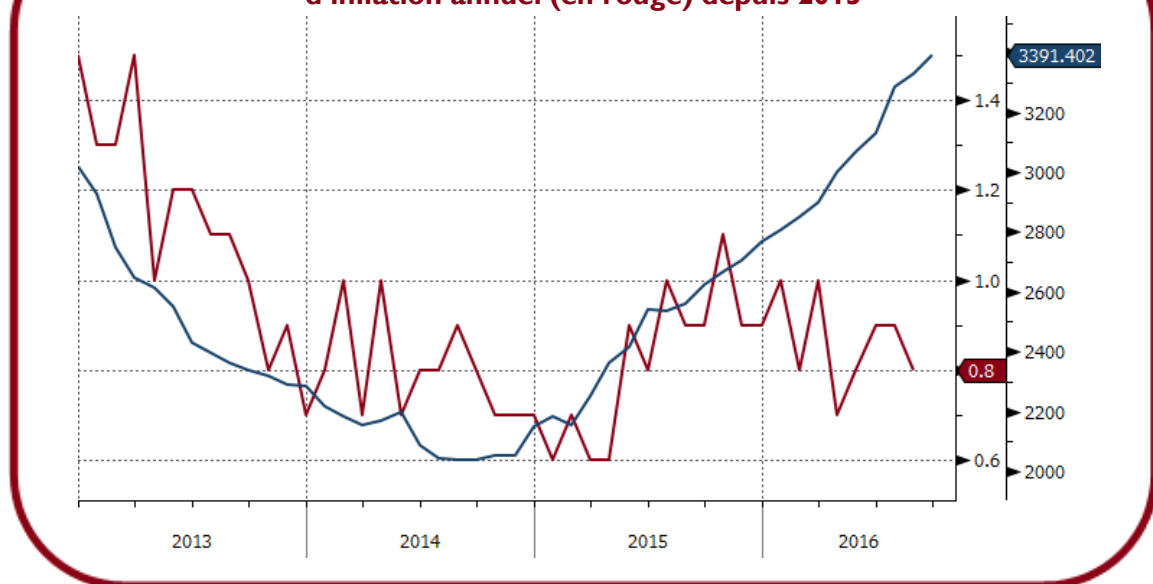
Bien que les épargnants soient à l'évidence floués par la rémunération nulle voire négative de leur épargne, ils compensent l'insuffisante de rendement par la masse d'épargne. Ce phénomène est bien connu. Il avait été observé dans un environnement très différent de l'environnement actuel, celui des **années 70**. A cette époque l'épargne était flouée par **l'inflation qui dépassait** nettement chaque année le taux de rendement des obligations. Pour compenser

l'insuffisance de rémunération des emprunts, les épargnants, directement ou par le biais d'instruments d'épargne, **compensaient les manques à gagner par des réinvestissements** permanents afin de maintenir leur revenu réel. Comme ces investissements financiers s'exerçaient au détriment de la consommation, ce processus avait engendré le concept de « stagflation ».

**Le même phénomène** sur des bases totalement opposées se retrouve dans l'économie actuelle pilotée par des banques centrales dont les opérations aboutissent à l'opposé des objectifs. Les anticipations de déflation au lieu d'une inflation modérée détruisent directement la rentabilité des placements mais aussi, indirectement, impactent la consommation.

Dans ce contexte l'objectif de 2% d'inflation paraît des plus difficiles à atteindre.

**Graphe 3 : Evolution du bilan de la BCE (en bleu) et du taux d'inflation annuel (en rouge) depuis 2013**



## La politique monétaire de la BCE face aux contraintes techniques.

### La politique monétaire développée par la BCE s'auto détruit. Témoins les taux négatifs.

Au moment de la mise en place du QE, un certain nombre de règles ont été mises en place : achat au prorata des poids économiques des pays, pas d'achat de titres dont le rendement est inférieur à -0.4%, règles sur la qualité des « papiers » achetés,...

Un mécanisme de pénurie croissante s'est mis en place.

