

Réunion de la BCE : relèvement des taux plus important que prévu, tout en essayant de contrôler la fragmentation



Didier BOROWSKI
Responsable Global Views
- Amundi Institute



Federico CESARINI
Responsable Devises des
pays développés,
Stratégiste Cross Asset -
Amundi Institute



**Isabelle VIC-
PHILIPPE**
Responsable gestions
Euro Aggregate

Avec la contribution de :

Hervé BOIRAL
Responsable Euro Crédit

- **Réunion de juillet** : la BCE a relevé ses trois principaux taux directeurs de 50 pb pour la première fois depuis plus d'une décennie, **ramenant ses taux en territoire positif**. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de facilité de dépôt seront respectivement portés à 0,50 %, 0,75 % et 0 %, à compter du 27 juillet.
- **Un geste audacieux** : cette décision a été plus audacieuse que les marchés ne l'avaient anticipé et va plus loin que ce que la BCE avait elle-même déjà annoncé, mettant fin de facto aux orientations prospectives. **Cette mesure, plus audacieuse que prévu, visait à lutter contre l'inflation**. La BCE a également annoncé les détails du nouvel instrument anti-fragmentation, appelé **Transmission Protection Instrument (TPI)**. Il s'agira d'un nouvel outil de la BCE qui peut être activé pour contrer **les dynamiques de marché injustifiées et désordonnées** qui menacent sérieusement la transmission de la politique monétaire dans la zone euro. En préservant le mécanisme de transmission, le TPI permettra à la BCE de normaliser sa politique monétaire plus rapidement si nécessaire. Les achats dans le cadre du programme TPI seront réalisés en cas de dysfonctionnement des marchés et d'éloignement des prix par rapport aux fondamentaux économiques.
- **Éligibilité au TPI** : les obligations souveraines seront éligibles aux achats réalisés dans le cadre du TPI, tandis que les titres du secteur privé pourraient également être pris en compte, si cela s'avérait approprié. **Pour les obligations souveraines, les conditions d'accessibilité sont strictes. Le pays émetteur devra mener des politiques budgétaires et macroéconomiques saines et durables**, tout en respectant le cadre budgétaire de l'UE. Il devra aussi respecter la facilité pour la reprise et la résilience (RRF). Les échéances pourraient varier d'un an à dix ans. Le TPI sera activé sur la base d'une évaluation complète des indicateurs de marché et de transmission, d'une évaluation des critères d'éligibilité et d'un jugement déterminant si l'activation du TPI est proportionnée à la réalisation de l'objectif principal de la BCE. Les achats prendront fin soit en cas d'amélioration durable de la transmission, soit en fonction d'une évaluation déterminant que les tensions persistantes sont dues aux fondamentaux des pays. La stérilisation des achats n'a pas été explicitement évoquée, mais elle ne devrait pas avoir d'impact persistant sur le bilan de la BCE. Si nécessaire, le programme OMT (Outright Monetary Transactions) reste disponible pour les pays qui en ont besoin.
- **Implications en matière d'investissement sur les marchés obligataires et des changes** : la BCE a entamé un cycle de normalisation des taux dans un contexte macroéconomique très difficile. **Les marchés anticipent un taux d'équilibre de 1 à 2 % à long terme**. Compte tenu de la détérioration des conditions économiques et politiques, les marchés devraient cibler la fourchette inférieure de 0,75-1 %. Le tableau n'est pourtant pas complètement sombre. La dépréciation de l'euro pourrait contribuer à la reprise de certains secteurs comme le tourisme, tout en stimulant les exportations. **Malgré une certaine volatilité, nous commençons à déceler de la valeur sur le marché obligataire**. Les valorisations des actifs obligataires en euro deviennent globalement attractives, après une réévaluation sans précédent au premier semestre de 2022. Le nouvel outil TPI vise à prévenir les inégalités financières entre les pays de la zone euro et à permettre un accès homogène aux conditions financières dans la région.
- **En ce qui concerne le taux de change EUR/USD**, le durcissement des anticipations de la BCE et la perspective du redémarrage du gazoduc Nord Stream qui alimente l'Europe ont permis de dénouer une partie de la prime de risque associée au taux de change EUR/USD cette semaine. Toutefois, nous pensons que ces deux éléments ne devraient pas suffire à soutenir un rebond structurel. À chaque fois que la croissance mondiale est en jeu, le statut de valeur refuge de l'USD tend à être le principal moteur du marché, ce qui devrait, selon nous, fonctionner tant que la Fed restera ferme. Nous estimons peu probable que la Fed devienne accommodante à court terme et continuons d'observer une asymétrie négative de la parité EUR/USD au second semestre de 2022.

Que pensez-vous de la réunion de juillet de la BCE et quelles pourraient être les prochaines étapes ?

