



## La boîte à outils de la BCE

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	233,36	0,23%	-4,36%
S&P 500 \$	3 699,12	1,67%	14,50%
Nasdaq Composite \$	12 464,23	2,12%	38,91%
Nikkei ¥	26 751,24	0,40%	13,08%
MSCI EM Net \$	603,62	1,66%	14,42%
China A Shares (CNY)	3 610,59	1,07%	12,97%
Gold \$	1 838,86	2,86%	21,20%
Brent Oil \$	49,25	2,07%	-18,64%

Les marchés attendent, avec optimisme mais fébrilité, les dernières semaines de l'année : Brexit, plan de relance européen, plan de relance américain. Cette semaine, c'est surtout la BCE qui est attendue.

### Que peut-on espérer de la BCE ?

Fin octobre C. Lagarde nous avait promis pour le 10 décembre de nouvelles mesures de politique monétaire. En attendant **la BCE avait indiqué qu'elle utiliserait la flexibilité existante** de ses différents instruments, et en particulier de ses programmes de Quantitative Easing. **Le SEBC a tenu parole**, dans l'encadré nous analysons la hausse des achats de titres souverains et nous observons une baisse relative des taux européens avec un resserrement des spreads souverains (cf. focus).

La BCE présentera aussi **un nouveau jeu de prévisions économiques** qui devraient, pour la première fois, prendre en compte la disponibilité des vaccins, ce qui améliorera nettement leur fiabilité. P. Lane, le chef économiste de la BCE, a déclaré le 22 novembre que le vaccin n'aurait d'impact économique tangible qu'en fin d'année 21 ou en 22. Ces prévisions devraient donc confirmer **la nécessité de mettre en place rapidement de nouveaux soutiens à la reprise économique**.

**Les nouveaux ajustements de politique monétaire que la BCE comptait donc présenter cette semaine auraient fait écho au plan de relance budgétaire de l'UE.** Mais celui-ci, pourtant très urgent, est toujours en cale sèche, bloqué en particulier par le veto de V. Orban, ce qui rend les mesures monétaires très difficiles à calibrer. Pire, le budget européen pour la période 21-27 n'a pas non plus été approuvé, ce qui va aggraver la situation au lieu de l'améliorer. Or les deux leviers de politiques économiques ne sont pas substituables et l'instrument monétaire ne peut pas simplement "remplacer" ce que les budgets ne font pas assez, ou pas du tout.

Avec la 6<sup>ème</sup> et avant dernière tranche du TLTRO III déjà octroyée cette semaine, toute nouvelle annonce dans le domaine du refinancement bancaire ne peut avoir aucun effet immédiat. **On peut espérer un TLTRO IV**, mais pas pour tout de suite. De toute façon, les banques ne manquent pas de liquidités ; les banques de dépôt en particulier en ont bien plus que nécessaire. Ainsi **une nouvelle baisse des taux n'aurait qu'un effet minime** sur le volume ou le coût du crédit et ressemblerait trop, sauf à baisser aussi le taux de dépôt négatif,

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,55%	4 bps	-36 bps
30 ans Allemand	-0,12%	6 bps	-47 bps
10 ans US	0,97%	13 bps	-95 bps
30 ans US	1,73%	16 bps	-66 bps
10 ans France	-0,31%	4 bps	-43 bps
10 ans Italie	0,63%	3 bps	-79 bps
Xover TR - Spread	233,18	-33 bps	26 bps
Euro / Dollar	1,21	1,32%	8,10%

à une rente attribuée au système bancaire. On connaît assez les effets néfastes des taux négatifs pour ne pas les aggraver.

**L'assouplissement quantitatif reste la principale arme à disposition de la BCE.** Le premier usage qu'elle pourrait en faire est de renforcer le PEPP, via une augmentation de **son montant** et un allongement de **sa durée**. Là encore, c'est davantage une arme de long terme que de court terme, puisque, en ce qui concerne la dette publique, le SEBC l'emploie déjà presque à la limite du possible. Le principal changement efficace de ses caractéristiques serait **un renforcement des programmes d'achats de titres privés, plus agressifs en quantité et plus variés en rating**, c'est-à-dire moins exigeants et bien sûr plus verts.

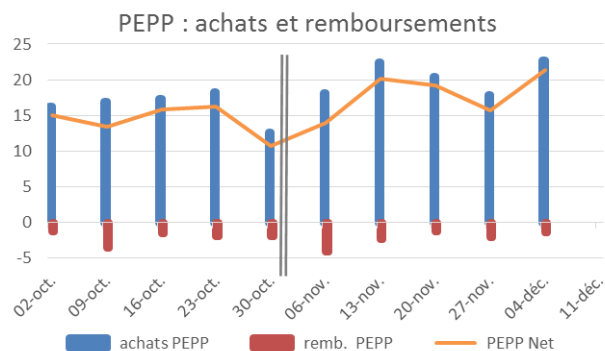
**La BCE dispose quand même toujours d'un "big bazooka".** Si nécessaire elle peut décider de se lancer, à l'instar de la FED, dans **des prêts directs à l'économie**. A l'instar du QE, ce serait pour le SEBC une nouvelle révolution copernicienne. Les effets psychologiques et économiques seraient très puissants. Ce peut aussi être un moyen de **contourner la règle de la clef de répartition** identique au capital de la BCE, puisque les entreprises, au contraire des entités publiques, sont par essence internationales. L'instrument est même si efficace qu'il ne sera **sans doute employé qu'en dernière extrémité**, typiquement en l'absence d'un plan de soutien européen. Nous n'attendons pas l'annonce formelle d'une telle mesure pour cette semaine. Accessoirement, une telle politique signifierait l'enterrement de l'idée, défendue par certains, d'un abandon de créances envers les Etats (idée que nous critiquions dans [cette lettre](#) la semaine dernière), car les entreprises essayeraient à coup sûr de s'engouffrer dans une telle brèche !

