

# Banques centrales, la course de lenteur

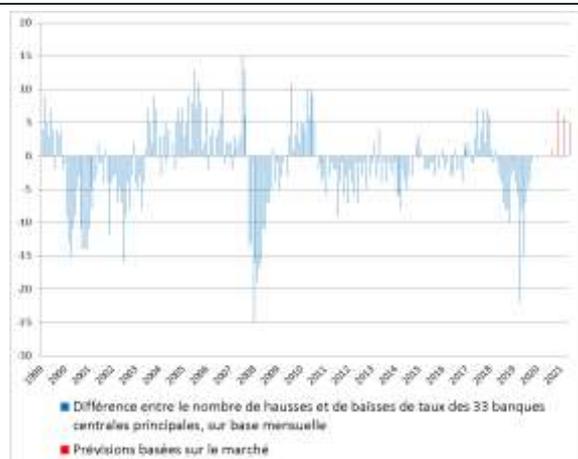
## Résumé

- 99% des banques centrales dans le monde ont baissé leur taux directeurs en 2020 pour faire face à la crise. L'année 2021 marque la fin du cycle de baisse des taux directeurs.
- La plupart des banques centrales ont repris leur QE en 2020. La première étape de normalisation de politique monétaire est donc le tapering : la réduction des achats d'actifs. Du côté des pays développés, c'est chose faite au Canada et en Angleterre.
- La réduction des mesures d'urgence pourrait commencer au mois de juin en zone euro et en septembre aux États-Unis selon nous.
- Le tapering est redouté par les marchés financiers. Le taux américain à 10 ans et la prime de terme se sont déjà ajustés en partie à ce risque.
- Quelques banques centrales de pays émergents ont été contraintes de remonter leurs taux directeurs face au risque inflationniste.

## En 2020, les baisses de taux

Suite à la crise sanitaire et la crise économique qui s'en est suivie, toutes les banques centrales dans le monde ont pris des mesures pour soutenir leurs économies. On dénombre 207 décisions de baisse de taux directeurs dans le monde en 2020 contre seulement 9 décisions de hausse.

### FIN DU CYCLE DE BAISSSE DES TAUX DIRECTEURS EN 2021



Source : Refinitiv Datastream, BNP Paribas Wealth Management

Edouard Desbonnets

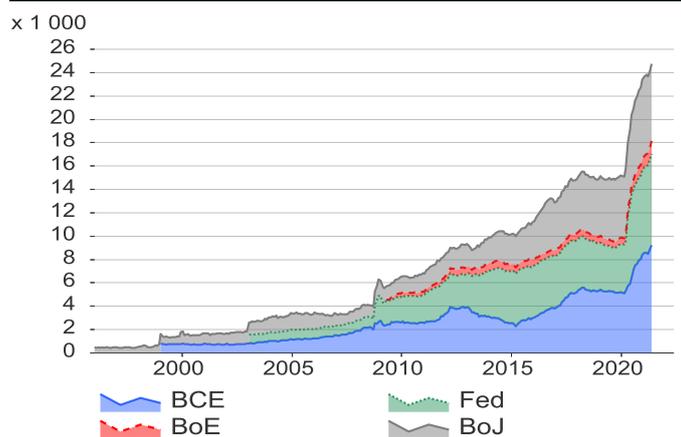
Investment Advisor, Fixed Income  
BNP Paribas Wealth Management



Dans un certain nombre de pays développés (zone euro, États-Unis, Royaume-Uni, Japon etc.), les taux directeurs étaient déjà à zéro, voire négatifs. Les banques centrales ont alors réactivé leurs programmes d'assouplissement quantitatifs (Quantitative Easing - QE).

Le QE consiste à ce que la banque centrale achète des actifs dans le marché (obligations d'État, obligations d'entreprises, prêts adossés à des créances immobilières...), pour faire baisser les taux d'intérêt à moyen et long terme et donc les coûts d'emprunt. Ainsi, les entreprises et les particuliers peuvent emprunter ou se refinancer à des taux plus avantageux, ce qui stimule la consommation et l'investissement -donc la reprise économique.

