



## Quelles sont les banques centrales qui ont le plus de marges de manœuvre ?

Par Bastien Drut, Stratégiste Senior chez CPR AM

Sur la décennie qui a suivi la Grande Récession, les banques centrales ont eu massivement recours à des mesures non-conventionnelles pour satisfaire leurs mandats, qu'ils soient duals (stabilité des prix et plein-emploi) ou uniquement focalisés sur la stabilité des prix. La BCE, la Fed, la BoJ, la BoE et la Riksbank ont par exemple mis en place des programmes de Quantitative Easing, en achetant des titres divers (obligations d'Etat, obligations d'entreprises, obligations sécurisées, titrisations hypothécaires, actions, ETF). La banque centrale suisse (SNB), elle, a acheté un grand nombre de titres libellés en devises étrangères pour lutter contre la surévaluation du franc suisse. Enfin, certaines banques centrales ont opté pour une politique de taux négatifs (BCE, BoJ, SNB, Riksbank).

Au final, les banques centrales des pays développés ne disposeront pas des mêmes marges de manœuvre lorsque la prochaine récession se déclarera car :

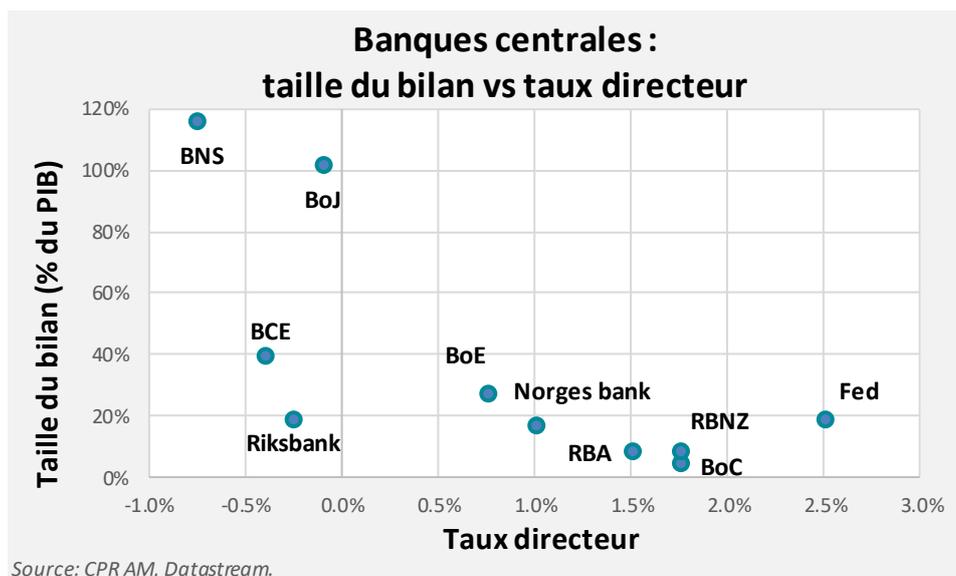
- **Il est difficile d'imaginer que les taux directeurs puissent plonger trop loin en territoire négatif** (en deçà d'un certain seuil, que Benoît Cœuré<sup>1</sup> appelle le « *physical lower bound* », les ménages retireraient en masse leurs dépôts des banques, ce qui poserait des problèmes de stabilité financière)
- **Il est difficile d'imaginer que le bilan des banques centrales grimpe indéfiniment** : 1) pour des raisons de raréfaction des actifs achetables (par exemple, la Banque du Japon deviendra en 2020 le premier détenteur d'actions japonaises<sup>2</sup>), 2) pour des raisons de stabilité financière, à cause de possibles pertes sur les actifs détenus (on imagine difficilement que la taille du bilan dépasse de beaucoup – disons – 100 % du PIB<sup>3</sup>) et 3) pour des raisons d'interférence avec les autorités politiques.

<sup>1</sup> "Assessing the implication of negative interest rates", 2016.

<sup>2</sup> "Bank of Japan to be top shareholder of Japan stocks", 2019, Nikkei.

<sup>3</sup> Voir par exemple "Why central bank balance sheets matter", BIS, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap66b.pdf>

Voici ce que donne la comparaison taux directeurs/taille du bilan pour les pays du G10 (données de mars 2019) :



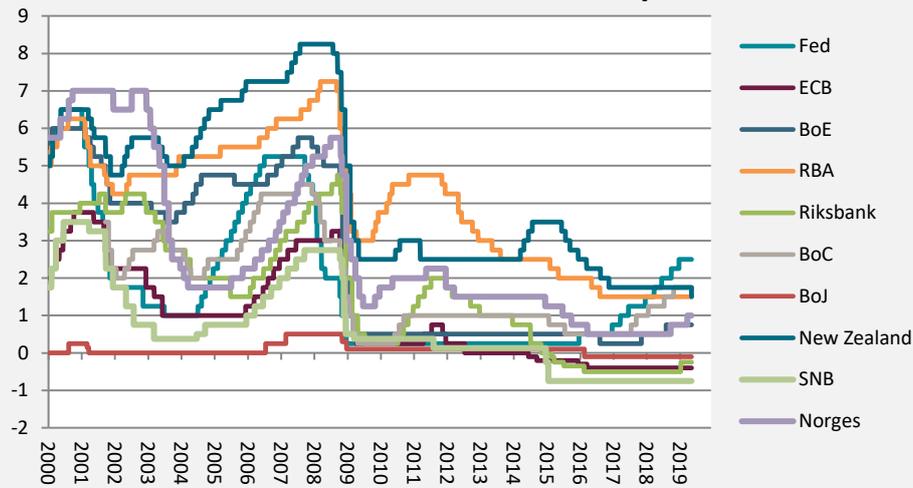
Dans ces conditions :

