



Tour d'horizon des banques centrales

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	261,68	-0,67%	10,93%
S&P 500 \$	4 180,17	-0,13%	11,29%
Nasdaq Composite \$	14 016,81	-0,25%	8,76%
Nikkei ¥	29 020,63	-2,23%	5,74%
MSCI EM Net \$	656,75	0,35%	5,23%
China A Shares (CNY)	3 641,47	1,39%	0,03%
Euro / Dollar	1,2097	0,95%	-1,05%
Gold \$	1 777,20	0,04%	-6,18%
Brent Oil \$	66,11	-0,99%	27,97%
10 ans Allemand	0,00	bps	31 bps
30 ans Allemand	0,00	-1 bps	45 bps

Trois grandes banques centrales se réunissent ces jours-ci, la BCE la semaine dernière, la Banque du Japon et la Fed cette semaine. Elles sont toutes confrontées à la perspective de devoir durcir leur politique monétaire, mais pas à la même échéance. Ce soir, les regards seront braqués sur la Fed, sans doute la première qui devra annoncer des ajustements de politique monétaire au vu des dynamiques de croissance et d'inflation aux US. A l'opposé, la Bank of Japan dispose encore de temps avant d'y songer. Au milieu, la BCE devra composer en externe avec le rythme de déploiement du plan de soutien, et en interne avec les dissensions entre gouverneurs.

Ce que la BCE a dit et ce qu'elle pense : entre deux eaux.

La BCE n'a annoncé aucun changement dans son communiqué de politique monétaire. Le rythme dit « accéléré » d'achats de titres dans le programme PEPP sera maintenu dans les prochaines semaines et, lors de la conférence de presse, C. Lagarde a indiqué, à plusieurs reprises, qu'un retour au rythme antérieur n'avait pas été discuté (pas plus qu'une accélération supplémentaire sans doute). Toutefois, les questions insistantes illustrent la conviction très partagée que ce rythme d'achat sera amené à être réduit à un horizon assez proche. Le rythme actuel, mesuré depuis la dernière réunion, soit sur les 5 dernières semaines, est de 17,3 mds d'euros nets par semaine. Comparé au rythme en vigueur sur la première partie de l'année, c'est une accélération de 3,4 mds. Ce nouveau montant d'achats hebdomadaire n'est pas choisi au hasard. A partir du niveau actuel de 977 mds d'euros d'encours, il correspond très précisément à la pleine utilisation de l'enveloppe de 1850 mds d'ici au 31 mars 2022. Or fin mars est la date annoncée de durée minimale de hausse de l'encours du programme PEPP. Elle a été fixée le 10 décembre dernier lors de la définition de ce montant visé. En creux, cela veut dire que la BCE comptait bien, l'an dernier, ne pas avoir à acheter la totalité du montant affiché. Aujourd'hui encore, la BCE, du moins certains membres du conseil, espère certainement pouvoir ralentir le rythme des achats et donc, dans les faits, dépenser moins que les 1850 mds annoncés... sauf à rallonger la période de mise en œuvre du PEPP, ce qui n'est pas dans les plans des "faucons" de Francfort.

Pour autant il faut aussi retenir que la BCE maintient ses autres promesses. D'abord celle de réinvestir les remboursements enregistrés par le PEPP jusqu'en fin d'année 2023, ce qui fait que l'encours atteint, quel qu'il soit, sera de facto cantonné au moins jusqu'à cette date. Ensuite, l'encours détenu au titre de l'APP, qui était de 2 963 mds d'euros à la fin du mois dernier et

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,56%	-2 bps	64 bps
30 ans US	2,23%	-3 bps	59 bps
10 ans Italie	0,78%	3 bps	24 bps
Xover TR - Spread	248,55	5 bps	6 bps
Indices factoriels Fideas		Semaine	Depuis le 31/03 2021
EMU	-0,43%	2,56%	12,09%
EMU Facteur Value	-1,27%	-0,17%	12,19%
EMU Facteur Growth	0,15%	4,77%	11,48%
US	-0,09%	5,32%	11,55%
US Facteur Value	-0,18%	2,45%	14,73%
US Facteur Growth	-0,08%	6,61%	10,21%

