

Le 27 février 2015

L'équation impossible du Quantitative Easing de la BCE : Offre = Demande

Et ce que cela implique pour le marché du crédit

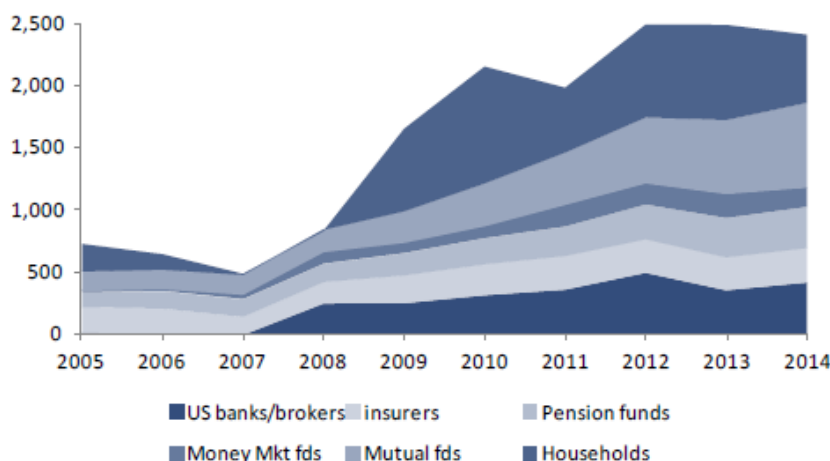
I. Un acheteur, pas de vendeur

a. La BCE va acheter près de 200% de l'offre nette !

Le QE de la BCE a été accusé de tous les maux (top faible, trop tard, déflationniste, sans impact sur l'économie réelle, etc.) mais il deviendra réalité dans quelques jours. Il est ciblé sur les dettes souveraines et supranationales, mais aura évidemment un impact sur le marché du crédit. Lequel ?

Pour répondre à cette question il faut trouver la réponse à une autre question : tout le monde sait qui va acheter les obligations, **mais personne ne sait qui va les vendre** ! En effet, s'il ne fallait retenir qu'une chose de ce programme, malgré tout ambitieux, c'est qu'il s'inscrit dans un contexte radicalement différent du contexte américain : lorsque la Fed a lancé son QE1, le déficit budgétaire (et donc l'offre de *Treasuries*) pour l'année 2009 était de 9,8% du PIB ! Les achats de la Fed ne représentaient donc qu'à peine 20% de l'émission nette liée à l'augmentation de la dette publique américaine. Les statistiques de détention des *Treasuries* sur la période des QE sont d'ailleurs très parlantes : on a beau chercher, on ne voit pas, en moyenne et sur la durée du QE, qui a vendu des *Treasuries* à la Fed. Tout simplement parce c'est le trésor américain qui en a vendu.

Statistiques de détention des Treasuries US (en Mds\$)



Source : US Fed

La situation est très différente en Europe, pour deux raisons principales :

- Au niveau agrégé, les déficits sont en diminution : autour de 300Mds€ annuels (en 2013) pour la zone euro contre un pic proche de 600Mds€ en 2009. La part des obligations souveraines dans le QE est d'environ 530Mds€ par an¹. La BCE va donc retirer en agrégé près de 230Mds€ d'obligations du marché, sans doute même plus, puisque le déficit global 2015 devrait être très en deçà du déficit 2013 !
- L'analyse au niveau individuel aggrave encore les choses : la BCE va acheter ces obligations souveraines au prorata du capital de la BCE soit, pour les six grands pays et par an, 132Mds€ pour l'Allemagne, 105Mds€ pour la France, 90Mds€ pour l'Italie, 69Mds€ pour l'Espagne, 32Mds€ pour les Pays-Bas et 13Mds€ pour la Belgique. Or les déficits prévus – et donc l'offre nette d'obligations – obéissent à une clé de répartition très différente. L'Allemagne prévoit par exemple un excédent budgétaire pour 2015... alors que la Grèce représente une proportion tout à fait honorable du déficit global de la zone euro mais seulement quelques milliards d'achats pour la BCE (environ 15mds€ par an si achat il y a). Le problème d'équilibre est donc spectaculaire pour l'Allemagne, mais il se pose aussi pour l'Italie (la BCE va acheter près de 195% du déficit 2013), les Pays-Bas (225%), et dans une moindre mesure pour la France (121%), la Belgique (115%) ou l'Espagne (97%), contre 20% rappelons aux Etats-Unis lors du QE1 !

b. Qui va vendre ? Pas les banques !

