



Fed : bientôt le grand retour du tapering

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	271,27	0,86%	15,00%
S&P 500 \$	4 229,89	0,61%	12,61%
Nasdaq Composite \$	13 814,49	0,48%	7,19%
Nikkei ¥	28 941,52	-0,71%	5,46%
MSCI EM Net \$	672,34	1,59%	7,72%
China A Shares (CNY)	3 764,90	-0,25%	3,42%
Euro / Dollar	1,2167	-0,21%	-0,47%
Gold \$	1 891,59	-0,64%	-0,15%
Brent Oil \$	71,89	4,61%	40,00%
10 ans Allemand	-0,21%	-3 bps	36 bps
30 ans Allemand	0,35%	-3 bps	51 bps

Deux réunions de banques centrales en 6 jours.

Au vu des indicateurs économiques, **il y aurait des raisons pour faire évoluer les politiques monétaires de la BCE et de la Fed**, alors qu'elles se réunissent, respectivement, cette semaine et la semaine prochaine (les 10 et 16 juin). En Europe, ce sont **des dissensions politiques au sein du conseil de la BCE** qui posent problème avec, sans doute, une pression grandissante des faucons en raison de la conjonction des élections législatives allemandes et d'une poussée inflationniste particulièrement forte en Allemagne (déjà 2,5% et bientôt près de 4% avec l'effet TVA). Il est possible que la BCE **nous prépare à procéder bientôt à des achats, au titre du PEPP, un peu moins élevés** que le rythme renforcé mis en place en mars dernier.

D'un point de vue économique, **la situation est pourtant plus urgente aux Etats-Unis**, où le soutien budgétaire a été et demeure beaucoup plus massif (avec un déficit de 15,6% du PIB en 20 et attendu à 14,5% cette année) et plus disruptif pour l'économie qu'en zone euro (avec des déficits de 7,2% l'an dernier et 7% en 2021). Le choc inflationniste semble également plus violent qu'en zone euro. Le moment est propice pour regarder comment a pu évoluer la politique monétaire américaine à l'approche de la sortie des précédentes périodes successives de *Quantitative Easing* entre 2008 et 2014.

L'expérience montre que la sortie du *Quantitative Easing* est un exercice délicat.

Le premier *Quantitative Easing*, dit QE1, s'est produit entre novembre 2008 et juin 2010. Mais la pause estivale de 2010 n'a pas duré. Dès août 2010, la croissance étant jugée insuffisante et le taux de chômage trop élevé (9,5%), la Fed a fait la promesse de réinvestir les titres qui venaient à remboursement. Puis en novembre elle a annoncé un nouveau programme, le QE2, mis en œuvre jusqu'en juin 2011 mais avec, cette fois, le réinvestissement des titres échus. Il a fallu attendre septembre 2012, alors que le taux de chômage était encore de 8,1%, pour que la Fed se lance dans un programme d'achat sans objectif de montant final ni de date de fin, le QE3 (le rythme mensuel des achats de titres est passé de 40 mds à 85 mds en décembre). Le terme de *tapering* (qui annonce un ralentissement progressif du rythme des achats jusqu'à leur arrêt complet) a été utilisé par Ben Bernanke pour la première fois en juin 2013, alors que le taux de chômage était encore de 7,5% (Janet Yellen, aujourd'hui secrétaire au trésor, était alors vice-présidente de la Fed, elle en a pris la présidence en février

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,55%	-4 bps	64 bps
30 ans US	2,23%	-5 bps	59 bps
10 ans Italie	0,87%	-4 bps	33 bps
Xover TR - Spread	243,87	-3 bps	1 bps
Indices factoriels Fideas	Semaine	Depuis le 31/05	2021
EMU	0,68%	1,27%	15,78%
EMU Facteur Value	0,99%	1,65%	18,33%
EMU Facteur Growth	0,31%	0,84%	12,91%
US	0,63%	0,63%	12,93%
US Facteur Value	1,44%	1,44%	20,47%
US Facteur Growth	0,16%	0,16%	9,89%

2014). Mais le début du ralentissement des achats, qui était prévu pour septembre, a dû être repoussé en raison de la faiblesse des marchés actions (bien que le chômage ait reculé de 0,3 point en 3 mois). Le tapering n'a été confirmé qu'en décembre, il a débuté en janvier 2014 et s'est étalé jusqu'en octobre. Ainsi, **sortir d'une politique monétaire de *Quantitative Easing* n'est pas aisé**, ce n'est pas la Banque du Japon qui dirait le contraire. Cela exige une préparation fine des marchés financiers, un défi auquel sera bientôt confronté Jay Powell.

