



BCE : $-0,40\% + (-0,20\%) = -0,60\%$... ou pas !

Nous avons présenté **nos réflexions de rentrée** dans notre Newsletter de la semaine dernière intitulée "[Faut-il faire Charlemagne](#)", c'est-à-dire prendre les profits et réduire tous les risques à zéro ? Les nuages sont nombreux, mais, pour un investisseur ou un gérant, **ramener les risques à rien n'est plus possible**. Comme nous le disions la semaine dernière, dans le monde d'aujourd'hui gouverné par les taux négatifs, le risque nul c'est la perte assurée. Le taux **EONIA est négatif depuis septembre 2014**, il y a cinq ans. Et si l'on en juge par le rendement négatif ou nul des titres obligataires à 5 ans, le marché parie que cela va encore durer au moins autant (on parle là non seulement des emprunts d'Etat sans risque, mais aussi d'un nombre croissant d'émetteurs du secteur privé, ou de souverains plus exotiques comme le Chili).

Nous avons aussi observé la semaine dernière un fort mouvement d'aplatissement des courbes de taux entre 5 et 30 ans. En zone euro, **l'ère des taux négatifs** (ou quasi-nuls) **semble être là pour durer**.

Les opérateurs sont convaincus que la prochaine réunion de la BCE, jeudi 12 septembre, sera l'occasion d'annoncer **une baisse du taux de dépôt, pourtant déjà à -0,40%**. Le marché table sur une baisse d'au moins 10 pb et plus probablement de 20 pb. Le but affiché est de ramener l'inflation vers son objectif car on en est loin. **Le repli de l'inflation en zone euro observé en juillet est confirmé en août**, avec un rythme annuel de hausse des prix inchangé, tant sur l'ensemble, avec une hausse de 1,0%, que sur le sous-jacent à 0,9% (alors que beaucoup avaient lu dans le chiffre de juillet un creux passager). Un chiffre inférieur à la moyenne des 5 ou 10 dernières années soit 0,96% et 1,08% respectivement pour l'inflation "core".

Seul moyen de s'en approcher : **inciter les banques commerciales à fournir plus de financement à l'économie**. Mais, puisque ce sont les prêts qui créent les dépôts, les banques auront toujours autant de liquidités excédentaires. Or, **le taux de dépôt négatif est une "taxe" sur ces réserves excédentaires** que les banques doivent répercuter, soit sur les épargnants, en réduisant leur rémunération résiduelle (pas seulement pour les plus gros clients), soit sur les emprunteurs via un taux de crédit... plus élevé ! L'inverse de l'effet recherché. Toute solution passe le découplage, pour les banques, du taux négatif marginal et du taux négatif moyen. Le premier doit devenir plus négatif, sans que le second baisse, au contraire. Pour y parvenir la BCE devrait annoncer un "**tiering**" c'est-à-dire que les banques seront plus ou moins pénalisées selon la masse de fonds qu'elles laissent en dépôt inactif sur leur compte en banque centrale. Pour être "juste" ce processus doit s'adapter à la taille des banques, à cette fin il convient sans doute de **s'appuyer sur le montant des réserves obligatoires**. On pourrait aussi, faire dépendre le taux applicable à chaque établissement du dynamisme de sa distribution de crédits. Mais cet instrument est déjà utilisé pour la détermination du coût effectif des TLTRO (les opérations de refinancement à très long terme).

A force, la politique monétaire devient une sorte d'usine à gaz. La possibilité d'une **reprise du Quantitative Easing** (les achats de titres sur le marché secondaire) est parfois évoquée, mais au vu des rendements pratiqués cela **ne semble pas nécessaire**

(sans compter l'insuffisance des titres disponibles pour un nombre croissant d'émetteurs publics). Quant au lancement d'un programme d'achats sur actions ou ETF (à l'instar de ce que font la Banque Nationale Suisse et la Banque du Japon) cela semble encore un trop grand pas à franchir pour la BCE.

Il faut aussi garder en tête qu'**une nouvelle phase d'assouplissement exposera la BCE à une triple critique**. D'abord des taux plus négatifs seraient dénoncés, en particulier outre-Atlantique, comme une tentative de manipulation du taux de change. Ensuite, la baisse des rendements, favorisée par la BCE, serait perçue par les épargnants comme une forme de spoliation. Enfin, l'achat de titres, qui est déjà critiqué, à la fois pour l'interférence avec le jeu normal du marché et pour les risques pris... le sera bien plus encore le jour où il s'agira d'acquiescer des actions.

Pourtant, **l'activité économique en zone euro aurait besoin d'être soutenue**. A commencer par l'Allemagne où le PIB n'a été que peu révisé pour le T1 (+0,4% t/t) et le T2 (-0,1%). La croissance reste avant tout dépendante de la contribution des exportations nettes : +0,5% au T1 puis -0,5% au T2. Le contexte international explique que **l'indice Ifo recule encore**, à 94;3 en août pour l'indice synthétique, idem pour sa composante "anticipations", qui est tombée, à 91,3, au plus bas depuis 10 ans. La consommation reste assez médiocre outre-Rhin, en dépit d'un taux de chômage très bas (3,0% fin juillet en données harmonisées) et d'une **confiance économique** des ménages qui reste très élevée (selon l'indice GfK pour le mois de septembre). Mais le nombre de chômeurs n'a reculé sur aucun des 4 derniers mois et est inégal entre les anciens Länder de l'Est et les autres. Le résultat des élections locales témoigne du mécontentement qui en découle, avec la montée des verts et surtout de l'extrême droite. De quoi inciter le gouvernement allemand à adopter – enfin – une relance budgétaire ? On peut l'espérer puisque le pays en a largement les moyens : un excédent budgétaire sur chacune des 5 dernières années, une dette publique inférieure à 60% du PIB et un surplus extérieur massif.

En France la croissance résiste mieux qu'ailleurs, le PIB du T2 a été revu en hausse, à +0,3% t/t (comme au T1) au lieu de +0,2%. Pourtant, **les entreprises du secteur manufacturier déclarent avoir revu en baisse leurs projets d'investissements pour 2019**, dans l'enquête INSEE trimestrielle de juillet à +5% contre +11% en avril, c'est la plus forte révision en baisse pour le mois de juillet depuis 2003 (année de création de l'enquête estivale). Malgré des mesures budgétaires généreuses, les perspectives sont donc préoccupantes.

Le calendrier politique est également lourd dans d'autres pays européens, l'Espagne et l'Italie se cherchent toujours un programme de gouvernement, l'Autriche votera à la fin du mois. C'est sans parler de la situation cauchemardesque au Royaume-Uni, laquelle pèse aussi sur toute l'UE.

Dilemme ! mais il faut conclure : Alors, sans éclaircie politique ou économique, nous maintenons notre avis, **un niveau de risque modéré grâce à des couvertures efficaces**.

Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 03/09/19 à 13h00