BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

A BNP Paribas Investment Partner

22 février 2010

STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

Quel calendrier après la hausse du taux d'escompte de la Fed

Conclusions

La hausse du taux d'escompte est une **mesure largement technique** mais aussi **symbolique** puisqu'elle matérialise le fait que les conditions économiques et de marché justifient la levée progressive des mesures exceptionnelles de soutien aux banques.

La prochaine mesure devrait être une **nouvelle remontée du taux d'escompte** (sans doute avant fin avril).

Au-delà, nous n'anticipons toujours **pas de durcissement effectif de la politique monétaire avant la première moitié de 2011**. Le signal devrait être donné par la hausse des taux « plancher » (rémunération des réserves excédentaires et de l'objectif des fonds fédéraux).

La perspective d'un durcissement monétaire, même limité car la croissance ne devrait pas accélérer au-delà du première semestre de cette année, ouvrira probablement **une période à risque pour les marchés**. Nous pensons en effet qu'une fois la croissance stabilisée, même à un bas niveau de 2 % à 2,5 % en tendance au second semestre 2010, la Fed commencera à resserrer pour sortir d'une politique monétaire encore extrêmement accommodante. Il est encore trop tôt pour s'en inquiéter tactiquement sur les actifs risqués mais cette échéance est à surveiller.

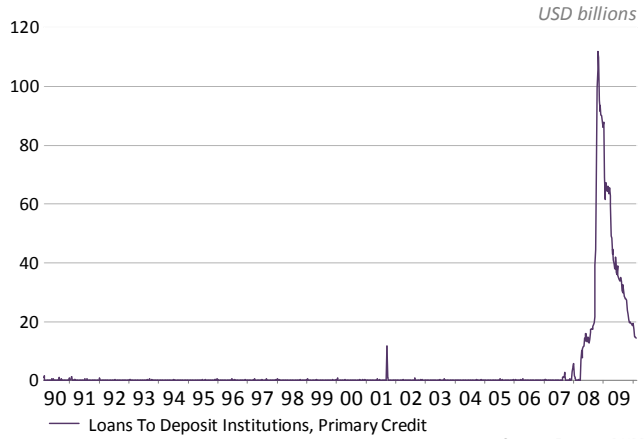
Ce n'est pas un changement de politique monétaire

Nous ne considérons pas que la hausse de 25 pb du taux d'escompte à 0,75 % annoncée le 18 février représente un changement majeur de la politique monétaire de la Fed. Néanmoins, sur le plan symbolique, cette mesure indique le passage à une phase de normalisation progressive permise par une stabilisation partielle des marchés et des anticipations.

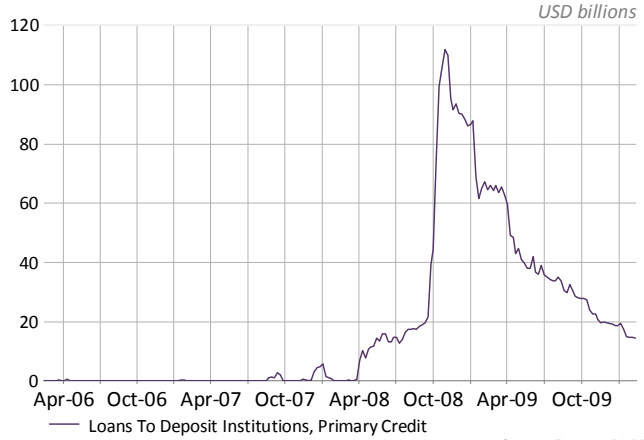
Cette hausse est le signe que la normalisation est en bonne voie comme indiqué dans le communiqué officiel : « ces changements visent à normaliser un peu plus les facilités de crédit de la Fed ». L'expression « période prolongée » a été répétée, ce qui constitue un message important. En d'autres termes, la Fed augmente son taux d'escompte en raison de « la poursuite de l'amélioration des conditions sur les marchés financiers » (c'est une bonne nouvelle) mais ne va pas modifier du tout au tout sa politique monétaire car « les conditions économiques restent de nature à garantir des taux exceptionnellement bas ».

Ben Bernanke avait laissé entendre qu'une hausse du taux d'escompte pourrait intervenir dans le cadre de la stratégie de sortie : « avant longtemps, nous pourrions envisager une hausse modeste de l'écart entre le taux d'escompte et le taux des fonds fédéraux » [10 février 2010]. Le ton des Minutes de la réunion du FOMC des 26 et 27 janvier, qui ont été publiées le 17 février, s'est révélé un peu plus agressif, une bonne partie des discussions étant consacrée au moyen de revenir à une structure plus normale du bilan de la Fed. Par rapport à ce sujet, la hausse du taux d'escompte et la réduction à un jour de la maturité maximale des prêts (à partir de mars) sont de tout petits pas. Le guichet d'escompte est assez peu utilisé en temps normal : à l'heure actuelle 14 milliards de prêts sont accordés, contre 66 milliards un an auparavant, et pratiquement rien en régime de croisière, l'escompte étant normalement réservé aux banques ne pouvant pas emprunter sur le marché monétaire. Les faibles sommes en jeu renforcent encore le fait que les conséquences directes de cette décision sur l'économie réelle seront pratiquement nulles.

