



La corne d'abondance de la BCE

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	245,70	0,34%	4,16%
S&P 500 \$	3 906,71	-0,71%	4,01%
Nasdaq Composite \$	13 874,46	-1,57%	7,65%
Nikkei ¥	30 017,92	1,69%	9,38%
MSCI EM Net \$	692,03	0,09%	10,88%
China A Shares (CNY)	3 874,58	1,12%	6,43%
Euro / Dollar	1,2119	-0,01%	-0,79%
Gold \$	1 784,25	-2,19%	-6,01%
Brent Oil \$	62,91	0,77%	21,40%
10 ans Allemand	-0,31%	12 bps	26 bps
30 ans Allemand	0,21%	13 bps	37 bps

Un débat veut s'ouvrir sur l'annulation des dettes souveraines COVID. A quelle autre part de la dette que celle détenue par les Banques Centrales pense-t-on ? La publication des résultats de la BCE nous rappelle qu'en pratique, les dettes d'Etat actuellement détenues par les Banques Centrales suite à leurs programmes d'achat relèvent dans les faits d'un « intercos » au sens comptable¹. **La créance d'une filiale sur sa maison mère se compense avec la dette de la mère, donc les deux sont virtuellement nulles.** Nous en décrivons la traduction en dividendes ci-dessous.

Une autre question à traiter sera celle de savoir si on peut raisonner à long terme, en particulier en envisageant le retour à un monde normal, sur une dette à taux quasiment nul, voire négatif, comme on raisonne sur une dette coûteuse. Un sujet à aborder prochainement.

Les profits de la BCE sont entièrement reversés aux pays membres.

La BCE a publié ses résultats 2020. En préambule, il faut rappeler la distinction entre la BCE et l'ensemble du SEBC, le Système Européen de Banques Centrales qui regroupe la BCE et chacune des 19 banques centrales nationales (BCN) des pays membres de la zone euro. Or le SEBC est souvent appelé BCE dans le langage courant, créant des confusions. Les résultats publiés la semaine dernière sont donc ceux de la seule BCE, dont le bilan a atteint 569 mds d'euros, soit 8,15% seulement de celui du SEBC. **Le bilan de la BCE s'est accru de 24,5% en 2020**, essentiellement du fait des programmes d'achats d'actifs, les papiers détenus au titre de la politique monétaire représentent maintenant 61,3% de l'actif.

Le profit de la seule BCE a reculé en 2020 de 2,37 mds d'euros à 1,64 md, il est presque entièrement constitué d'intérêts perçus, soit sur les réserves, soit sur les actifs acquis au titre du QE. C'est donc le recul général des taux qui explique la baisse des profits. Ainsi, les réserves de change n'ont rapporté que 474 mns d'euros contre 1 052 mns en 2019, car elles sont largement investies en USD et à court terme. **Le portefeuille d'actifs relevant du QE a généré des revenus de 1,337 md d'euros en 2020** après 1,447 md l'année précédente. La baisse des taux est en partie compensée par la hausse de l'encours.

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,34%	13 bps	122 bps
30 ans US	2,13%	12 bps	122 bps
10 ans Italie	0,62%	15 bps	-102 bps
Xover TR - Spread	246,25	4 bps	246 bps
Indices factoriels Fideas		Semaine	Mois
2021			
EMU	0,24%	5,70%	4,41%
EMU Facteur Value	1,00%	5,08%	3,31%
EMU Facteur Growth	-0,26%	6,49%	5,38%
US	-0,71%	5,22%	4,07%
US Facteur Value	0,96%	6,52%	5,15%
US Facteur Growth	-1,44%	5,09%	3,87%

Surtout, le recul des rendements n'a qu'un effet partiel car les revenus sont comptabilisés sur la base des rendements à la date d'acquisition. Donc seuls les achats récents, comme le programme pandémie, dit PEPP, ouvert en cours d'année qui a acquis son portefeuille récemment, affiche un revenu d'intérêt négatif de 41 mns d'euros.

Les frais de fonctionnement de la BCE atteignent 1,20 md d'euros, en hausse de 3,7%, pris en charge à hauteur de 45% par les banques commerciales qui doivent financer elles-mêmes leur propre surveillance. **Le résultat de 2020 sera entièrement distribué**, la BCE ayant déjà porté son compte de provisions au maximum autorisé par ses statuts (pour mémoire les postes "capital, réserves, réévaluation et provisions" se montent au total à 43,5 mds ou 7,6% du bilan). **Ce sont donc 1,643 md que les banques centrales nationales vont se partager.** Un partage qui sera fait au prorata du capital de la BCE (cf. encadré) lequel est défini par la fameuse clef de répartition établie en fonction de la population et du PIB de chaque pays (les deux éléments comptant pour moitié). Ainsi la Bundesbank va toucher 26,1%, la BdF 20,2%, la Banque d'Italie 16,8%, etc. jusqu'à Malte pour 0,1%.

Le Quantitative Easing: une machine à cash pour les Etats.