### Focus : depuis la dernière réunion de la BCE quelles actions pour quels résultats ?

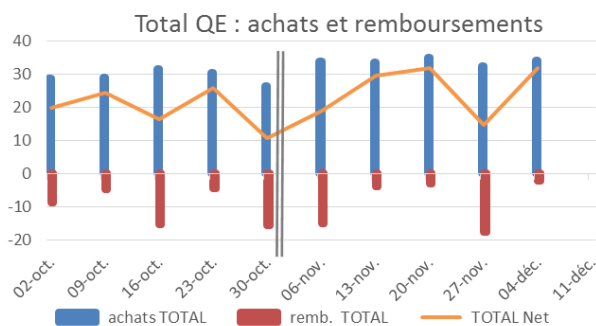
On peut tenter de **tirer un bilan** en comparant les achats avant la réunion du 29 octobre et ceux postérieurs à ce rendez-vous (sachant que les décisions prises lors de la dernière réunion n'apparaissent pas dans le bilan au 30 octobre en raison du délai de règlement). La forte volatilité d'une semaine à l'autre incite à raisonner en moyenne hebdomadaire sur les 5 semaines à fin octobre à comparer au rythme observé sur les 5 semaines depuis début novembre. .../...

### Focus BCE (suite)

En moyenne hebdomadaire, on observe d'abord que **les achats de titres privés sont restés stables** autour de 3,4 mds brut, soit 1,7 mds net, tandis que **les achats de titres publics ont légèrement progressé** passant de 9,5 mds à 10,1 mds, après la réunion indiquée par un trait gris sur les graphiques. C'est surtout sur le programme spécial pandémie, le **PEPP** que les achats se sont accélérés, **passant de 16,2 mds à 20,3 mds**, soit une hausse de 4,1 mds, enregistré alors que les remboursements, qui impliquent à terme des réinvestissements équivalents, n'ont progressé que de 0,2 md.



Au total sur l'ensemble des programmes, les achats hebdomadaires bruts sont en hausse de 4,6 mds en brut et même 6 mds en net. Soit **une accélération des QE d'environ 210 à 280 mds en rythme annualisé** (compte tenu des semaines traditionnellement creuses), ce qui reste assez peu comparé au montant initial du PEPP, 750 mds, ou à son montant revu, 1350 mds.



### Focus BCE (fin)

**Le marché s'en porte bien.** Depuis le 28/10, veille de la réunion de la BCE, le rendement du Bund 10 ans n'a que peu varié, passant de -0,62% à -0,61% au 8 décembre. Cela contraste avec la hausse de 14pb du taux du T-Bond US, l'écart transatlantique passant de 139pb à 152pb. Dans le même temps, les spreads souverains de la zone euro se sont aussi réduits, passant par exemple de 29pb à 24pb pour l'OAT 10 ans française et de 132pb à 116pb pour le BTP 10 ans italien. L'action du SEBC a certainement participé à ces performances satisfaisantes.

### A surveiller cette semaine

La réunion du conseil de la BCE devrait constituer le point d'orgue de la semaine. Fin octobre C. Lagarde nous avait promis pour décembre de **nouvelles mesures de politique monétaire** pour ce jeudi. Ces mesures devaient accompagner le plan de relance budgétaire de l'UE, mais celui-ci est toujours en cale sèche. Les mesures monétaires seront donc **très difficiles à calibrer**, d'autant plus que des mesures de relance budgétaire sont bien plus nécessaires actuellement qu'une amplification des soutiens monétaires. La BCE présentera aussi **un nouveau jeu de prévisions économiques** qui devraient, pour la première fois, prendre en compte la disponibilité des vaccins, ce qui améliorera nettement leur fiabilité.

La réunion de la BCE est concomitante avec le début du **sommet européen** qui doit aborder **trois grands sujets**. Le premier **sanitaire**, avec peut-être une meilleure coordination des mesures sanitaires, jusqu'ici très nationales, et surtout la préparation de la grande campagne vaccinale, laquelle est, en revanche, coordonnée au niveau de l'Union. Le second sujet est financier, avec l'adoption espérée, sans réticence cette fois, du **plan de relance européen et du cadre budgétaire pour la période 21-27**. Le troisième, serait une issue des **négociations sur le Brexit**, dont on désespère de les voir s'achever, puisqu'une surprise est toujours possible... dans un sens comme dans l'autre. Au vu de l'âpreté des négociations on en vient à souhaiter une période de "no-deal" qui serait la seule à même de vider l'abcès.

Et les regards se portent déjà vers **d'autres banques centrales qui doivent se réunir la semaine suivante**, la Banque d'Angleterre et la Fed, laquelle doit également présenter de nouvelles prévisions économiques. Or on aura d'ici-là les premières "hard data" pour novembre, production industrielle et ventes au détail et les PMI flash.

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet le 8/12/20 à 19h00*