La question à un trillion d'euros est donc « Qui va vendre !? ». Pour commencer à apporter une réponse, demandons-nous déjà qui possède les 5,7tn€ d'obligations éligibles au programme (i.e. les maturités 2-30 ans). D'après les données fournies lors des stress tests bancaires, les banques en avaient 2,2tn€ - et sans doute plus si l'on inclut les banques qui n'étaient pas dans le périmètre des stress tests. 2,75tn€ nous paraît donc une estimation raisonnable, soit 48% du marché. Or les banques détiennent des obligations souveraines pour deux raisons : par opportunisme, pour bénéficier d'un resserrement des spreads avec un financement facile et peu cher à la BCE (ou dans le marché via le repo) et par obligation réglementaire. En effet, la législation sur les ratios de liquidité (notamment le LCR) introduite par Bâle 3, impose aux banques de détenir une grosse proportion d'actifs liquides et sûrs, très majoritairement constitués d'obligations souveraines notées AAA ou émises par le pays dans lequel la banque est localisée. La BCE a donc beau déclarer qu'elle espère que les banques vendront leurs obligations souveraines, si dans le même temps la réglementation le leur interdit, l'espérance restera vaine. Cette seconde motivation est de très loin la plus importante (80% au moins).

Concrètement, et pour se limiter aux quatre grands pays, cela signifie que les banques peuvent *grosso modo* détenir du Bund, de l'OAT et des titres des Pays-Bas voire de l'Autriche (les autres sont soit trop mal notés soit insuffisamment liquides) et que les banques espagnoles et italiennes peuvent ajouter des

¹ 74% des 60Mds par mois car la BCE achète aussi des obligations supranationales, des covered bonds et des ABS



titres espagnols ou italiens. Or, selon les données publiées par l'EBA, environ 25% des banques ne détiennent pas encore assez d'obligations d'état pour couvrir leurs besoins de LCR (elles seront donc acheteuses) et en agrégé le système bancaire présente un besoin total de 153Mds€ !

Si l'on rentre un peu plus dans le détail des grandes banques par pays, on constate que le « problème » allemand est encore aggravé : Commerzbank et Deutsche Bank semblent² présenter un excès de liquidité par rapport au minimum, mais cet excès est faible (5%-10%) et il est peu probable que les banques décident d'opérer très proche du minimum réglementaire. Les trois grandes banques françaises ont, elles, un excédent plus marqué (>10%) qui pourraient en théorie leur permettre de vendre au total quelques dizaines de Mds d'OAT, mais à nouveau elles préféreraient sans doute conserver ce coussin réglementaire sur des positions qu'elles peuvent refinancer aisément et qui ne consomment pas de capital (ex. levier). En Italie, Intesa, Unicredit ou Monte dei Paschi ont sans doute des excédents de BTP qu'elles pourraient vendre, mais les *Popolare* sont dans une situation moins confortables vis-à-vis du LCR. Par ailleurs, les banques italiennes sont toujours incitées à conserver les bénéfices du *carry trade* puisque le refinancement reste très avantageux, la contrainte de capital forte et la demande de crédit domestique peu dynamique. Seule une augmentation des RWA sur les BTP ou un fort redémarrage du crédit pourrait, selon nous, les pousser à changer de stratégie. Enfin, en Espagne, Santander paraît dans la position de liquidité la plus confortable et d'autres banques (Bankia ou BBVA) pourraient également être vendeuses – aux mêmes conditions qu'en Italie !

c. Et les assureurs ?