Plus important, puisque l'essentiel du bilan du SEBC est logé dans les Banques Centrales nationales, **ce processus va se répéter au niveau de chacune des banques centrales nationales.** En 2020, le bilan total du SEBC a progressé de 49% à 6 979 mds d'euros, car il est dopé, outre le *quantitative easing*, par le TLTRO III qui est distribué par les BCN. Du fait de son taux bonifié ce refinancement bancaire aura un rendement négatif pour les BCN en partie compensé par le taux négatif appliqué aux dépôts excédentaires des banques commerciales auprès de leur BCN respective.

Chaque banque centrale nationale perçoit donc chaque année un dividende de la BCE et surtout, elle réalise un profit grâce à la gestion de ses propres réserves de change et du portefeuille acquis par sa Banque Centrale, Banque de France, Bundesbank, Banque d'Italie,... dans la cadre de la politique monétaire. Chaque année, **l'essentiel, voire la totalité du résultat est reversé à l'Etat** dont l'institut d'émission dépend. Ces résultats,

¹ L'intercos est une opération comptable effectuée dans les groupes de sociétés qui consiste à supprimer toutes les opérations effectuées entre des sociétés appartenant à un même groupe.

qui vont commencer à être publiés au mois de mars, viendront donc grossir les recettes fiscales nationales.

Clé de répartition du capital de la BCE

Banque centrale nationale	Clé de répartition (en %)	Capital libéré (mns EUR)	en % du capital libéré
ZONE EURO			
Belgique	2,9630	276,29	3,61
Allemagne	21,4394	1 999,16	26,10
Estonie	0,2291	21,36	0,28
Irlande	1,3772	128,42	1,68
Grèce	2,0117	187,59	2,45
Espagne	9,6981	904,32	11,81
France	16,6108	1 548,91	20,22
Italie	13,8165	1 288,35	16,82
Chypre	0,1750	16,32	0,21
Lettonie	0,3169	29,55	0,39
Lituanie	0,4707	43,89	0,57
Luxembourg	0,2679	24,98	0,33
Malte	0,0853	7,95	0,10
Pays-Bas	4,7662	444,43	5,80
Autriche	2,3804	221,97	2,90
Portugal	1,9035	177,50	2,32
Slovénie	0,3916	36,52	0,48
Slovaquie	0,9314	86,85	1,13
Finlande	1,4939	139,30	1,82
Total	81,3286	7 583,65	99,01
HORS EURO	18,6714	75,79	0,99
Grand Total		7 659,44	100,00

Répartition depuis le 1^{er} février 2020
Source BCE, calculs Fideas

Ainsi, non seulement **la politique monétaire aide les Etats à financer leur déficit**, mais en plus il leur permet de **percevoir, plus ou moins, le montant des intérêts versés sur la partie de la dette acquise par le SEBC**. Dans la mesure où chaque BCN acquiert surtout des titres émis par des entités de son pays, qu'il s'agisse de titres d'Etat d'autres titres publics ou même de titres bancaires ou privés, l'essentiel de ces intérêts revient dans la poche de l'Etat. Or ces portefeuilles de titres, tous

émetteurs confondus, se montaient le 1^{er} janvier à 3 695 mds d'euros, soit **32,7% du PIB de la zone euro** (cette proportion n'est pas identique pour tous les pays, elle est plus élevée pour les pays dont le PIB par tête est inférieur à la moyenne).

Chacun des trésors nationaux va donc percevoir de sa banque centrale nationale **un dividende d'autant plus important que le rendement des dettes dans son économie est élevé**. La part de chaque pays dans le capital de la BCE détermine aussi sa part dans les programmes d'achats d'actifs, ainsi **chaque Etat bénéficie d'un programme d'achat et du reversement de l'essentiel des intérêts en fonction de son PIB et de sa population**. Par exemple, le portefeuille de la banque l'Italie est très probablement beaucoup plus rentable (sauf défauts importants dans le portefeuille) que celui de la Bundesbank. Un argumentaire que ceux qui plaident pour l'annulation partielle de la dette omettent toujours de mentionner.

A surveiller cette semaine

La semaine en cours est plus calme sur le plan des indicateurs économiques, on en retiendra pourtant trois.

Aux Etats-Unis, il sera utile de regarder **les chiffres détaillés du PIB**, car ils comprendront une première estimation des profits des entreprises, lesquels comprennent aussi les petites et entreprises, non-cotées.

En Europe, nous aurons **les chiffres "flash" pour l'inflation de février**, selon les pays soit en fin de cette semaine soit au début de la suivante. Ces chiffres utiles dans un contexte de taux d'intérêt qui se tendent partout, même si la pression haussière est originaire du marché américain.

Enfin on regardera, au début de la semaine prochaine, **les indices PMI**, notamment ceux des pays qui ne publient pas d'estimation préliminaire. Plus tard, au cours de cette semaine suivante, on devra suivre **le rapport sur l'emploi américain** en privilégiant comme la FED **le taux de sous-emploi**, plutôt que le taux de chômage.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi
et Dominique Barbet le 23/02/21 à 19h00*