

Quatre banques centrales en « pause active »

Les principales banques centrales des économies avancées se sont réunies cette semaine et ont toutes décidé de maintenir leur taux directeur stable, malgré des chiffres et des perspectives d'inflation en hausse significative. Andrew Bailey, le gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), décrit ces décisions comme des « pauses actives ». Les banques centrales ne sont pas encore tout à fait *hawkish*, mais, si les partisans de cette ligne restent minoritaires, ils se rendent audibles en exprimant leurs dissensions. Ainsi, le *wait-and-see* purement passif n'est plus d'actualité. Nous anticipons des hausses de taux au mois de juin, au moins pour ce qui concerne la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni.

États-Unis / Fed : Une étape supplémentaire vers des perspectives symétriques. Le FOMC a décidé de maintenir sa cible de taux stable à 3,5% – 3,75%. Le comité juge la politique monétaire « bien positionnée » au regard des perspectives économiques et de la balance des risques, incluant un marché de l'emploi qui a refroidi, une inflation désormais décrite comme « élevée » (et non plus « quelque peu élevée ») et une croissance solide. Ceci donne à la Fed le temps d'attendre d'observer les effets des chocs (y compris le choc énergétique) sur les données, avant d'éventuellement agir sur son taux directeur. De façon notable, le vote a été marqué par un nombre inhabituellement élevé de dissensions (quatre, ce qui est inédit depuis 1992), allant dans des sens contraires : le gouverneur Miran a voté pour une baisse de taux (-25pb), tandis que trois présidents de Fed régionales se sont opposés au maintien du « biais baissier » présent dans le communiqué. Cela dit, si la bascule vers des perspectives symétriques n'a pas été formalisée, elle est apparue *de facto* dans les propos du président Jerome Powell. De fait, il a décrit le comité comme « proche du changement de *guidance* » et « dans une bonne position pour bouger dans l'une ou l'autre des directions ». Ceci, [combiné à nos prévisions de croissance et d'inflation](#), renforce notre anticipation d'une stabilité de la fourchette de taux jusqu'à fin 2027 – avec un risque grandissant que le prochain mouvement soit à la hausse. Finalement, J. Powell a confirmé qu'il se maintiendrait au Conseil des gouverneurs « pour une période indéterminée » [après son remplacement par Kevin Warsh à la présidence de la Fed](#) ; une décision liée au fait que l'enquête du Département de la Justice à l'encontre de la banque centrale et de lui-même ne soit pas « bel et bien terminée, avec transparence et définitivement ». Cela a pour effet de contraindre le gouverneur Miran – le membre le plus *dovish* du FOMC – à se retirer pour permettre à K. Warsh d'accéder à la présidence. Les marchés ont quasiment effacé toute probabilité de baisse de taux en 2026 et voient une faible probabilité d'une hausse en 2027.

Zone euro / Banque centrale européenne (BCE) : Bien positionnée pour attendre une information moins parcellaire. À l'inverse des autres banques centrales, la décision de maintenir le taux directeur (taux de dépôt à 2%) a été unanime. Cependant, la présidente Lagarde a révélé que l'option d'une hausse avait été discutée en détail, suggérant la présence de membres vocalement *hawkish* à Francfort également. Alors qu'aucun nouveau scénario n'a été publié, la présidente Lagarde a concédé que les développements « s'écartaient certainement du scénario central », avec des risques à la baisse sur la croissance et à la hausse sur l'inflation qui se sont « intensifiés ». Néanmoins, elle affirme que les conditions financières se sont déjà durcies, que la BCE ne voit pas encore de preuves d'effets de second tour, et que les anticipations d'inflation restent bien ancrées. En somme, la BCE laisse la porte ouverte à une hausse de taux en juin, mais réitère son approche « data-dépendante, réunion par réunion et sans engagement quant à une quelconque trajectoire de taux ». Comme en amont de la réunion, nous anticipons une hausse de taux de 25 pb en juin avant une seconde hausse plus tard au cours de l'année 2026, en ligne avec les probabilités de marchés.

Royaume-Uni / Banque d'Angleterre (BoE) : Les options restent ouvertes. La BoE a maintenu son taux directeur inchangé à 3,75%, avec une dissension du chef économiste en faveur d'une hausse de 25 pb. Plutôt qu'un scénario central, la BoE a proposé trois scénarios, plus *dovish* que ceux de la BCE et de la plupart des acteurs privés. Dans le premier, il n'y aurait pas d'effets de second tour de l'inflation énergétique, du fait d'une demande relativement faible, contraignant à la fois la capacité des entreprises à accroître les prix pour préserver leurs marges et celle des travailleurs à obtenir des salaires plus élevés. Dans le second, une persistance légèrement plus importante du choc induirait quelques effets de second tour, mais la « marge de manœuvre » créée par des marchés qui sont passés d'une anticipation de plusieurs baisses de taux avant la guerre à une anticipation de plusieurs hausses, signifie que ces hausses de taux pourraient en réalité ne pas avoir lieu. Dans le troisième, le choc serait plus persistant et les effets de second tour plus importants, avec une inflation qui excéderait 6%. Dans ce dernier cas de figure, une réponse de politique monétaire serait inévitable selon le gouverneur-adjoint C. Lombardelli. Mais, en général, les hausses de taux directeur ne sont pas une certitude, selon le gouverneur Bailey. Les marchés, quant à eux, voient deux à trois hausses d'ici à la fin-2026.

Japon / Banque du Japon (BoJ) : Des hausses de taux inévitables mais retardées. La Banque du Japon a maintenu son taux directeur inchangé à 0,75%, avec trois dissensions en faveur d'une hausse de taux. Pour l'heure, la banque centrale adopte une approche consistant à « regarder au travers » du choc énergétique, et attend d'évaluer son impact sur l'activité avant d'ajuster davantage le degré d'assouplissement monétaire. Bien

qu'attendue, la décision semble en décalage avec les nouvelles prévisions de la BoJ, qui inclut une croissance du PIB plus ou moins en ligne avec son potentiel et une persistance de l'inflation au-dessus de sa cible pour l'année fiscale 2026. Le report de la hausse de taux pourrait être lié à une absence de soutien du gouvernement, alors que celui-ci a clairement signalé son peu d'appétence pour le resserrement *via* des nominations *dovish* au sein du comité de politique monétaire (Asada depuis avril, Sato à partir de juillet). Le gouverneur Kazuo Ueda n'a pas fourni de *guidance* quant aux ajustements à venir. Cependant, la trajectoire du taux directeur demeure inchangée : nous attendons une hausse en juin (+25 pb, 65% de chance selon les marchés) et un taux terminal de 2% fin 2027. Toutefois, plus les hausses de taux sont retardées, plus grand est le risque que davantage de resserrement sera requis ultérieurement. Le JPY s'était affaibli juste après la réunion de la BoJ, avec une parité USD/JPY excédant les 160 le 29 avril, avant de se renforcer significativement en-deçà de 157 le 30 avril, sur fond « d'avertissement final » de la ministre des Finances quant à une intervention sur le marché des devises, qui aurait effectivement été conduite.

Isabelle Mateos y Lago

Cheffe économiste groupe

isabelle.mateosylago@bnpparibas.com

Anis Bensaidani

Économiste États-Unis et Japon

anis.bensaidani@bnpparibas.com