Pendant tout ce temps, le taux des Fed Funds, qui avait été ramené à dans la fourchette 0-0,25% fin 2008, **est demeuré inchangé**, sans discontinuer, jusqu'en décembre 2015. Il n'a été relevé qu'une fois le taux de chômage installé à 5,0%, conforme à l'idée que la Fed se faisait alors du plein-emploi. En attendant le plein emploi, la Fed s'est montrée beaucoup plus patiente qu'après la crise internet, quand elle avait commencé à relever ses taux dès juin 2004, 15 mois après le point bas de la bourse, avec un chômage encore à 5,6%, venant de 4% avant explosion de la bulle internet. En 2011, la Fed s'est aussi aisément accommodée d'une inflation proche de 4%; le même mouvement qui avait en Europe poussé J.-C. Trichet à une hausse de taux de 0.50%, dont on se souvient encore ! **L'inflation n'est jamais apparue comme le déterminant de la sortie du *Quantitative Easing***. En revanche les tensions inflationnistes de 2018, mais aussi un chômage revenu à 4%, ont certainement joué un rôle dans la décision de la Fed de lancer son *Quantitative Tightening*.

La Fed va devoir préparer une altération de sa politique.

Les prévisions trimestrielles du FOMC pour l'inflation américaine seront inévitablement révisées en hausse la semaine prochaine. Déjà en mars les prévisions médianes de croissance et d'inflation des membres du FOMC avaient été revues en forte hausse, une nouvelle révision significative sur les indices de prix est probable cette fois-ci encore. La croissance avait été portée de 4,2% (estimée en décembre) à 6,5% (en mars) pour l'année 2021 en glissement annuel ; cela sans préjudice pour les deux années suivantes. En conséquence, **le taux de chômage était déjà prévu en mars à 3,9% pour fin 2022**, c'est-à-dire en deçà du niveau naturel (4,0%), de sorte que la baisse de 2023 (jusqu'à 3,5%) semblait déjà peu compatible avec une politique monétaire inchangée. Mais **la Fed marche sur des œufs** et n'a pas voulu inscrire ni tapering, ni hausse des taux dans ses projets, ni en mars ni même fin avril. De même la hausse du déflateur avait été revue

en mars dernier de 1,8% à 2,4% pour 2021 en glissement annuel (et de 1,8% à 2,2% pour le sous-jacent) et en légère hausse de 0,1 point pour les deux années suivantes (à 2,0% en 22 et 2,1% en 23 pour les deux indices). Tous ces chiffres ne peuvent que **conduire la Fed à accélérer son calendrier de normalisation de sa politique monétaire.**

La Fed semble peu exposée aux dissensions internes entre faucons et colombes, les modifications de la politique monétaire devraient se faire dans une certaine **harmonie**, avec une forte influence de l'indicateur « emploi ». En revanche, cette opposition semble plus frontale à **la BCE**, même si elle n'est pas toujours visible au grand jour. Elle se double d'une **confrontation nord/sud** qui va de la politique monétaire aux politiques budgétaires et sociales, de plus elle est empreinte d'une dose de nationalisme. Un basculement de majorité pourrait ainsi être plus violent.

A surveiller cette semaine

Deux sujets devraient dominer la semaine qui s'ouvre.

En Europe, **la réunion de la BCE et la conférence de presse** qui suivra. En effet, le **nouveau jeu de prévisions** fera certainement apparaître de nouvelles révisions en hausse pour la croissance comme pour l'inflation. Il est peu probable que la BCE modifie sa politique monétaire à ce stade, mais **le ralentissement du rythme des achats de titres par le PEPP** sera à coup sûr au cœur des discussions, C. Lagarde nous en parlera certainement lors de conférence de presse.

Aux Etats-Unis, la publication de l'indice des prix à la consommation d'avril avait choqué les marchés, celui de mai sera donc scruté de près, le consensus prévoyant une nouvelle accélération, quoique plus modeste. Ce sera évidemment le **prélude à la réunion de la Fed**, la semaine suivante, qui verra à la fois la publication de nouvelles prévisions et, peut-être, un début de préparation des marchés à une politique monétaire moins agressive.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi
et Dominique Barbet le 08/06/21 à 19h00*