

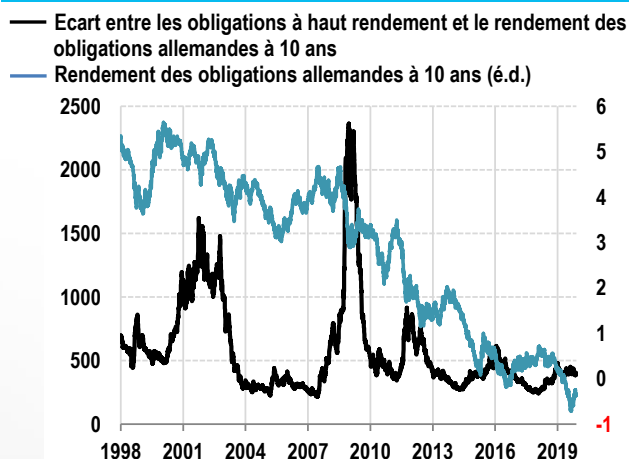
Zone euro : assouplissement quantitatif et risques d'instabilité du marché

■ Le compte rendu de la réunion de politique monétaire de la BCE illustre le dilemme auquel elle est confrontée : l'inflation est modérée et les risques pour la croissance sont orientés à la baisse, néanmoins elle doit surveiller de près les conséquences de sa politique très accommodante sur la stabilité financière ■ La Revue de stabilité financière de la banque centrale fournit à cet égard une analyse détaillée ■ L'un des possibles effets secondaires des taux d'intérêt bas à négatifs est l'accroissement de la pro-cyclicité des décisions d'emprunts et de dépenses ■ L'assouplissement quantitatif, en modifiant la structure des risques des portefeuilles d'investissements (moins exposés aux obligations d'État mais davantage aux actifs très risqués), devrait rendre leurs rendements plus sensibles au cycle conjoncturel.

Pour ceux qui apprécient de temps à autre de boire un verre le soir après une dure journée de travail, il est tentant d'en prendre un deuxième, puis un autre. Attention toutefois à ne pas abuser des bonnes choses car les réveils peuvent s'avérer difficiles. Une politique monétaire très accommodante sur une longue période produit les mêmes effets. On se félicite d'abord du coup de pouce donné à la croissance et des emplois qu'elle a permis de créer. Puis place à l'inquiétude face aux possibles effets secondaires, pour ne pas dire les effets indésirables.

Coïncidence ou non, cette question a été largement évoquée, la semaine dernière, dans plusieurs discours ou publications. Ainsi, Jens Weidmann, président de la Bundesbank, a parfaitement résumé la question lors d'une conférence à Francfort : « Au-delà de son impact sur la rentabilité des banques, une longue période de taux d'intérêt bas peut aussi inciter les investisseurs en quête de rendement à prendre des risques indus, qui pourraient porter en germe des déséquilibres financiers. Cela pourrait, en fin de compte, empêcher la banque centrale de maintenir la stabilité des prix ». Ce point a également été soulevé dans le compte-rendu de la réunion de politique monétaire de la BCE : « On a fait observer, néanmoins, que les conséquences pour la stabilité financière devaient être surveillées de près car la baisse des taux débiteurs bancaires pourrait comprimer les marges bancaires au-delà d'une couverture adéquate du risque. De plus, certains ont fait valoir qu'il fallait accorder une plus grande attention aux secteurs financiers non bancaires, dans lesquels des conditions de financement plus accommodantes, basées sur le marché, et la recherche de rendement sont également source de risques ». Quoiqu'il en soit, « un large consensus s'est dégagé sur le fait que la politique monétaire doit rester très accommodante pendant une longue période face à l'atonie prolongée de l'économie et à l'évolution modérée de l'inflation ».

ZONE EURO : SPREAD DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES ET RENDEMENT DES OBLIGATIONS ALLEMANDES



Source : Datastream, Bank of America Merrill Lynch, BNP Paribas

p. 3

Revue des marchés

p. 4

Baromètre

p. 5

Scénario économique

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

Eco
WEEK

La banque
d'un monde
qui change

Cela montre à quel point la BCE est prise entre deux écueils : d'un côté, le risque de désancrage des anticipations inflationnistes et, de l'autre, les risques pour la stabilité financière. Concernant ces derniers, la lecture de la Revue de stabilité financière de la BCE, également publiée la semaine dernière, donne à réfléchir. Cette dernière dresse une longue liste de points qui méritent une attention particulièreⁱ (notamment dans le domaine spécifique des marchés financiers) et que l'on peut résumer en une seule phrase : une politique monétaire très expansionniste sur une longue période renforce la pro-cyclicité économique car les investisseurs, dans leur quête de rendement, sont incités à prendre plus de risques. Les émetteurs de dette, quant à eux, profitent de la baisse des coûts d'emprunt pour accroître leur endettement et la rentabilité des capitaux investis, ce qui vient soutenir les valorisations boursières. Compte tenu de perspectives d'inflation modérée, ces dynamiques qui se renforcent mutuellement ne disparaîtront pas du fait des hausses de taux directeurs, mais plutôt des inquiétudes entourant les perspectives de croissance bénéficiaire.