#### LA REPRISSE DES QE A FAIT BONDIR LA TAILLE DES BILANS DES BANQUES CENTRALES EN MILLIARDS DE DOLLARS



Source: Refinitiv Datastream, 14/05/2021

Source : BNP Paribas Wealth Management

## En 2021, les premières hausses de taux

La reprise économique est engagée dans les pays développés grâce à la campagne de vaccination et la réouverture progressive des économies. Les banques centrales vont alors s'engager dans un processus très lent qui va consister à d'abord réduire progressivement les mesures d'urgence avant de hausser les taux directeurs.

## Canada : premier pays développé à annoncer un tapering

La banque centrale du Canada (BoC) a annoncé le 21 avril qu'elle allait réduire ses achats nets d'actifs (tapering) à 3 milliards de dollars canadien par semaine, contre 4 auparavant. Le marché n'a pas réagi à la nouvelle tant elle était anticipée. La BoC pense que le pays va retrouver son niveau d'activité pré-Covid d'ici le second semestre 2022 et donc relever son taux directeur vers cette période.

## Royaume-Uni : deuxième

La banque centrale d'Angleterre (BoE) a annoncé le 6 mai qu'elle allait réduire légèrement ses achats nets d'obligations d'État jusqu'à la fin de l'année pour atteindre l'objectif initial d'augmenter son stock d'obligations à 895 milliards de livres fin 2021. Les achats bruts d'obligations d'État passent de 4,44 milliards de livres par semaine à 3,44 milliards de livres par semaine entre le 10 mai et le 4 août. Les achats continueront de se faire à égalité entre les trois catégories d'échéance (3 ans-7 ans ; 7 ans-20 ans ; 20 ans et plus).

La BoE reste très prudente. Nous ne pensons pas qu'elle réduira ses achats d'actifs plus fortement car cela impliquerait qu'elle réduise son enveloppe globale. La BoE insiste sur le fait que la hausse de l'inflation est transitoire et qu'elle ne resserrera pas ses taux avant qu'il y ait des preuves tangibles de la reprise économique. Le marché anticipe une hausse du taux directeur vers septembre 2022. Nous ne pensons pas qu'elle montera son taux d'intérêt avant 2023.

## Zone euro

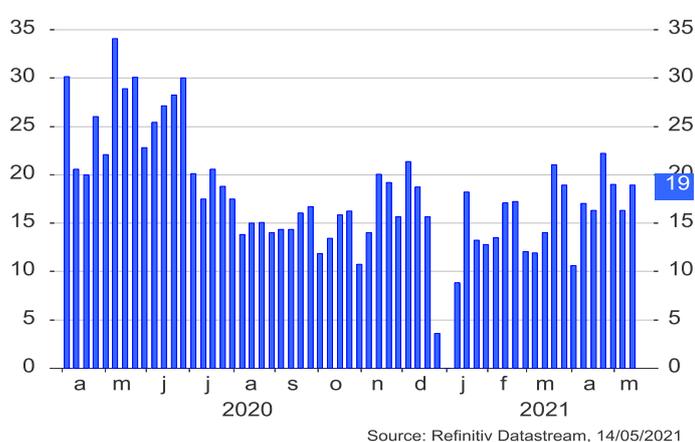
En plus du QE de 20 milliards par mois en place depuis septembre 2019 (APP - *Asset Purchase Programme*), la BCE avait créé en mars 2020 un QE temporaire pour faire face à la pandémie (le PEPP - *Pandemic Emergency Purchase Programme*) avec une enveloppe étendue à 1850 milliards d'euros et une échéance à mars 2022 au moins.



Suite à la remontée des rendements obligataires au premier trimestre, la BCE avait décidé en mars d'augmenter « substantiellement » ses achats nets via le PEPP, à la lumière de perspectives économiques encore moroses.

En juin, la BCE communiquera de nouvelles projections économiques. Elles devraient être meilleures que celles de mars. La BCE aura alors des difficultés à justifier qu'elle souhaite garder des achats « substantiellement » élevés – même si dans les faits les achats nets n'ont augmenté que modérément à nos yeux.