Les contraintes auxquelles sont confrontées les assureurs sont très différentes : vendre des obligations souveraines cristallise des plus-values qui n'était jusqu'alors que latentes, entraîne souvent des paiements d'impôt et force à trouver de nouveaux investissements, à des taux très bas et avec un profil de risque accru dans un contexte de capital qui devient progressivement plus tendu avec l'entrée en vigueur de Solvabilité 2 qui pénalise les investissements crédit à long terme. Pour toutes ces raisons, la vente des obligations souveraines n'est pas une décision facile et nous pensons qu'elle ne se fera que pour des raisons tactiques (par exemple les assureurs qui ont augmenté leurs positions en prévision du QE) et pour des montants modérés.

Il ne reste donc comme vendeur massifs que les gérants de portefeuilles, les fonds souverains et les banques centrales, donc des acteurs³ au profil de gestion plus dynamique et qui devront rapidement trouver d'autres idées d'investissement pour faire travailler leur capital... ou justifier leurs commissions de gestion !

II. Quel impact sur le marché obligataire ?

Sur le marché des obligations d'état, tout d'abord, on constate que l'Allemagne concentre tous les problèmes de *squeeze* : les banques n'ont pas une liquidité abondante, la BCE va acheter des montants colossaux et le pays est en surplus budgétaire. Les détenteurs de Bunds qui vendent à la BCE vont très

² Les données publiées par les banques manquent de transparence et de clarté pour se prononcer de manière certaine

³ Exception faite des banques centrales

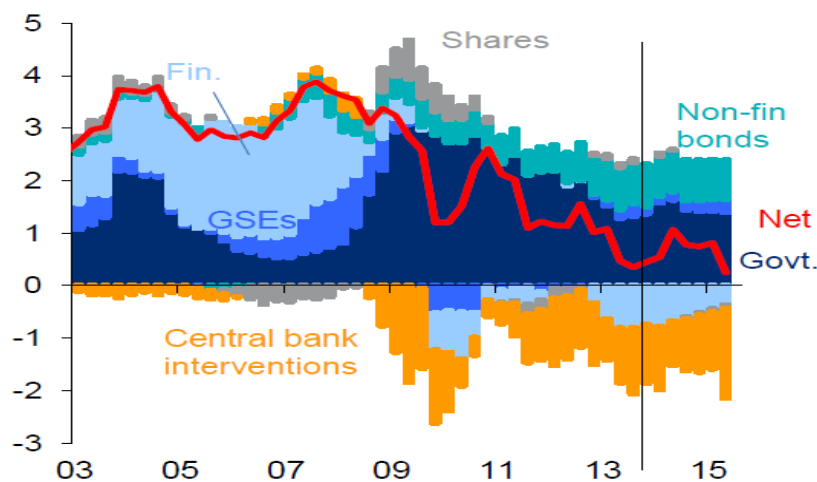


rapidement devoir trouver de nouvelles idées d'investissement ! En France, le constat est plus nuancé : le déficit est d'un montant proche des achats de la BCE et les banques ont une liquidité plus confortable. Un *statu quo* est donc en théorie possible même si en pratique de nombreux fonds, assureurs, etc., ont des mandats qui les obligent à acheter des OAT ou du Bund et qu'ils resteront donc acheteurs sur les émissions primaires. En Italie, les banques ont de très gros books de souverains qu'elles pourraient alléger un peu (Monte dei Paschi, Intesa), mais le déficit reste très faible comparé aux achats de la BCE, alors qu'en Espagne le *squeeze* sera moins marqué : le déficit est plus élevé, les achats moins importants et Bankia est le seul vendeur « évident ». Cela devrait suffire à donner quelques perspectives sur les évolutions des rendements souverains de ces quatre pays.

Reste à s'interroger, de manière plus générale, sur le marché du crédit dans son ensemble. La conclusion très forte qui ressort de ces chiffres, c'est que le principal effet du QE européen sera le nécessaire « *rebalancement* » des portefeuilles. C'est avant tout par ce canal de transmission que le QE aura un effet massif, et non pas par les banques.