Les portefeuilles d'investissements sont également soumis à une pro-cyclicité accrue du fait de l'assouplissement quantitatif. Rappelons que l'un des objectifs intermédiaires de cette politique est de réduire les rendements des obligations d'Etat par la baisse de la prime de terme. Par exemple, lorsque la BCE rachète des obligations à une compagnie d'assurance, la durée des actifs de cette dernière diminue. C'est ce que l'on appelle l'« extraction de la durée ». Autrement dit, cette source de rendement (le supplément de rendement offert en sus du taux d'intérêt à court terme) disparaît. Cela oblige la compagnie d'assurance à renforcer son exposition à d'autres sources de risque pour maintenir la rentabilité attendue de son portefeuille. C'est le « canal de rééquilibrage du portefeuille », qui constitue un autre mécanisme de transmission clé de l'assouplissement quantitatif. Les autres sources de risque sont, par exemple, le risque de crédit (en investissant dans les obligations d'entreprises) ou le risque actionsⁱⁱ. Il semble, de prime abord, que ces derniers soient de simples substituts au risque de durée. Ils se comportent, cependant, de manière très différente selon la phase du cycle conjoncturel. Lorsque la croissance s'accélère et que les anticipations de resserrement de la politique monétaire augmentent, les obligations d'Etat sont à la peine ; en revanche, les obligations d'entreprises souffrent beaucoup moins (compression du *spread* des obligations d'entreprises) tandis que les actions ont le vent en poupe, portées par l'amélioration des perspectives bénéficiaires des entreprises. Que se passerait-il à présent en cas de fort ralentissement de la croissance ? Dans ce cas, les rendements des obligations d'Etat se replieraient et les cours de ces mêmes obligations augmenteraient sensiblement, mais le bénéfice pour les détenteurs d'actifs ayant cédé une partie de leurs avoirs à la BCE serait moins important qu'auparavant. Par ailleurs, ils seraient davantage impactés que par le passé par la baisse des cours des obligations d'entreprises (due à l'élargissement du *spread*) et des actions, en raison des achats réalisés après la cession de leurs emprunts d'Etat à la BCE.

En conclusion, l'« extraction de la durée », consécutive aux rachats d'actifs effectués par la banque centrale, entraîne une substitution du risque de durée par d'autres sources de risque. Les portefeuilles de titres sont moins diversifiés, du fait d'une exposition réduite aux obligations d'Etat, et la pro-cyclicité des rendements du portefeuille augmente. En cas de ralentissement marqué de la croissance, il s'ensuivrait une augmentation du risque baissier, que les investisseurs pourraient chercher à éviter en réduisant leurs positions sur les actifs risqués, accélérant ainsi leur repli.

William De Vijlder

ⁱ Source : Revue de stabilité financière de la BCE, novembre 2019. Extraits : « les marchés considèrent actuellement que le risque d'une hausse soudaine des taux d'intérêt est minime. En même temps, les valorisations dans les segments à risque des marchés financiers (ex : les actions) se fondent de plus en plus sur des anticipations de taux directeurs bas, avec un risque perçu limité de hausses surprises » ; « les cours des actions et des obligations d'entreprises continuent de s'apprécier, malgré des fluctuations de courte durée en réponse aux incertitudes entourant les droits de douane » ; « les solides performances enregistrées cette année par les actions, les obligations d'entreprises et les obligations souveraines faiblement notées ont dépassé, jusqu'à présent, les mesures de la croissance bénéficiaire attendue ou du climat des affaires » ; « les estimations du modèle montrent que les évolutions économiques depuis le début de l'année n'ont eu qu'un impact limité sur les cours des actifs à risque. En effet, le risque d'une récession imminente dans la zone euro, que reflètent les variables des marchés financiers, a continué d'augmenter au cours de l'été » ; « Des taux d'intérêt bas ou négatifs devraient conduire à un comportement de quête de rendement et à une hausse des cours des actifs risqués, les investisseurs recherchant un rendement plus élevé à partir d'actifs présentant une moindre qualité de crédit et assortis d'échéances plus éloignées » ; « la persistance d'un environnement de rendements bas peut conduire à une certaine distorsion des valorisations et, par conséquent, à un risque de correction brutale à l'avenir » ; « les valorisations des actifs risqués sont conformes au niveau historiquement bas de la courbe de rendements de référence, mais aussi fortement tributaires de ce dernier » ; « La faiblesse des coûts de financement incite les entreprises à accroître leur niveau d'endettement, ce qui pourrait amplifier les corrections du marché en cas de détérioration sévère de la conjoncture » ; « les niveaux d'endettement élevés des entreprises pourraient s'avérer insoutenables en cas de dégradation prolongée des perspectives de résultats » ; « Comme les taux directeurs de la zone euro présentent un potentiel de plus en plus limité de baisse d'une ampleur comparable à celle observée au cours des dernières années, les valorisations des actions et du crédit deviennent plus sensibles aux détériorations des perspectives macroéconomiques ou de l'appétit des investisseurs pour le risque ».

ⁱⁱ Selon la Revue de stabilité financière de la BCE, les « avoirs des compagnies d'assurance en titres à haut rendement et en titres notés BBB représentent, respectivement, 3 % et 37 % de leur portefeuille obligataire total, contre 4 % et 27 % à la fin de 2013 ».