### ACHATS NETS HEBDOMADAIRES DU PEPP EN MILLIARDS D'EUROS



Source : BNP Paribas Wealth Management

Nous pensons que la BCE va réduire ses achats nets à partir de juin, pour les caler sur un rythme un peu moins soutenu afin de ne pas épuiser l'enveloppe du PEPP avant sa date supposée de fin (mars 2022).

Les réinvestissements des obligations arrivées à échéance vont se poursuivre jusqu'à fin 2023 au moins, donc même si les flux (achats nets) vont se tarir, le stock d'obligations accumulées va permettre à la BCE de continuer à rester très active via les réinvestissements.

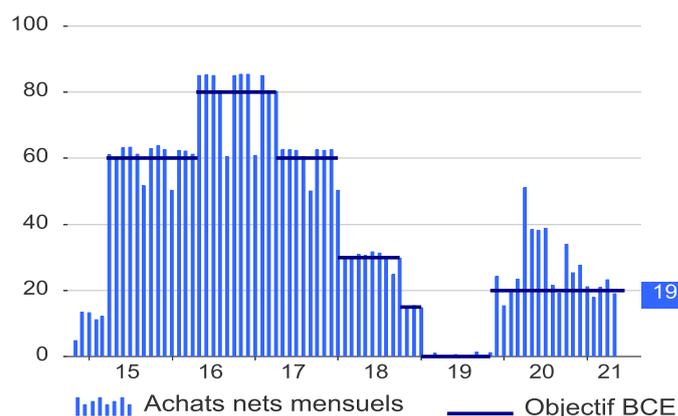
Au second semestre, probablement en septembre, la BCE délivrera les conclusions de sa revue stratégique entamée il y a plus d'un an. Elles devraient consolider une politique monétaire accommodante en passant à une cible d'inflation autour de 2% (et non pas « en dessous mais proche de 2% » comme actuellement), ce qui permettra à

la BCE de ne pas se soucier d'un rebond de l'inflation à court terme. En parallèle, la BCE pourrait annoncer la non-reconduction du PEPP après mars 2022 car les effets de la pandémie se seront largement dissipés.

La BCE veillera à assurer une transition en douceur post PEPP pour que les conditions financières restent favorables. Il n'est donc pas exclu qu'elle augmente le QE de 20 à 40 milliards d'euros par mois à partir de mars 2022 tout en changeant certains de ses paramètres afin de le rendre plus flexible à l'instar du feu PEPP.

L'étape d'après sera la hausse des taux directeurs, peut être vers la fin 2023.

### ACHATS NETS MENSUELS DU PROGRAMME APP (NON LIÉ À LA PANDEMIE) EN MILLIARDS D'EUROS



Source : BNP Paribas Wealth Management

## États-Unis

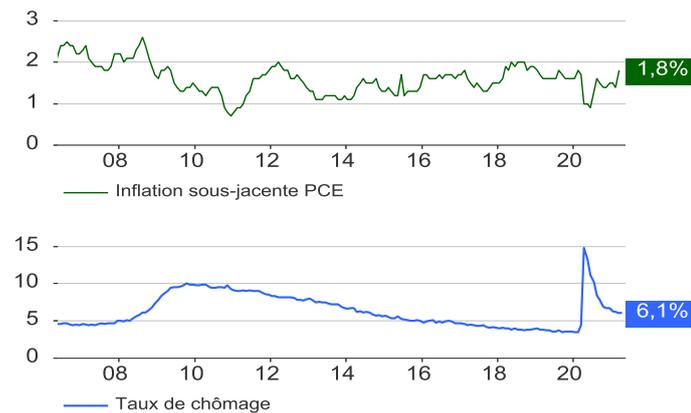
La Réserve fédérale américaine (Fed) a aussi relancé son QE en mars 2020 à cause de la pandémie. Le rythme actuel est d'au moins 80 milliards de dollars d'obligations d'État et de 40 milliards de MBS (prêts adossés à des créances immobilières).

Selon le président de la Fed, Powell, il faut réunir deux conditions avant de stopper le soutien monétaire : 1/ l'inflation doit atteindre la cible de 2% en moyenne sur une certaine période de temps et y rester de façon durable et 2/ l'économie doit atteindre un niveau d'emploi maxi-



mal et ce pour toutes les catégories de la population (femmes, minorités ethniques, employés peu qualifiés etc.). La Fed commencera son tapering quand des progrès substantiels auront été réalisés sur ces deux fronts.

