

La BCE relève ses taux : elle n'en a pas fini avec l'inflation, mais il faut s'attendre à une trajectoire plus douce



Valentine AINOUS

Responsable de la stratégie mondiale obligataire - Amundi Institute



Gilles DAUPHINE

Directeur adjoint de la division obligataire

- **La Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux directeurs d'un demi-point de pourcentage, portant le taux de dépôt à 3,0%. Elle ne s'est pas engagée à de futures hausses de taux, soulignant que les décisions seront prises au fur et à mesure des réunions et en fonction des données.**
- **Macro :** la BCE a revu à la hausse ses prévisions de PIB pour 2023 tout en réduisant ses projections d'inflation globale. Toutefois, elle a revu à la hausse ses prévisions d'inflation de base pour 2023.
- **Secteur bancaire sous tension :** la BCE a réitéré sa confiance dans le secteur bancaire de la zone euro, qui présente des positions solides en termes de capital et de liquidités. Elle n'a pas annoncé de nouveaux plans de liquidité, mais s'est déclarée prête à agir grâce à son large éventail d'instruments politiques.
- **Implications en matière d'investissement :** après une période où les hausses de taux n'ont eu qu'un impact modéré sur l'économie, les événements récents indiquent qu'une limite a été atteinte. Nous attendons maintenant la décision du Comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale américaine (Fed) qui aura lieu la semaine prochaine, mais, dans l'ensemble, une pentification de la courbe des taux est à prévoir. L'agilité est le mot d'ordre, car la dispersion sera source d'opportunités.

Quelles sont les principales conclusions du comité de politique monétaire de la BCE du 16 mars ?

La BCE a relevé ses taux directeurs d'un demi-point de pourcentage, portant le taux de dépôt à 3,0%. **Toutefois, elle ne s'est pas engagée à relever ses taux à l'avenir.** Mme Lagarde a déclaré « qu'il n'est pas possible de déterminer à ce stade la trajectoire future des taux ». Les décisions seront donc prises réunion par réunion et en fonction des données, conformément à la description faite par Mme Lagarde de la fonction de réaction actuelle de la BCE : « les décisions en matière de taux seront déterminées par son évaluation des perspectives d'inflation à la lumière des données économiques et financières, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire ».

Comment la BCE évalue-t-elle la situation de l'inflation ?

La BCE a souligné que l'inflation reste une préoccupation majeure : « l'inflation devrait rester trop forte pendant une trop longue période ». En particulier, la BCE s'inquiète de la forte diffusion des prix élevés de l'énergie au reste de l'économie. Mme Lagarde a souligné que la demande est soutenue par une politique fiscale expansionniste, que le marché du travail de la zone euro est tendu, avec une progression des salaires et que de nombreuses entreprises ont également été en mesure d'augmenter leurs marges bénéficiaires.

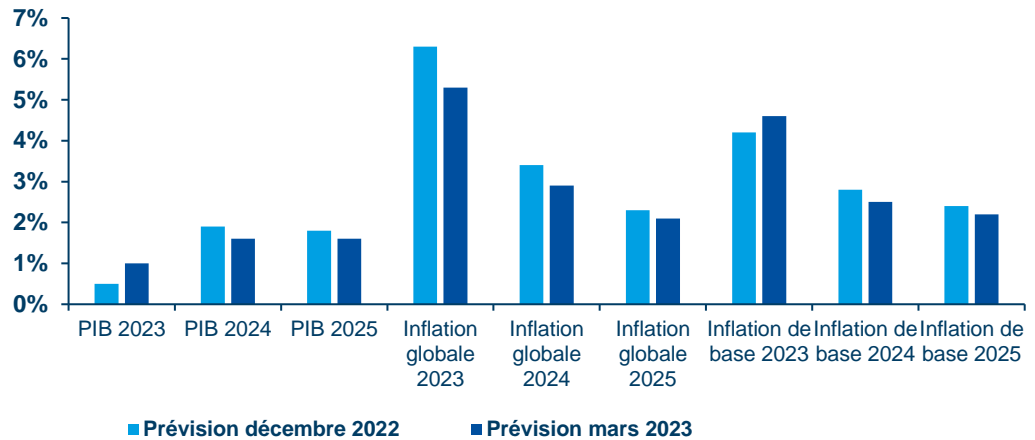
En effet, le processus de désinflation est plus lent que prévu : si l'inflation globale est tombée à 8,5% en février, cette baisse est essentiellement liée à l'énergie. Les prix des denrées alimentaires et l'inflation de base sont en hausse. À 5,6%, l'inflation de base est plus forte que jamais. **Dans ce contexte, les prévisions de la BCE pour l'inflation de base en 2023 ont été révisées à la hausse à 4,6% contre 4,2% en décembre.**

« Tout en admettant des risques, la BCE considère la lutte contre l'inflation comme sa principale priorité ».