- Avec des taux négatifs et une taille de bilan très élevée (respectivement 117 et 102% du PIB), **la SNB et la BoJ semblent avoir relativement peu de marges de manœuvre pour faire face à une éventuelle récession** ou pour lutter contre une éventuelle forte appréciation du franc suisse et du yen (ces deux devises sont généralement considérées comme des « valeurs refuge »).
- La Fed est la banque centrale du G10 avec les taux directeurs les plus élevés et son bilan n'est pas si élevé lorsqu'on le considère en % du PIB (19% du PIB) et **apparaît comme la banque centrale développée avec le plus de marges de manœuvre pour faire face à la prochaine récession.**
- **Les RBA, RBNZ et BoC se trouvent dans une situation intermédiaire** avec des taux à 1,50/1,75% et un bilan très petit par rapport à l'économie (9%, 9% et 5% du PIB respectivement). Le potentiel en termes de QE/éventuels prêts aux banques est très important pour ces banques centrales est donc très important. Pour ces trois pays, l'évolution du marché immobilier est menaçante...
- **La BCE apparaît comme l'une des banques centrales disposant des marges de manœuvre les plus restreintes...** car ses taux d'intérêt sont déjà très négatifs et que la taille du bilan est déjà relativement importante (en plus des limites auto-imposées de détention émetteur).
- Les bilans de la Norges Bank et de la Riksbank sont de taille limitée. Mais il faut prendre en compte ici que la dette publique est elle-même très faible et que le potentiel de QE est donc limité...

**Au final, la Fed apparaît comme la banque centrale des pays développés qui dispose des plus grandes marges de manœuvre pour la prochaine récession alors que la Banque du Japon, la Banque Nationale de Suisse et dans une moins mesure la Banque Centrale Européenne en auront beaucoup moins. Cela devrait se traduire par une appréciation du yen, du franc suisse et de l'euro par rapport au dollar. Notons que sur la période allant de 2007 à septembre 2008, la baisse plus marquée des taux américains par rapport à ces équivalents des pays du G10 avait contribué à une dépréciation globale du dollar.**

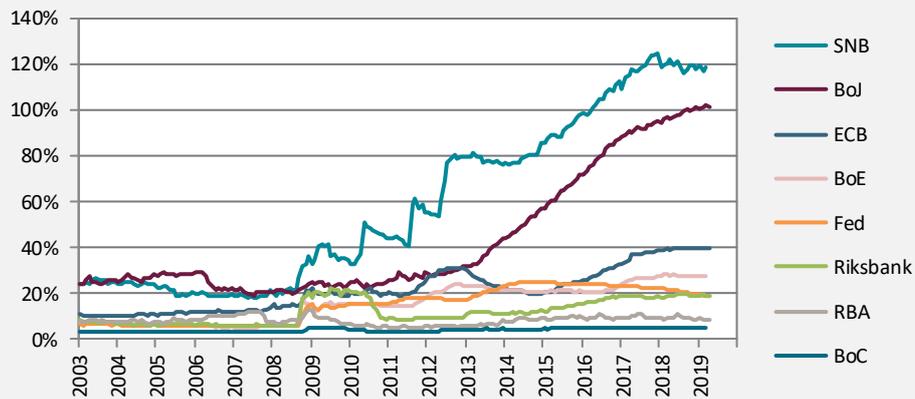
## Annexe

### G10: taux directeurs des banques centrales



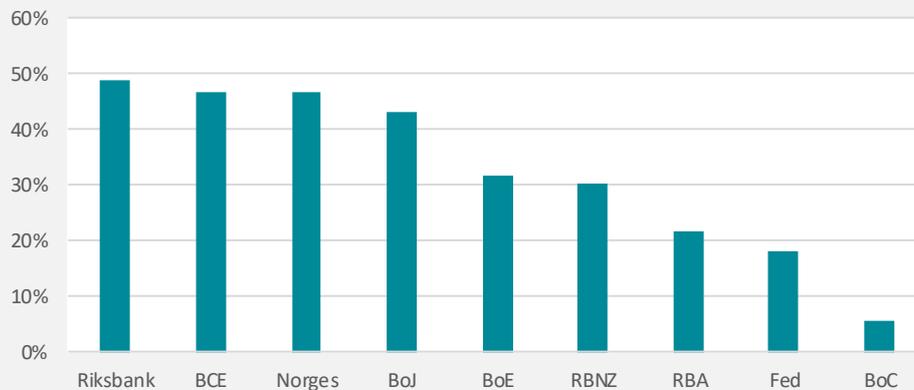
Source: CPR AM, Datastream.

### Bilan des banques centrales en % du PIB



Source: CPR AM, Datastream.

### Taille du bilan des banques centrales, calculée en % de la dette publique



Source: CPR AM, Datastream.

Date de publication : le 9 mai 2019.

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

### Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site [www.cpram.fr](http://www.cpram.fr) ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

### A propos de CPR Asset Management :

CPR AM est une société spécialisée en gestion, agréée AMF, filiale autonome à 100% d'Amundi. CPR AM se consacre exclusivement au métier de la gestion pour compte de tiers (institutionnels, entreprises, assurances, banques privées, gérants de fonds et professionnels du patrimoine). CPR AM couvre les principales classes d'actifs (actions, convertibles, diversifiés, taux et crédit).

### CPR AM en chiffres (fin décembre 2018)

- Plus de 47,5 milliards € d'actifs gérés
- Plus de 100 collaborateurs dont plus d'un tiers dédié à la gestion

**CPR Asset Management**, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

