

EcoFlash

Politique monétaire : trois banques centrales, trois décisions, une même prudence

Alors que la Fed a assoupli sa politique monétaire le 10 décembre, pour le 3^e FOMC consécutif, mais n'a pas donné de garantie sur un futur geste, la Banque d'Angleterre (BoE), la BCE et la Banque du Japon (BoJ) se réunissent cette semaine. La 1^{re} devrait réduire son taux directeur, la 2^e le maintenir et la 3^e le relever. Ces décisions interviennent dans un contexte de bonne tenue des performances de croissance malgré les chocs, qui devrait conduire les banques centrales à la prudence. Ceci s'applique en termes d'assouplissement (une baisse résiduelle à attendre pour la BoE, aucune pour la BCE) et de remontée du taux directeur (qui devrait rester graduelle au Japon). Ce contexte de neutralité de la politique monétaire pourrait s'accompagner de davantage de pressions sur les taux longs souverains que lors de la période d'assouplissement monétaire.

Sans surprise, la BCE devrait conserver ses taux directeurs inchangés. Ils sont restés les mêmes depuis juin et cette situation devrait se poursuivre. L'inflation continue d'évoluer en étant proche de la cible des 2% (2,2% a/a en novembre), et devrait repasser sous ce seuil dès janvier, et sur l'ensemble de l'année 2026. Les bonnes dynamiques de croissance actuelle (+0,3% t/t au T3, nous anticipons également +0,3 % au T4), appelées à se renforcer en 2026 (+1,6% de moyenne annuelle selon nos estimations, avec un rythme t/t stable à 0,5%), ont contribué, au fil des dernières réunions de politiques monétaires, à renforcer un biais plus conservateur au sein du conseil des gouverneurs. Ce constat transparaissait déjà dans le Q&A de Christine Lagarde lors de la réunion du 31 octobre (« *les risques à la baisse sur la croissance se sont atténués* ») ainsi que dans les dernières déclarations de membres du conseil (Schnabel, Simkus). **La publication des nouvelles projections macro-économiques devrait par ailleurs confirmer la révision à la hausse des prévisions de croissance pour 2026.** Dans ce contexte, nous considérons que la BCE ne devrait plus réduire son taux directeur et que son prochain mouvement pourrait même aller dans le sens d'une hausse (au 3^e trimestre 2027). Cet environnement, sur fond de politique budgétaire plus expansionniste en Allemagne, devrait induire des pressions à la hausse supplémentaires sur les taux obligataires en 2026, avec le Bund à 10 ans qui dépasserait, selon nos prévisions, les 3% au cours du second semestre 2026.

La BoE devrait abaisser son taux directeur de 25 points de base, à 3,75 %, mais le vote devrait être serré. Cette baisse s'inscrirait dans un contexte de fragilité de l'économie (le PIB s'est de nouveau contracté en octobre, de 0,1 % m/m et le taux de chômage a atteint 5,1% en octobre en moyenne sur trois mois). Cette décision acterait la sixième baisse de taux dans le cycle actuel, un relâchement qui demeure très graduel compte tenu de la lenteur de la désinflation. Cette baisse maintiendrait le taux directeur en territoire restrictif (notre intervalle d'estimation du taux neutre se situant à [2,25-3,25%]), laissant ainsi à la BoE une marge pour poursuivre son assouplissement. Celui-ci se fera, selon nous, par palier et de façon espacée, avec une seule baisse de taux en 2026 (au T1) et deux baisses supplémentaires au cours du premier semestre 2027, lorsque l'inflation aura suffisamment diminué et se sera rapprochée de la cible. Les taux longs britanniques demeureraient contraints en début d'année (4,5% au T1 pour les taux à 10 ans) par l'incertitude politique liée aux élections locales de mai, avant une détente plus marquée au second semestre (4,3% au T4 2026).

La BoJ s'apprête à augmenter son taux directeur à +0,75% (+25pb) lors de la réunion des 18-19 décembre. La banque centrale fait face à de multiples dilemmes, expliquant la vitesse réduite du processus « d'ajustement du degré d'accommodation monétaire ». D'abord, si l'inflation excède la cible de +2% a/a depuis 2022, la BoJ cherche à éviter le retour ultérieur d'une spirale déflationniste. Elle manie donc avec précaution les hausses de taux, dans un contexte de croissance molle (0,7% selon nos prévisions en 2026). Toutefois, les inquiétudes qui ont jalonné 2025 semblent s'être réduites, qu'elles soient directes (tarifs douaniers) ou indirectes (activité aux États-Unis), et auxquelles la BoJ avait répondu en interrompant son cycle de hausse du taux directeur. L'hypothèque semble être levée sur ce point, K. Ueda (gouverneur) s'étant montré d'accord avec l'idée d'une économie japonaise ayant « bien surmonté » le choc tarifaire américain. De plus, la BoJ semble avoir gagné en confiance quant à l'ancrage de la croissance des salaires ([voir son dernier rapport à ce sujet](#)), un facteur important dans ses décisions de taux. Un dernier sujet majeur relève de la pression obligataire – les taux à 10 ans (+1,95%) et à 30 ans (+3,35%) atteignant des records historiques – qui complique la tâche de la BoJ. Celle-ci a interrompu en 2024 le contrôle de la courbe des taux (YCC) et a réduit son rythme d'achats d'obligation (JGBs). Or, augmenter le taux directeur peut ajouter à la pression sur les rendements de long terme. Mais, dans le même temps, apparaît « derrière la courbe », alors qu'elle continue de mener une politique accommodante, peut receler le même effet. Dans ces conditions, la pression obligataire constitue, paradoxalement, un argument en faveur d'une hausse de taux. En 2026, l'ajustement resterait précautionneux, avec une hausse de +25pb par semestre.

Stéphane Colliac, Anis Bensaidani, Guillaume Derrien
Economistes, Économies avancées

stephane.colliac@bnpparibas.com anis.bensaidani@bnpparibas.com guillaume.a.derrien@bnpparibas.com