Lors de sa réunion de juillet, la BCE a relevé ses trois taux directeurs de 50 pb pour la première fois depuis plus d'une décennie, ramenant ses taux en territoire positif. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt seront respectivement portés à 0,50 %, 0,75 % et 0 %, à compter du 27 juillet 2022. Cette décision a été plus audacieuse que les marchés ne l'avaient anticipé et va plus loin que ce que la BCE avait elle-même déjà annoncé, mettant fin de facto aux orientations prospectives. Cette mesure, plus audacieuse que prévu, visait à lutter contre l'inflation.

« **Le TPI est un nouvel outil de la BCE qui peut être activé pour contrer les dynamiques de marché injustifiées et désordonnées qui menacent sérieusement la transmission de la politique monétaire dans la zone euro.** »

Que pensez-vous de l'annonce du nouvel outil anti-fragmentation appelé TPI ?

Le relèvement des taux de 50 pb n'a été possible que parce que la BCE était préparée à lutter contre la fragmentation financière que pourrait générer la normalisation monétaire. Il est donc essentiel de comprendre ce que la BCE entend faire avec ce nouveau programme.

Le TPI sera un nouvel outil de la BCE qui peut être activé pour contrer les dynamiques de marché **injustifiées** et **désordonnées** qui menacent sérieusement la transmission de la politique monétaire dans la zone euro. Les échéances pourraient aller d'un an à dix ans (comme le SMP) et ne seront pas restreintes en amont. **En préservant le mécanisme de transmission, le TPI permettra à la BCE de normaliser sa politique monétaire plus rapidement si nécessaire.** Il est important de comprendre que les achats dans le cadre du programme TPI ne seront réalisés qu'en cas de dysfonctionnement des marchés et d'éloignement des prix par rapport aux fondamentaux économiques. Cela signifie que **la BCE adoptera une approche réactive et non préventive.**

Ce programme présente des similitudes avec le programme SMP mis en place au début de la crise de la dette souveraine en 2010 (voir encadré). Les obligations souveraines seront éligibles aux achats réalisés dans le cadre du TPI, tandis que les titres du secteur privé pourraient également être pris en compte, si cela s'avérait approprié (comme pour le SMP). Cela étant, **la mise en œuvre du TPI fait l'objet d'une conditionnalité plus stricte.** En ce qui concerne les obligations souveraines, le pays émetteur devra mener des politiques budgétaires et macroéconomiques saines et durables, tout en respectant le cadre budgétaire de l'UE. Il devra aussi respecter la facilité pour la reprise et la résilience (RRF). Dans la mesure où elle n'a pas de légitimité démocratique pour restreindre la politique budgétaire, la BCE conditionne ses interventions au respect des engagements pris dans un cadre juridique et négocié avec la Commission européenne. Il n'y aura donc pas de risque moral. Il est intéressant de noter que la BCE fait également référence à une analyse de la viabilité de la dette qui tiendra compte de l'analyse du FMI et du MES. Ces conditions pourraient préfigurer le futur cadre budgétaire en cours de négociation entre les États membres de l'UE.

Le TPI sera activé sur la base d'une évaluation complète des indicateurs de marché et de transmission, d'une évaluation des critères d'éligibilité et d'un jugement déterminant si l'activation du TPI est proportionnée à la réalisation de l'objectif principal de la BCE. Les achats prendront fin

ENCADRÉ : Programme d'achat de titres souverains (SMP) de la BCE

10 mai 2010 - 6 septembre 2012 (remplacé par l'OMT)

| | |
|--|---|
| Objectif principal | Restaurer la liquidité des marchés financiers |
| Total achats | 218 milliards d'euros, dont la moitié d'obligations italiennes |
| Annonce | La BCE n'a pas annoncé les principales caractéristiques du SMP lors de son annonce (titres visés, montant, durée) |
| Obligations cibles | Obligations d'échéance 2 à 10 ans, titres publics et privés éligibles |
| Impact sur la politique monétaire | Conçu pour n'avoir aucun impact sur la politique monétaire |
| Stérilisation | Les achats d'actifs ont été entièrement stérilisés (pas d'impact sur la liquidité des BC) : Les banques qui ont reçu des liquidités en échange de titres ont dû effectuer des opérations hebdomadaires d'absorption de liquidités et conserver les liquidités en dépôts à terme |

Source : Amundi Institute.

« Ce programme ne protège pas contre les tensions de marché qui pourraient survenir dans les semaines ou les mois à venir ».

soit en cas d'amélioration durable de la transmission, soit en fonction d'une évaluation déterminant que les tensions persistantes sont dues aux fondamentaux des pays.