qui grossit de 20 mds par mois, continuera d'augmenter jusqu'à peu de temps avant que la BCE ne décide de relever ses taux. Ce qui n'est pas pour demain puisqu'elle promet officiellement de les maintenir ou de les baisser si nécessaire et, surtout que la hausse des taux n'aura lieu que lorsque l'inflation sera durablement en ligne avec son objectif de 2% (un niveau qu'elle ne prévoit pas d'atteindre d'ici 2023). Enfin, l'encours de l'APP sera également réinvesti pour une période prolongée après le début de la hausse des taux. On a donc, là encore, un encours important de dette cantonnée de facto dans les comptes du SEBC, le Système Européen de Banques Centrales (cf. encadré). L'encours total du Quantitative Easing de la BCE a dépassé les 4000 mds d'euros le 23 avril (APP 2980 mds, PEPP 999 mds, et le résidu du SMP 24 mds).

La Fed doit se préparer à négocier un tournant.

On écouterait avec attention la conférence de presse de Jerome Powell au sortir de la réunion du FOMC le 28 avril, bien que, sauf énorme surprise, il n'y aura pas de changement de politique monétaire de la Fed à ce stade. Pourtant, tout plaide pour un allègement prochain des mesures de soutien monétaire : l'amélioration rapide de la situation économique, la montée de l'inflation (surtout en amont des chaînes de production) et les pressions haussières que subissent les prix des actifs (le prix de l'immobilier résidentiel progresse déjà à un rythme de 12% l'an, alors qu'il n'a eu aucun retard à rattraper). A l'instar de C. Lagarde la semaine dernière, J. Powell sera interrogé sur sa politique de Quantitative Easing avec certainement une référence à la Banque du Canada, qui vient de réduire de 25% le rythme de ses achats de titres. Powell pourrait laisser entendre que la Fed envisage une diminution du rythme de son Quantitative Easing, laquelle pourrait être décidée au plus tôt en juin si la normalisation économique se poursuit rapidement.

Lors de la dernière réunion de la Fed, seule une minorité des membres du FOMC (7 sur 18) prévoyait une hausse des taux en 2023. Impossible dans ces conditions de relever les taux rapidement sans provoquer un choc violent sur les marchés financiers. L'enjeu pour Powell sera donc de préparer l'opinion à l'arrivée d'une hausse des taux dans les « guidance » de la Fed, probablement dès la réunion de juin prochain, sans provoquer trop de vagues sur les marchés. On se souvient des chocs provoqués par l'annonce du « tapering » en 2013 ou par la perspective du déclenchement d'une phase de hausse des taux fin 2016.

La BCE et la dette publique de la zone euro

Le montant total de l'APP et du PEPP, les deux programmes de *Quantitative Easing* de la BCE, représenteront, d'ici sa prochaine réunion le 10 juin, environ 4 125 mds d'euros, soit 36,4% du PIB (niveau 2020). L'essentiel des actifs détenus, plus de 84%, sont des dettes publiques que la BCE a, de facto, cantonné, probablement jusqu'en fin 2023. Autrement dit, ce sont **30,7 points de PIB 2020 de dettes publiques**, soit presque un tiers de la dette publique totale, qui **auront été acquis par le SEBC, et qui vont rester dans ses comptes** jusqu'en fin 2023, pour la partie PEPP, et peut-être aussi longtemps voire davantage pour l'APP.

Ces chiffres sont à rapprocher des données Eurostat publiées jeudi et vendredi derniers. **Le déficit public de la zone euro a atteint 7,2% du PIB en 2020**, après 0,6% en 2019 (il était alors inférieur à 1 point pour la 3^{ème} année consécutive). **L'augmentation de la dette publique apparaît beaucoup plus impressionnante** puisqu'elle bondit de 83,9% en 2019 à **98,0% en 2020**. Cette hausse est **autant imputable au déficit de l'année qu'au repli du PIB nominal**, -5,1% en raison de la récession et de la faible inflation interne (le PIB est presque revenu au niveau de 2017). Evidemment, le déficit se creuse et la dette augmente dans tous les pays. Mais les évolutions sont très variables selon les pays, pour trois raisons : l'ampleur de la récession qui fait jouer les stabilisateurs automatiques, l'importance des plans de relance et l'impact purement arithmétique de la baisse des PIB nominaux. En effet, la baisse du dénominateur du ratio dette/PIB gonfle mécaniquement davantage les ratios d'endettement les plus élevés et cet effet est souvent prédominant !