Encours de prêts au guichet de l'escompte (en milliards de $)



Source: Factset, BNPP AM



Source: Factset, BNPP AM

Une surprise déjà largement absorbée par les marchés

Malgré les précautions de langage et des commentaires toujours très prudents : « les modifications ne devraient pas entraîner un resserrement des conditions de financement pour les ménages et les entreprises et ne signalent aucun changement sur les perspectives pour l'économie et la politique monétaire », les marchés actions ont mal réagi (baisse des Futures aux Etats-Unis le 18 au soir et des indices en Asie et en Europe le 19 au matin) à cette décision inattendue. Cette réaction initiale a été rapidement corrigée, suite notamment aux interventions des Présidents de la Fed de New York et de celle de St Louis qui sont venus répéter qu'il s'agissait d'une mesure technique. Ben Bernanke va également s'employer à expliquer cette décision lors de son audition semestrielle sur la politique monétaire devant le Congrès cette semaine (mercredi et jeudi).

Pourquoi la Fed a-t-elle surpris les marchés ? Certains analystes mettent en avant que la décision a été prise entre deux comités précisément pour indiquer qu'il ne s'agit pas d'un changement de politique monétaire mais simplement d'une mesure technique. C'est possible… mais on ne peut pas dire que le succès en la matière soit total. L'explication la plus probable est que la Fed ne voulait pas surprendre et qu'elle imaginait que le discours de Ben Bernanke du 10 février et les Minutes rendues publiques le 17 étaient des indices suffisants.

Et maintenant, quelle est la feuille de route de la Fed ?

Les outils disponibles

Dans les Minutes du FOMC des 26 et 27 janvier, on apprend qu'une liste des outils potentiels pour mettre en œuvre une politique monétaire moins accommodante, a été présenté aux membres. Ces outils sont au nombre de 6 :

(1) augmenter le taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER rate)
(2) procéder à des prises en pensions inversées (RRP) avec les Primary Dealers
(3) étendre les RRP à d'autres contreparties
(4) utiliser des dépôts à terme (TDF) pour réduire les réserves
(5) laisser arriver à maturité les titres détenus (agences et MBS)
(6) vendre des titres détenus avant leur échéance

[Les mesures (2) à (6) visent une réduction de la taille des réserves ; les mesures (5) et (6) conduisent à une réduction de la taille du bilan]

Des tests sur les RRP ont déjà été conduits avec succès (T-notes et dette d'agences comme collatéraux). Une réflexion est en cours sur les TDF et ceux-ci devraient être opérationnels en mai.

Comment utiliser ces outils ? 3 combinaisons possibles :

(1) réduire la taille des réserves avant de monter le IOER et l'objectif des FF
(2) augmenter le IOER et l'objectif des FF et simultanément réduire la taille des réserves
(3) augmenter le IOER et l'objectif des FF et utiliser les outils pour réduire les réserves seulement si le taux effectif des FF ne se cale pas sur l'objectif

Pour le moment, les avis sont partagés au sein du FOMC mais tout le monde reconnaît que c'est bien la hausse de l'IOER et des FF qui marquera le début du resserrement. Etant donné la taille des réserves à l'heure actuelle, il sera sans doute difficile de faire remonter le taux effectif des FF au-dessus de l'IOER. C'est sans doute pour cela que dans son discours du 10 février, Ben Bernanke a décrit en détail une « solution possible » : continuer à tester les outils pour drainer les liquidités pour s'assurer de la faisabilité de ces opérations et permettre aux acteurs du marché de se familiariser avec ces mécanismes puis, quand le temps sera venu de passer à une politique monétaire moins accommodante, augmenter le montant de ces opérations pour faire baisser la taille des réserves et ainsi assurer un contrôle plus étroit des taux à court terme. Le vrai durcissement se fera alors par une hausse du IOER. Mais Ben Bernanke poursuit aussitôt en précisant que si les conditions économiques et financières exigent une sortie plus rapide de la politique monétaire extrêmement accommodante, la Fed pourra augmenter le taux IOER et commencer le drainage des réserves à peu près en même temps.