Qu'en est-il de la révision des prévisions de croissance ?

Les nouvelles prévisions de la BCE ont confirmé une dynamique macroéconomique meilleure qu'anticipé.

Changement dans les prévisions macroéconomiques de la BCE (23 mars vs 22 déc.)



Source : Amundi Institute sur la base des projections de la BCE, au 16 mars 2023.

Par rapport aux prévisions de décembre, les projections de base pour la croissance de la zone euro en 2023 ont été révisées à la hausse, à 1%, en raison de la baisse des prix de l'énergie et d'une meilleure résilience de l'économie à un environnement international difficile. Dans le même temps, le **rebond de la croissance attendu en 2024 et 2025 a été revu à la baisse**, en raison du resserrement de la politique monétaire. La BCE prévoit désormais un PIB de 1,6% en 2024 et 2025 (contre 1,9% et 1,8% précédemment). De plus, des **risques existent** : Mme Lagarde a souligné que « la persistance de tensions élevées sur les marchés pourrait entraîner un resserrement des conditions de crédit plus important que prévu et une baisse de la confiance » et a ajouté : « nous suivons de près les tensions actuelles sur les marchés et nous restons prêts à réagir si nécessaire ». Les risques externes majeurs comprennent également la guerre en Ukraine et de nouveaux incidents pouvant potentiellement entraver la croissance mondiale.

Comment la BCE perçoit-elle la récente montée des tensions dans le secteur financier ?

En ce qui concerne le récent épisode de tensions dans le secteur bancaire, la **BCE a réitéré sa confiance dans ce dernier**, ainsi que sa volonté d'agir pour préserver la stabilité financière et des prix dans la zone euro. En effet, les **banques de la zone euro sont dans une bien meilleure posture qu'en 2008**, avec des positions solides en termes de capital et de liquidité. La BCE n'a pas annoncé de changements dans son cadre de liquidité, **mais elle dispose d'un large éventail d'outils¹ pour fournir un soutien en liquidité au système financier si nécessaire et pour préserver une transmission harmonieuse de la politique monétaire.**

Votre point de vue sur les taux directeurs et les scénarios de resserrement quantitatif a-t-il changé suite aux annonces de la BCE ?

Nous estimons que la BCE n'en a pas fini avec l'inflation. C'est pourquoi nous n'avons pas modifié nos attentes concernant son taux final. **Nous nous attendons à ce que la BCE continue d'augmenter ses taux directeurs, bien qu'à un rythme moins soutenu à partir de maintenant.** En effet, le resserrement des conditions de financement renforcera la nécessité d'une approche au fur et à mesure des réunions et d'une limitation de l'ampleur des

¹ Pour éviter la propagation d'une crise de liquidité, il existe déjà des lignes de liquidité entre banques centrales (BC), dont le mécanisme a été renforcé lors de la crise de Covid. Deux types d'instruments financiers de base peuvent être utilisés pour établir une ligne de liquidité : les accords de swap et les accords d'engagements de rachat. Il est à noter que ces instruments sont de plus en plus utilisés par les grandes banques centrales depuis la grande crise financière. La BCE fait partie d'un réseau de lignes de swap constitué d'accords bilatéraux permanents avec cinq autres grandes banques centrales, dont la Banque nationale suisse. Depuis la crise de Covid, la BCE a également réactivé des lignes de swap existantes et en a établi de nouvelles avec plusieurs banques centrales de pays n'appartenant pas à la zone euro. Ces lignes permettent d'éviter que les pénuries de liquidités en euros ne deviennent un risque pour la stabilité financière. Enfin, dans un autre registre, si la BCE veut éviter un resserrement du crédit, elle peut aussi recourir à des opérations exceptionnelles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO).

« **La pente va s'accroître et l'agilité sera essentielle** ».

hausse à venir. **En ce qui concerne le resserrement quantitatif, nous pensons que la BCE et la Fed commenceront à se montrer beaucoup plus prudentes en matière de retrait de liquidités et de gestion de leur bilan.** Le principal risque aujourd'hui porte sur la stabilité financière et sur un resserrement plus important que souhaité des conditions de crédit. La BCE et la Fed surveillent de près les tensions actuelles sur les marchés.