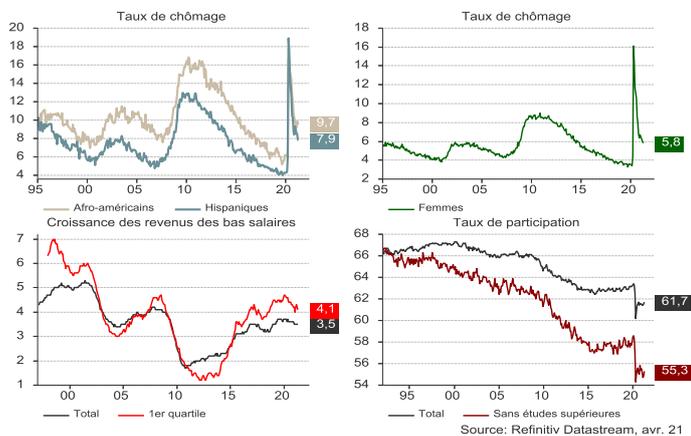
## MANDAT DE LA FED : INFLATION ET EMPLOI



Source: Refinitiv Datastream, mars 21

Source : BNP Paribas Wealth Management

## INDICATEURS DU MARCHÉ DU TRAVAIL



Source : BNP Paribas Wealth Management

Cependant certains présidents de Fed régionales s'impatientent et redoutent que la Fed soit en train de créer des excès et des déséquilibres sur les marchés financiers. Comment justifier le QE quand les attentes d'inflation sont au plus haut depuis 2008, que les marchés

actions et obligataires sont proches des plus hauts et que **le marché de l'immobilier flambe ?**

La Fed va probablement se laisser encore un peu de temps **suite au dernier rapport de l'emploi qui était décevant**. Nous pensons que le débat sur le tapering sera lancé en juin et **qu'une annonce viendra en septembre après plusieurs solides rapports sur l'emploi et 70% de la population vaccinée**.

Le tapering se fera très lentement et commencera probablement par les MBS vu la bonne santé du marché de **l'immobilier, d'autant plus que la Fed détient déjà près d'un tiers du marché des MBS**. Les réinvestissements des obligations arrivées à échéance continueront pendant plusieurs années.

Une fois le tapering terminé, la Fed devrait remonter ses **taux directeurs quand ses objectifs d'inflation et d'emploi maximum seront atteints, probablement vers le T3 2023**. Le marché des contrats à terme sur eurodollar, lui, anticipe un resserrement des taux directeurs dès décembre 2022.

## Faut-il craindre le tapering ?

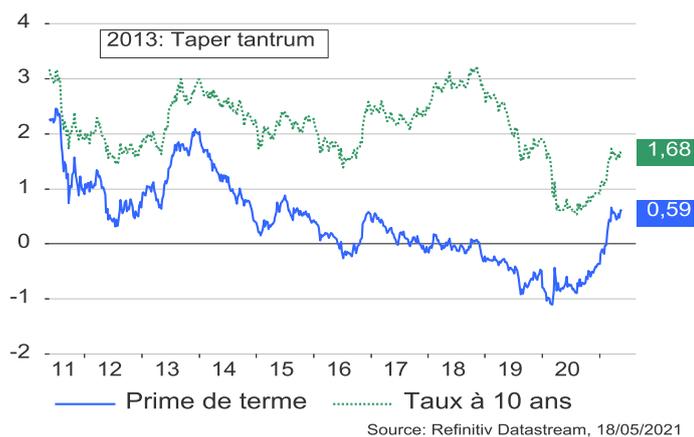
L'expérience de 2013 a laissé des traces. Le taux américain à 10 ans s'était tendu fortement et rapidement, de l'ordre de 1,30% en l'espace de 4 mois. A l'époque, l'ex président de la Fed avait surpris le marché en évoquant un tapering devant le Sénat alors que les données économiques étaient encore décevantes. **Ce n'est qu'un mois après qu'elles ont commencé à surprendre à la hausse**. En parallèle, il y avait des spéculations comme quoi Larry Summers, un **partisan d'une politique monétaire plus stricte, pourrait être le prochain président de la Fed**.