La Fed devrait suivre la feuille de route suivante :

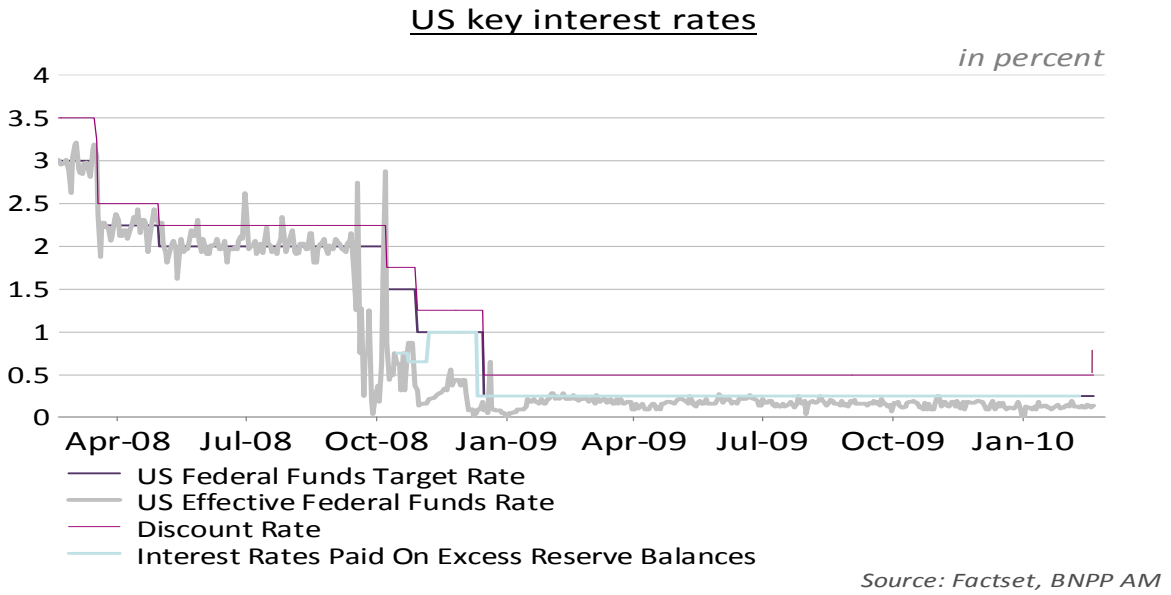
1) Répéter qu'il ne s'agit pas d'un durcissement de la politique monétaire mais simplement d'une façon de mettre graduellement un terme aux mesures exceptionnelles qui deviennent inutiles à présent que les marchés fonctionnent normalement. C'est une mesure du même ordre que la fin de la plupart des facilités de crédit spéciales qui avait été confirmée lors du dernier FOMC et que la réduction progressive du TAF (Term Auction Facility) jusqu'à la dernière adjudication prévue le 8 mars.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

2) **Continuer à monter le taux d'escompte** jusqu'à revenir à l'écart normal de 100 pb avec l'objectif des fonds fédéraux pour bien faire comprendre qu'il ne s'agit plus d'une situation d'urgence. Ce mouvement pourrait être assez rapide et ce d'autant plus que les mesures sur le taux d'escompte sont décidées par la Fed à la demande des Fed régionales.

Le taux d'escompte pourrait être porté à 1,25 % d'ici à la fin avril ce qui marquera la fin des mesures techniques et confirmera la confiance de la Fed dans le fonctionnement du marché monétaire.

3) **Communiquer sur ce qui sera probablement la prochaine étape vers un durcissement : une hausse du taux de rémunération des réserves excédentaires des banques** pour permettre une hausse graduelle des taux courts. Ben Bernanke, qui évoque ce sujet depuis pas mal de temps, s'est montré encore plus précis lors de son intervention du 10 février. Son principal objectif sera désormais de contrôler les réserves excédentaires des banques (plus de 1 000 milliards de dollars). Ce contrôle passera par une hausse du taux de rémunération de ces réserves (qui a été mis en œuvre en octobre 2008 et servira vraisemblablement de principal indicateur de la politique monétaire dans les prochains mois) et par des dépôts à terme (mis en place essentiellement parce que les GSE ne peuvent pas percevoir de rémunérations sur leurs réserves), deux éléments qui devraient permettre de faire remonter graduellement le taux effectif des fonds fédéraux (0,12 % actuellement, soit le milieu de la fourchette de fluctuations en vigueur depuis décembre 2008). Le mécanisme est simple : les banques ont intérêt à déposer le cash en excès à la Fed où il va être rémunéré plutôt que de la prêter à un taux inférieur en allant sur l'interbancaire. Même s'il est difficile de le vérifier, le rôle des GSE, acteur important sur le marché monétaire, semble expliquer que le taux effectif des Fed funds se situe toujours sous le taux objectif. Cet élément remet en cause la théorie selon laquelle le taux de rémunération des réserves est de fait le taux plancher du marché interbancaire.