La banque du Japon sera la dernière à retirer ses soutiens.

La banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire, comme prévu. Le taux directeur est inchangé à -0,10%, l'objectif de contrôle de la courbe des taux demeure avec un rendement 10 ans proche de 0% (l'absence de plafond précis pour le taux 10 ans est confirmé). Les achats dans le cadre du QE sont également sans changement : cela comprend des JGB (sans plafond), des ETF et un peu de fonds immobilier à un rythme constant, s'y ajoutent, comme annoncé précédemment, du CP et des *corporate bonds* jusqu'en septembre prochain (objectif 20 trillions de yens).

Il faut cependant souligner que **la Boj a revu ses prévisions économiques médianes**. La croissance passée est revue "en hausse" à -4,9% au lieu de -5,6% pour l'année fiscale 2020 (close le 31 mars dernier), sans que cela pèse, au contraire, sur les prévisions ni pour 2021, +4,0% au lieu de +3,9%, ni pour 2022 +2,4% au lieu de +1,8%. La nouvelle prévision pour 2023 reste solide à +1,3%. En revanche **l'inflation pour 2021 est revue significativement en baisse**. Après une baisse des prix sur l'exercice 2020 (CPI hors alimentation -0,4%, au lieu de -0,5% estimé en janvier), **l'inflation passerait tout juste positive en**

2021, prévue à +0,1% au lieu de +0,5%. Pour les années fiscales suivantes, malgré l'accélération prévue de l'activité, l'inflation resterait **très loin de l'objectif de 2%** de la BoJ, à 0,8% (révisé de 0,7) puis 1,0% en 22 et 23. On n'est pas près de voir la BoJ relever les taux, ni à court terme, ni sans doute à long terme.

Conclusions sur les marchés

Ce tour d'horizon des banques centrales montre **qu'un tournant potentiel des politiques monétaires dans les mois et les trimestres à venir est en train de se dessiner**, tournant qui demeure subordonné à l'amélioration effective de la situation sanitaire, en clair au succès des campagnes de vaccination. **Les banques centrales vont faire leurs meilleurs efforts pour que les marchés le négocient au mieux**. Il faut malgré tout rester vigilant.

En termes de marché, **nous reviendrons ultérieurement sur deux thèmes** déjà évoqués précédemment : **privilégier à nouveau les sociétés de style « value »**, dont les progressions des résultats sont très positives, qui devraient être portés par les plans de relance, et qui ont en outre sous-performé depuis quelques semaines (Cf tableau), certes après quelques mois de fort rebond ; et, à court terme, **rester précautionneux sur les niveaux de sensibilité aux taux**.

A surveiller cette semaine

Quelques enquêtes de confiance seront disponibles en début de semaine et, en fin de semaine, les indices de prix à la consommation pour la zone euro. Mais ce qui devrait retenir l'attention ce sont **les PIB des Etats-Unis et des principaux pays de la zone euro pour le T1**, même si le T1 est du passé et les deux prochains trimestres s'annoncent bien meilleurs. En début d'année et en dépit des restrictions sanitaires, l'activité industrielle a très bien tenu, les ventes au détail ont même assez bien résisté, notamment en comparaison de l'année dernière. En revanche, les PIB nous apporteront des indications précieuses sur l'activité dans son ensemble y compris les branches de services, dont certaines restent très sévèrement affectées par la crise. On observera aussi la tenue des investissements des entreprises (pour les ménages, on sait que la construction se porte plutôt bien presque partout).

Ce tableau général est évidemment complété par **la publication des résultats d'un nombre grandissant d'entreprises**, aux Etats-Unis mais aussi dorénavant en Europe.

Le début de la semaine suivante sera dominé par les publications des PMI, et la fin de la semaine par la parution du **rapport sur l'emploi américain pour le mois d'avril**. Du côté des politiques monétaires, ce sera **au tour de la Banque d'Angleterre de se réunir** le jeudi 6 mai. Il est trop tôt pour qu'elle envisage d'amender sa politique monétaire, même si le redémarrage économique se dessine très nettement.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 27/04/21 à 19h00*