

Fed : sur la corde raide

Résumé

- La Fed a maintenu un ton accommodant.
- Bien qu'elle ait révisé ses projections économiques à la hausse, elle n'envisage aucune réduction des achats d'actifs imminente et ne compte pas monter ses taux dans les deux ans qui viennent.
- Elle projette une hausse temporaire de l'inflation en 2021, mais pas au-delà.
- Powell estime que la Fed n'a pas à agir à ce stade pour stopper/freiner la hausse des taux à long terme.
- Les conditions financières, le marché de l'emploi et l'inflation sont les indicateurs déterminants qui influenceront tout changement de politique monétaire.
- Nous anticipons l'annonce de la réduction des achats d'actifs au T4 2021 avec une implémentation au T2 2022 et une première hausse de taux directeurs au T3 2023.

Amélioration depuis décembre

Depuis le 16 décembre 2020, date des dernières projections économiques de la Réserve fédérale américaine (Fed), la situation sanitaire et **l'activité** économique se sont nettement améliorées. Le nombre de contamination quotidienne à la Covid a chuté de 80% par rapport à janvier, un plan budgétaire de 900 milliards de dollar a été **voté en décembre, suivi d'un autre** de 1.900 milliards en mars **et l'économie a commencé à rouvrir progressivement**. Les projections de croissance économique ont été révisées à la hausse. Le consensus des économistes table désormais sur 5,5% de croissance aux États-Unis en 2021. Certaines grandes banques américaines prévoient même 7%.

Les marchés obligataires se sont ajustés : le rendement **du bon du Trésor à 10 ans** s'est tendu de 0,70% à 1,62% du fait de **l'amélioration des perspectives d'inflation** et du rebond des taux réels. Le marché a également fortement révisé ses anticipations de hausse de taux directeurs. Il entrevoit une première hausse dès décembre 2022, suivi de 2,5 hausses en 2023.

Le but de la Fed, pour sa réunion de politique monétaire des 16-17 mars, était donc de justifier le maintien de sa politique très accommodante tout en reconnaissant que **l'économie s'était nettement améliorée**.

Edouard Desbonnets

Investment Advisor, Fixed Income
BNP Paribas Wealth Management



Les nouvelles projections économiques de la Fed

Plus de croissance temporairement. La Fed a fortement révisé ses projections de croissance pour 2021, de 4,2% (projections faites en décembre 2020) à 6,5%, mais guère celles des années au-delà.

Moins de chômage. La Fed s'attend à une réduction du taux chômage en 2021 **plus rapide qu'anticipé** (4,5% contre 5,0% en décembre 2020), avec une décrue à 3,5% en 2023. **A noter cependant que le taux de chômage n'est pas vraiment représentatif du nombre de chômeurs car le taux de participation reste en deca de son niveau pré-Covid.**

Plus **d'inflation** temporairement. La Fed estime que **l'inflation sera plus marquée en 2021 (2.4% contre 1.8% en décembre 2020 pour l'inflation globale et 2.2% contre 1.8% en décembre 2020 pour l'inflation sous-jacente).** Cependant, elle anticipe ensuite un retour de l'inflation à son objectif de 2% en 2022 et 2023. Ainsi, même si des **poches d'inflation peuvent être observées dans certains secteurs (santé, alimentation, loyers), la Fed ne pense pas qu'il s'agisse d'une augmentation pérenne.** Elle tolérera donc cet excès temporaire, en accord avec sa nouvelle **politique de moyenne d'inflation à 2%** sur une certaine période.

Pas de grandes décisions

Comme largement attendu, bien que les projections économiques se soient améliorées, la Fed a maintenu ses taux directeurs inchangés (0%-0,25%) et laisse en place son **programme d'achat d'actifs de 120 milliards de dollar par mois** (80 milliards de bons du Trésor et 40 milliards de *Mortgage-Backed Securities*, titres adossés à des créances immobilières)

Les dots : à ne pas surestimer

Les *dots* (projections individuelles de chacun des 18 membres de la Fed) sont toujours très regardées par le

marché, au grand dam de la Fed qui précise inlassablement qu'il s'agit de vues individuelles basées sur des projections macroéconomiques individuelles et donc non issues d'un consensus. **Quoi qu'il en soit, elles donnent une indication sur la date de la première hausse de taux directeurs.**

Le point médian n'a pas bougé, les membres de la Fed **n'anticipent donc pas de hausse de taux dans les deux années qui viennent.** Ceci dit, 7 membres (contre 5 en décembre 2020) **pensent qu'il faudra monter les taux au moins une fois en 2023.** **Ce n'est certes pas une majorité, et l'on devine que ce sont les présidents des Fed régionales derrière (moins influents que les gouverneurs), mais un consensus se forme peu à peu et promet des réunions plus agitées en 2022-2023.**

Tapering ? Plus tard.

Le *tapering* (réduction des achats d'actifs) **n'est pas pour maintenant d'après le Président de la Fed.** Il faut d'abord que des progrès substantiels soient réalisés. La Fed promet **d'informer le marché bien à l'avance.**

Nous anticipons une communication fin de cette année du fait de la vigueur attendue de la reprise économique, **avec une lente réduction des achats d'actifs qui commencerait au deuxième trimestre 2022.**

Hausse des taux directeurs ? Encore plus tard.

Powell a été clair. Il ne faut **pas s'attendre à des hausses de taux** avant que des progrès « supplémentaires substantiels » **n'aient été réalisés sur le front de l'inflation et du chômage.** Il faut que l'inflation excède modérément 2% pendant un certain temps (probablement une année). Il faut aussi le retour au plein emploi, auquel la Fed ajoute une nouvelle dimension sociale, puisqu'**en plus des données agrégées, elle regardera les niveaux d'emploi de certaines catégories de la population comme les afro-américains, les latinos et les femmes, qui sont générale-**

ment les premiers touchés par la crise et les derniers à en sortir.

Nous tablons sur une première hausse des taux pour le troisième trimestre de 2023.

Quid du niveau des taux longs ?

Powell n'a pas dévié des messages répétés lors de ses dernières allocutions : la hausse des taux à long terme reflète la **reprise de l'activité économique**. La **politique monétaire** est appropriée. En bref, **la Fed n'agira pas** car les conditions financières restent accommodantes et **il n'y a pas eu** de dysfonctionnement ni de correction sur les marchés financiers.

Ratio SLR ? « Posez-moi une autre question. »

Cette incertitude réglementaire a été pointée du doigt comme responsable de la volatilité des taux à long terme. La Fed avait mis en place un assouplissement pour le calcul du ratio de levier supplémentaire (SLR) suite à la crise de la Covid car elle craignait que les exigences de levier **n'entravent la capacité des banques à financer l'économie** et à soutenir le bon fonctionnement des marchés. La Fed

doit décider de le renouveler ou pas avant le 31 mars. Si elle ne le renouvelle pas, les grosses banques américaines pourraient limiter leurs achats de bons du Trésor pour respecter ce ratio, ce qui ajouterait une pression haussière sur les taux à long terme.

Au final, pas de forte réaction de marché

Le ton rassurant de Powell a été bénéfique aux actifs risqués. Les marchés actions sont revenus dans le vert après la réunion de la Fed. Le taux américain à 10 ans a baissé, **ce qui a profité aux obligations d'entreprises et aux obligations des pays émergents**. Le dollar s'est déprécié.

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



BELGIQUE

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



LUXEMBOURG

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



BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

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