4) **Clarifier les débats au sein de la Fed sur le contrôle de la structure du bilan**, en particulier sur d'éventuelles ventes d'actifs envisagées par certains membres. Dans son discours d'octobre 2009 [*The Federal Reserve's Balance Sheet: An Update*], Ben Bernanke avait plutôt mis en avant le dégonflement « naturel » lié à l'arrivée à échéance des divers programmes et les mesures pour d'une part éviter que les réserves excédentaires ne viennent alimenter la liquidité et d'autre part réduire la taille de ces réserves (dont la décrue « naturelle » liée à l'arrivée à maturité des titres détenues pourrait atteindre 100 à 200 milliards par an). Les ventes fermes d'actifs ont été évoquées, mais pas comme l'option principale. D'après les dernières Minutes, certains membres souhaitent commencer à vendre des titres dans un avenir proche pour revenir à la structure habituelle : uniquement des titres du Trésor et plutôt sur des échéances courtes. Ils estiment également que des ventes fermes de titres, étalées sur plusieurs années, seraient un bon moyen de signaler que la période de politique monétaire très accommodante est finie.

Aucune décision sur les ventes de titres n'a pour l'instant été prise et il est probable que la Fed va rester très prudente sur ce sujet étant donné l'impact potentiel d'une telle mesure sur le marché obligataire.

5) **Compte tenu de notre scénario central (croissance molle une fois passé l'effet du cycle de restockage), nous n'envisageons toujours pas de hausse des fonds fédéraux en 2010.** La référence à une « période prolongée » de taux bas pourrait être retirée quatre à cinq mois avant la hausse effective, soit au 3e ou 4e trimestre 2010.

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

6) Dans la mesure où la demande privée de crédit ne montre pas de signe d'accélération, il ne paraît pas indispensable que la Fed commence à drainer des liquidités avant de procéder à des hausses de taux directeurs. Toutefois, le sujet est encore en débat à la Fed et la mise en place de mesures progressives de réduction des réserves (qui pour le moment n'alimentent pas particulièrement l'économie réelle) pourrait être une occasion de montrer aux intervenants que la Fed est présente et bien consciente des problèmes que posent à long terme l'explosion et la déformation de son bilan.

Rappelons que le vrai signal de durcissement monétaire sera la hausse des taux « planchers » IOER et FF et que nous n'envisageons pas une telle décision avant la fin de l'année. Dans les premiers temps il s'agira d'ailleurs plutôt d'une normalisation à partir du niveau zéro, qui ne sera plus justifié par les conditions économiques, que d'un resserrement de nature à ralentir la croissance.

Avertissement

Le présent document est émis par BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, membre de BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**, à titre d'information uniquement. Il ne constitue pas une offre de vente ni une sollicitation d'achat, et ne doit pas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit, ni être considéré comme un conseil d'investissement.
L'information et les opinions contenues dans ce document sont basées, entre autres, sur des sources publiques sur lesquelles BNPP AM pense de bonne foi pouvoir se fonder, étant toutefois précisé que BNPP AM ne peut garantir l'exactitude et le caractère exhaustif de cette information. Les opinions exprimées dans ce document constituent le jugement de BNPP AM au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles ne doivent pas être considérées comme faisant autorité ni se substituer au jugement personnel du destinataire, et ne sauraient constituer la seule base d'évaluation des stratégies ou des instruments évoqués dans ce document. Les performances passées ne constituent pas un engagement sur les performances futures. Nulle société du groupe BNP Paribas ne saurait être tenue responsable pour toute perte, directe ou indirecte résultant de l'utilisation de tout ou partie de l'information contenue dans le document. Toute société du groupe BNP Paribas peut, dans les limites légales, avoir agi soit sur la base ou utilisé les informations contenues dans le présent document, soit dans les recherches ou analyses sur lesquelles le document est basé avant sa publication. Ce document est réservé à l'usage de ses destinataires et ne peut être transmis ou utilisé par un tiers sans l'accord écrit de BNPP AM. De plus toute traduction, adaptation, reproduction partielle ou totale de ce document, par quelque procédé et quelque pays que ce soit, est interdite sans l'accord écrit de BNPP AM.
* BNPP AM est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers en France (numéro d'enregistrement 96-02), constituée sous forme de société par actions/parts simplifiée, au capital de 62 845 552 euros, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com.
** « BNP Paribas Investment Partners » est la marque globale des services de gestion d'actifs du groupe BNP Paribas. Les entités de gestion d'actifs faisant partie de BNP Paribas Investment Partners et éventuellement citées dans le présent document le sont uniquement à titre d'information, et n'exercent pas nécessairement d'activités dans votre pays. Pour tout complément d'information, veuillez contacter l'entité Partenaire locale.