Les circonstances sont un peu différentes aujourd'hui et la Fed a appris de cette expérience. Le taux américain à 10 ans s'est déjà tendu et la prime de terme (le rendement supplémentaire que les investisseurs exigent pour acheter des obligations à échéance longue plutôt que de renouveler celles à échéance courte) également. Le prochain président de la Fed prendra ses fonctions en février 2022. Joe Biden décidera peut-être de renouveler le mandat de Powell ou alors de nommer un autre candidat. Dans ce dernier cas de figure, le choix évident est Lael Brainard, ac-

tuelle gouverneure et Démocrate. Quoiqu'il en soit, tous deux sont résolument dovish (défenseurs d'une politique monétaire accommodante) et ne devraient donc pas surprendre le marché.

les investisseurs étrangers est importante. La banque centrale a laissé entrevoir une hausse de son taux directeur dès le second semestre de cette année.

#### LE TAUX AMERICAIN ET LA PRIME DE TERME SE SONT TENDUS DEPUIS LA MI-2020



Source : BNP Paribas Wealth Management

## Islande : premier pays développé à hausser son taux directeur

La banque centrale islandaise a décidé de relever son taux directeur le 19 mai face à l'inflation plus forte que prévue, le déclin de la couronne islandaise ainsi que la hausse des coûts de la main d'œuvre et de l'immobilier.

## Norvège : peut-être deuxième

L'économie norvégienne s'est peu contractée pendant la crise de la Covid relativement aux autres pays développés grâce à son fond souverain et au soutien de sa banque centrale. D'ailleurs, la banque centrale a coupé son taux directeur à zéro mais n'a jamais fait de QE à cause de contraintes techniques : la taille du marché des obligations d'État norvégien est relativement petite, le marché est assez illiquide et la part des obligations d'État détenue par

## Pays émergents

Une vingtaine de banques centrales de pays émergents ont lancé un programme de QE en mars 2020 pendant la pandémie, avec des tailles plus modestes que les pays développés. La banque centrale des Philippines a été la plus ambitieuse en termes de taille de QE, suivie par la Hongrie, la Croatie, le Chili, la Pologne et l'Indonésie.

La Colombie, la Croatie, la Roumanie, l'Afrique du Sud et la Turquie ont récemment stoppé leurs achats d'actifs. Seules les banques centrales de Pologne, Hongrie, Inde et Indonésie restent très actives dans leurs achats d'actifs.

Plusieurs banques centrales ont dû remonter leur taux directeur face à l'inflation plus forte que prévue et à la remontée des rendements obligataires dans les pays développés. C'était le cas par exemple au Brésil, en Turquie et en Russie.

Depuis le début de l'année, on dénombre 16 décisions de hausse de taux directeurs contre 4 décisions de baisse, un vrai contraste avec 2020 (9 hausses et 207 baisses) !



---

L'ÉQUIPE DEDIEE A LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT

---



FRANCE

Edmund SHING  
Global Chief Investment Officer

ASIE

Prashant BHAYANI  
Chief Investment Officer  
Grace TAM  
Chief Investment Advisor



BELGIOUE

Philippe GIJSELS  
Chief Investment Advisor  
Alain GERARD  
Senior Investment Advisor, Equities  
Xavier TIMMERMANS  
Senior Investment Strategist, PRB



LUXEMBOURG

Guy ERTZ  
Chief Investment Advisor  
Edouard DESBONNETS  
Investment Advisor, Fixed Income

# CONTACTEZ-NOUS



wealthmanagement.bnpparibas

## AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de **l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)**. En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni **uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus.** Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou **implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement.** Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information

contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. **Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures.** Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas **comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.**

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être **substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis.** Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour **responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.**

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

© BNP Paribas (2021). Tous droits réservés.

Photos de Getty Images.



**BNP PARIBAS**  
WEALTH MANAGEMENT

La banque  
d'un monde  
qui change