Rappelons qu'avant même le lancement du QE, les perspectives de liquidité sur les marchés développés étaient uniques : pour la première fois depuis des années l'offre nette de titres émis était nulle ou presque !

Chérie, j'ai rétréci l'offre !
Offre nette de titres moins intervention des banques centrales dans les marchés développés (en tn\$, 12 mois glissants)



Source : Citi Research

Tous ces chiffres sont estimés avant intervention de la BCE et la situation va donc s'accroître dans les semaines et mois à venir. On peut donc s'attendre aux effets suivants, principalement dirigés par la liquidité :

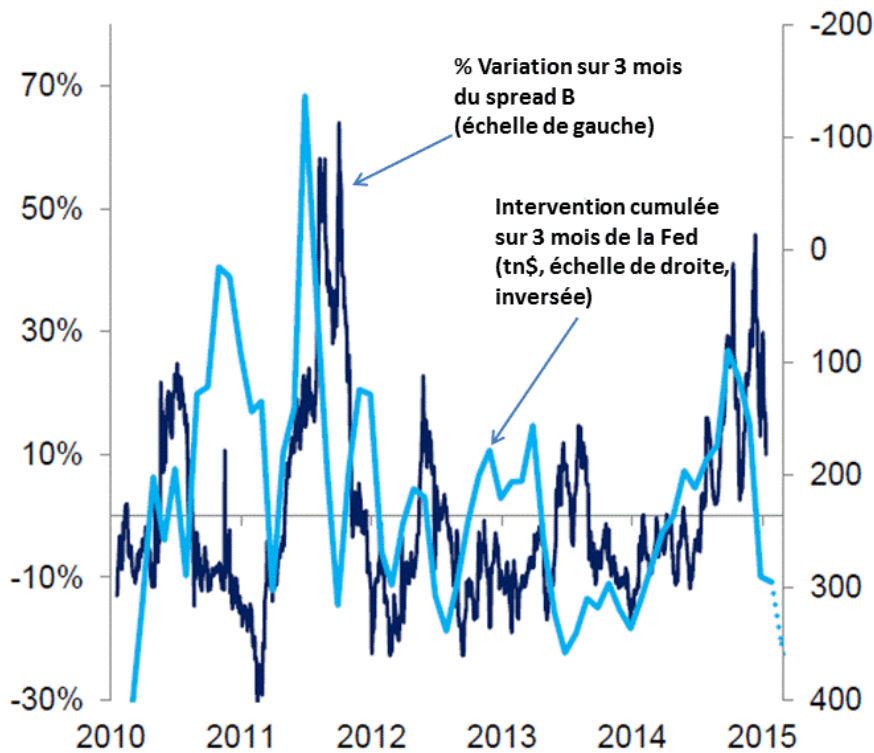
- *Squeeze* sur les marchés souverains, notamment Bund et BTP (moins sur la France et l'Espagne) ;



- Réinvestissements « contraints » pour les vendeurs d’obligations souveraines vers des actifs plus risqués : marchés obligataires, d’abord Investment Grade puis très rapidement le marché du High Yield (compte tenu des marges très basses sur le marché du crédit Investment Grade) et les marchés émergents compte tenu de l’offre négative sur les marchés développés.

L’historique observé aux Etats-Unis, où l’effet de *squeeze* était nettement moins marqué rappelons le, permet de donner des ordres de grandeur sur l’impact chiffré des interventions d’une banque centrale sur le marché du High Yield.

Effet des interventions de la Fed sur la marge de crédit d’une obligation notée B



Source : Citi Research

On constate qu’une intervention de 180Mds€ sur trois mois (l’objectif de la BCE est de 720Mds€ par an) s’est traduit historiquement par un resserrement de 10% du spread de crédit d’une obligation notée B. En conséquence, on peut anticiper un impact très positif sur les marchés High Yield qui ont encore des spreads élevés (la dette subordonnée financière par exemple). Pour mémoire, sur le marché des AT1 bancaires, une obligation notée B est par exemple une obligation Barclays qui traite environ à +530bps en USD avec un call 2018 ou + 640 bps en EUR avec un call 2020...