Le premier facteur de blocage, identifié très tôt, tient dans **le poids de l'Allemagne**, premier actionnaire de la BCE avec 21% du capital, qui bénéficie des achats d'emprunts d'Etat les plus importants alors que ce n'est pas un acteur très important sur le marché des émissions gouvernementales.

De ce fait, second obstacle, les rendements des emprunts d'Etat allemands sont, pour 60 % d'entre eux

passés en territoire très négatif et à cet égard une partie d'entre eux ne sont plus éligibles aux rachats de la BCE du fait de l'existence de la règle des -0.4%.

La BCE s'est mise récemment à acheter des émissions non gouvernementales et détiendrait déjà 10% des titres *investment grade* émis par les entreprises privées.

Le Comité de politique monétaire devra donc accepter des modifications dans le fonctionnement du QE de la BCE. Pour ce faire il faudra l'accord des membres du comité monétaire dont celui de l'Allemagne qui s'oppose à l'extension du QE après s'être opposée au QE lui-même. A supposer qu'une nouvelle technique de fonctionnement du QE puisse être mise en place, les effets négatifs observés ne seront pas supprimés pour autant.

## Comment gérer la fin du QE ?

---

La BCE ne peut obtenir des résultats dans tous les domaines. C'est pourquoi dès 2012 la BCE avait demandé des réformes et des restructurations aux Etats.

Ceux-ci ont eu du mal à les mettre en place, leurs efforts étant freinés par la récession faisant suite aux premières mesures décidées. Aujourd'hui, la BCE se trouve prise entre la nécessité de mise en place de nouveaux processus de gestion du QE et les réformes trop lentes de certains Etats.

En somme la gestion très réussie des annonces de la BCE sur sa future politique monétaire entre 2012 et 2015, rencontre aujourd'hui beaucoup de **difficultés**

**depuis la mise en place effective** des différents mécanismes.

Elle laisse planer la plus grande incertitude sur la date d'arrêt du QE et ses modalités. En l'absence d'action des Etats, on peut craindre que la BCE décide de prolonger son QE et par conséquent son action à la baisse sur les taux d'intérêt.

Or, il est clair qu'un arrêt du QE devrait entraîner une **normalisation** de la valeur des titres les plus atypiques dont les titres à rendement négatif : les taux repasseraient largement au-dessus de 0, ce qui se traduirait par un **krach obligataire**.



## Conclusion : Une forte dose de risques mal mesurée mais réelle

Plus de QE ne garantit pas de meilleurs résultats. On ne connaît pas la date effective de fin du QE européen, M. Draghi laissant planer une forte incertitude sur sa prorogation. Toutefois, il est probable que le QE en cours soit prolongé. La BCE est en effet convaincue de l'utilité de sa politique monétaire, mettant sur le compte du temps ses résultats décevants comme expliqué par M. Draghi lors de son intervention du 26 septembre 2016.

Pourtant les résultats sont peu convaincants, comme l'ont été ceux des autres banques centrales et en particulier la BOJ dont l'échec a été mis sur le compte de l'insuffisance de création de monnaie. Comme ses devancières, la BCE est donc tentée de créer plus de monnaie pour alimenter les circuits du crédit.

Malheureusement, rajouter de la monnaie dans des circuits inefficaces ne rend pas l'opération efficace. Les résultats médiocres obtenus jusqu'à présent risquent d'être confirmés même si le QE en cours est prolongé sur plusieurs trimestres. Surtout, si ces médiocres résultats se confirment, la BCE risque de perdre beaucoup de sa crédibilité.

### Que retenir ?

- Des résultats faibles par rapport aux capitaux déversés sur les marchés par les QE.
- L'Euro bien défendu par la convergence des taux mais celle-ci reste fragile.
- L'objectif d'inflation de 2% est loin d'être atteint et le réamorçage du crédit qui touche essentiellement l'immobilier ou l'inflation des actifs financiers n'accéléreront pas l'inflation « saine » comme le ferait l'investissement.
- La sortie du QE pourrait créer les conditions d'un krack obligataire.



**Jean Borjeix**  
Gérant  
jborjeix@platinum-  
gestion.fr

#### Avertissement

*Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.*