Quelle est votre analyse des marchés obligataires compte tenu des événements récents ?

Ces événements nous indiquent qu'après une période où les actions entreprises par les banques centrales semblaient n'avoir qu'un impact modéré sur l'économie, **une certaine limite a maintenant été atteinte. L'aplatissement très marqué de la courbe des taux (d'un point de vue historique) en est l'illustration.**

Nous maintenons nos positions actuelles et sommes encore plus prudents en matière de risque, compte tenu de la volatilité à venir. **Nous attendons maintenant les annonces du FOMC qui aura lieu la semaine prochaine mais estimons qu'une pentification de la courbe des taux est à prévoir.**

Nous gardons également un point de vue neutre sur la dette périphérique et conservons une préférence pour les obligations *investment grades* libellées en euro car, même si les fondamentaux des entreprises sont actuellement bons, ils se détérioreront probablement à l'avenir.

Comment les investisseurs devraient-ils se comporter dans cette phase du marché ?

Les données ne sont pas les seules influences et l'agilité est le mot d'ordre. Nous attendons maintenant la réaction de la Fed mais, dans l'ensemble, les **budgets de risque doivent être étroitement gérés car la dispersion va augmenter et être source d'opportunités.** Dans cette phase de volatilité des marchés, les obligations agrégées se sont révélées être un bon actif de diversification et nous pensons que cette tendance peut se poursuivre.

AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs expriment un besoin essentiel de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de faciliter la construction de leurs portefeuilles. Situé au cœur du processus d'investissement global, l'Amundi Institute a pour objectif d'apporter un leadership éclairé, de renforcer le conseil, la formation et les échanges quotidiens sur ces sujets concernant l'ensemble des actifs pour tous ses clients - distributeurs, institutions et entreprises. L'Institut Amundi regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'informations d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de mettre en valeur les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi.



Découvrez Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Définitions

- **Programme d'achat d'actifs (APP)** : un type de politique monétaire dans lequel les banques centrales achètent des titres sur le marché afin d'augmenter la masse monétaire et d'encourager les prêts et les investissements.
- **Points de base** : un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Aplatissement de la courbe** : un environnement dans lequel la différence (spreads) entre les rendements/taux des obligations à court terme et à long terme de même qualité de crédit se réduit.
- **Pentification de la courbe** : une pentification de la courbe de rendement peut résulter d'une hausse des taux d'intérêt à long terme supérieure à celle des taux d'intérêt à court terme ou d'une baisse des taux d'intérêt à court terme supérieure à celle des taux d'intérêt à long terme.
- **FOMC (Comité fédéral de l'open market)** : Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine.
- **PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)** : Programme d'achat d'urgence face à la pandémie. Programme de politique monétaire de type non conventionnel lancé par la Banque centrale européenne en mars 2020 afin de lutter contre la crise économique liée à la pandémie de Covid-19. Il consiste en des rachats massifs d'obligations.
- **Le resserrement quantitatif (QT)** : c'est une politique monétaire de contraction visant à réduire les liquidités dans l'économie. Cela signifie que la banque centrale réduit le rythme de réinvestissement du produit des obligations d'État arrivant à échéance. Cela signifie également que celle-ci peut augmenter les taux d'intérêt afin de réduire la masse monétaire.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. En général, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

Informations importantes

Investir comporte des risques en capital. Ce document est uniquement destiné à des fins d'information. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services référencés peuvent ne pas être enregistrés pour la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Toutes les informations contenues dans ce document sont réservées à un usage interne et ne doivent pas être reproduites ou diffusées sous quelque forme que ce soit, ni ne doivent constituer la base ou un élément quelconque d'un instrument, produit ou indice financier. En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et datent du 17 mars 2023. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'entière responsabilité liée à l'utilisation qu'il fait de ces informations. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management S.A.S., et sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction de la situation du marché ou d'autres conditions. Par ailleurs, rien ne garantit que les pays, marchés ou secteurs réaliseront la performance prévue. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne pourra en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, la perte de bénéfices) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : 17 mars 2023.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Rédacteurs en chef

Monica DEFEND

Directrice de l'Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des Gestions du Groupe

Matteo GERMANO

Directeur adjoint des Gestions du Groupe

Rédacteurs en chef

Claudia BERTINO

Responsable de l'analyse des investissements et de la publication

Swaha PATTANAIK

Responsable de l'édition et de la stratégie numérique