En résumé, cela signifie que le TPI ne sera pas activé si la BCE estime qu'il s'agit principalement d'évolutions de la politique économique intérieure qui entraînent une hausse des spreads. Au final, le Conseil des gouverneurs de la BCE sera seul chargé de décider si les conditions sont remplies. Cela veut dire en pratique qu'aucun pays n'aura de droit de veto.

Cela étant, la barre est probablement assez haute pour que le TPI soit activé. Ensuite, ce programme ne protège pas contre les tensions de marché qui pourraient survenir dans les semaines ou les mois à venir. La BCE espère probablement que l'annonce du TPI suffira pour ancrer les attentes et que le programme n'aura pas à être mis en œuvre (comme pour l'OMT). Nous pensons néanmoins que, dans l'environnement actuel, les marchés voudront tester tôt ou tard l'engagement de la BCE à lutter contre la fragmentation financière. L'OMT reste si nécessaire disponible pour les pays qui l'exigent (avec une conditionnalité très stricte).

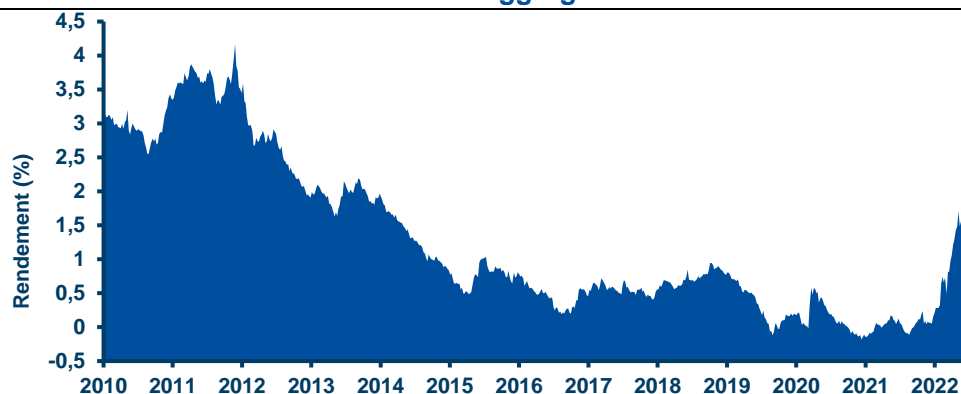
Étonnamment, la BCE ne détaille pas les opérations de stérilisation. La stérilisation des achats n'a pas été explicitement évoquée, mais uniquement de façon implicite car les achats d'obligations ne devraient pas avoir d'impact persistant sur le bilan de la BCE. **La BCE devra préciser les modalités qui lui permettront d'absorber la liquidité créée par le biais de ses achats.** Il est possible qu'elle décide d'innover dans ce domaine, en ouvrant la porte à des ventes d'actifs qui figurent à son bilan et sans pression. La BCE pourrait être confrontée à des problèmes techniques liés à la stérilisation. En outre, sans stérilisation, le TPI serait incompatible avec une nouvelle normalisation monétaire.

Quelle est votre opinion à l'égard des obligations en euros au vu de la récente intervention de la BCE ? Qu'est-ce qui est actuellement intégré par le marché et à quoi vous attendez-vous ?

« Malgré la volatilité, les marchés obligataires en euros ont retrouvé de la valeur après la forte réévaluation du premier semestre de 2022 ».

La BCE vient d'entamer un cycle de normalisation des taux dans un contexte macroéconomique très difficile. Ce premier relèvement est plus important que ne l'anticipaient la plupart des acteurs et plus conséquent que la trajectoire de normalisation des taux signalée par la BCE lors de sa précédente réunion. Cette décision montre une actualisation de la réévaluation macroéconomique de la part de la BCE, avec une inflation record, à savoir 8,6 % en juin. En outre, la dynamique des prix devrait rester soutenue compte tenu de la guerre entre la Russie et l'Ukraine et de ses répercussions sur l'accès à une énergie abordable. L'inflation affecte déjà la confiance et la marge de manœuvre des agents privés dans toute la zone euro. Pour les particuliers, les revenus disponibles sont sous pression et, pour les entreprises, la hausse des coûts de production et l'incertitude élevée réduisent l'activité d'investissement. **Dans ce contexte, les marchés affichent des attentes satisfaisantes malgré de vagues orientations de la BCE. À l'heure actuelle, ils anticipent un taux d'équilibre de 1 à 2 % à long terme.** Compte tenu de la détérioration des perspectives économiques et politiques, les marchés devraient cibler la fourchette inférieure, soit 0,75-1 %. Le tableau n'est pourtant pas complètement sombre. La dépréciation de l'euro par rapport au dollar pourrait contribuer à la reprise de certains secteurs, comme le tourisme, et au gain de parts de marché grâce aux exportations. Ce dernier point dépend de la capacité de la zone euro et de ses entreprises à maintenir leurs capacités de production. Malgré une certaine volatilité, nous commençons à déceler de la valeur sur le marché obligataire. **Les valorisations des actifs obligataires en euro redevennent globalement attractives, après une réévaluation sans précédent au premier semestre de 2022.** La hausse inattendue de 50 pb n'a pas eu d'impact spécifique sur les marchés du crédit, qui sont restés stables sur l'ensemble des segments et des secteurs après le discours de Christine Lagarde. Les mouvements liés aux émetteurs italiens tiennent plus à la situation italienne qu'à l'annonce d'aujourd'hui.

Réévaluation des rendements Euro Aggregate



Source : Institut Amundi, Bloomberg. Données au 21 juillet 2022.

Pensez-vous que le TPI réussira à éviter une fragmentation du marché des obligations d'État ?

Dans sa précédente communication, la BCE a surpris par son engagement fort et la faiblesse des détails techniques liés à la mise en œuvre de son outil anti-fragmentation, appelé TPI. Cette semaine, [l'enquête de la BCE sur le crédit bancaire](#) a fait état d'un resserrement significatif des conditions de crédit. Le nouvel outil anti-fragmentation appelé TPI annoncé par la BCE vise à prévenir les inégalités financières dans les pays de la zone euro et à assurer une transmission efficace de la politique monétaire. Le TPI est une nouvelle boîte à outils permettant à la BCE de renforcer sa flexibilité. Alors que les réinvestissements du programme d'achat d'urgence face à la pandémie (PEPP) restent « la première ligne de défense pour contrer les risques pesant sur le mécanisme de transmission lié à la pandémie », le nouvel outil serait « activé pour contrer une dynamique de marché injustifiée et désordonnée qui menacent sérieusement la transmission de la politique monétaire dans la zone euro ». Axé sur la dette souveraine, cet outil peut être activé à la suite d'une décision du Conseil des gouverneurs, en tenant compte d'une certaine conditionnalité liée au respect du cadre européen par les pays. **Adopté à l'unanimité, le TPI semble suffisamment puissant et discrétionnaire pour jouer son rôle anti-fragmentation.**

« La corrélation entre les politiques monétaires et les taux de change a fortement diminué au deuxième trimestre de 2022, la plupart des mauvaises surprises créées par les durcissements de ton n'ayant pas récemment tiré les devises à la hausse ces derniers temps ; la BCE ne devrait faire aucune exception sur ce front. »

La récente intervention de la BCE pourrait-elle soutenir l'affermissement de l'euro face au dollar ?

Le durcissement des anticipations de la BCE et la perspective du redémarrage du gazoduc Nord Stream qui alimente l'Europe ont permis de dénouer une partie de la prime de risque associée au taux de change EUR/USD cette semaine. Toutefois, nous pensons que ces deux éléments ne devraient pas suffire à soutenir un rebond structurel à partir des actuels niveaux. **La corrélation entre les politiques monétaires et les taux de change a fortement diminué au deuxième trimestre de 2022, la plupart des mauvaises surprises créées par les durcissements de ton n'ayant pas tiré les devises à la hausse ces derniers temps. La BCE ne devrait faire aucune exception sur ce front et la détérioration des conditions nationales devrait empêcher un rattrapage rapide par rapport à ses pairs.** Selon nous, la perte de productivité de la zone euro (mesurée par l'écart entre l'IPC et l'IPP) est sans précédent et nous pensons que la devise absorbera une partie du choc. En outre, à chaque fois que la croissance mondiale est en jeu, le statut de valeur refuge en USD a tendance à être le principal moteur du marché, ce qui devrait selon nous fonctionner tant que la Fed restera ferme. Nous estimons peu probable que la Fed devienne accommodante à court terme et continuons d'observer une asymétrie négative de la parité EUR/USD au second semestre de 2022.

Taux de change euro-dollar



Source : Institut Amundi, Bloomberg. Données au 21 juillet 2022.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIU), qui fait partie de l'Amundi Institute, s'appuie sur l'expertise de son Directeur des Gestions et sur les compétences d'Amundi en matière de placements afin de fournir des analyses et des outils concrets adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.



Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Définitions

- **Programme d'achats d'actifs** : mesure de politique monétaire par laquelle les banques centrales achètent des titres sur le marché afin d'accroître la liquidité du marché et encourager les prêts et les investissements.
- **Points de base** : un point de base est une unité de mesure qui équivaut à 1 centième de point de pourcentage, soit 0,01 %.
- **PEPP** : programme d'achats d'urgence face à la pandémie.

Informations importantes

Traduit de l'anglais

Le présent document est fourni à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice. En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du **21 juillet 2022**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, prévision ou prédiction. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **22 juillet 2022**.

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

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Chairman d'Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des Gestions
