

Economie

Focus US
N° 2020 – 29

A propos du *yield curve control* aux États-Unis

Vendredi 24 Juillet 2020

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

L'économie US est exposée à deux menaces immédiates, l'une venant du virus, l'autre du fiscal cliff. L'épidémie est en pleine recrudescence et le Congrès n'a pas (encore) décidé d'étendre les aides aux ménages. Après un vif rebond en mai et juin, la demande tend à plafonner sur les dernières semaines. Il y a un risque que l'économie cale, voire rechute. Que peut faire la Fed pour le minimiser ? Garder les taux courts à zéro, fournir la liquidité nécessaire, prolonger le QE sont des choses acquises. Certains membres du FOMC voudraient aussi renforcer la guidance sur les taux plus longs par un "contrôle de la courbe des taux". On fait ici le point sur ce débat important pour l'avenir de la politique monétaire US.

Le focus de la semaine

Après s'être raffermie en mai et en juin, l'économie US donne à nouveau des signes de fragilité. L'épidémie s'était modérée d'avril jusque début juin, laissant croire que le pire était passé, mais depuis elle est repartie de plus belle sur une large partie du territoire. Des restrictions à la fréquentation de certains commerces ont été réinstaurées ici ou là. Depuis quelques semaines, les indicateurs de mobilité montrent que les ménages sont plus prudents, restent davantage chez eux. Cela aboutit à une modération de leurs dépenses, comme en atteste le volume des achats par cartes bancaires. Le repli des inscriptions au chômage a aussi nettement ralenti. Par ailleurs, il y a un risque de *fiscal cliff*, à savoir que les mesures exceptionnelles d'aide aux chômeurs pourraient ne pas être reconduites, du moins pas en totalité (voir p.3). Leur expiration est prévue à la fin du mois. Comme souvent, les désaccords partisans sur le montant et le contenu du prochain paquet budgétaire pourraient n'être surmontés qu'à la dernière minute. Tout cela attise le climat d'incertitude et accentue les risques baissiers sur l'activité, sur l'emploi et sur l'inflation.

Que peut faire la Fed pour minimiser ces risques ? A court terme, elle va poursuivre dans la voie suivie depuis quelques mois, qui a consisté à mettre les taux directeurs à zéro, à servir sans restrictions les besoins de liquidité et à prolonger la politique d'achats d'actifs. Le montant des actifs de la Fed était de 4174Md\$ en début d'année. Il s'est accru de 3000Md\$ (+72%) à son pic récent atteint à la mi-juin. Depuis cette date, le bilan a eu tendance à se réduire (tableau de gauche). Il ne faut pas voir là le désir de la Fed de resserrer sa politique, mais seulement le fait que les marchés ont retrouvé un fonctionnement normal impliquant un moindre besoin de liquidité. En particulier, la Fed a stoppé ses opérations spéciales de repo et a réduit ses lignes de swaps en dollar avec les grandes banques centrales étrangères. Dans l'ensemble, les conditions financières ont retrouvé leur état pré-pandémie (graphe de droite).

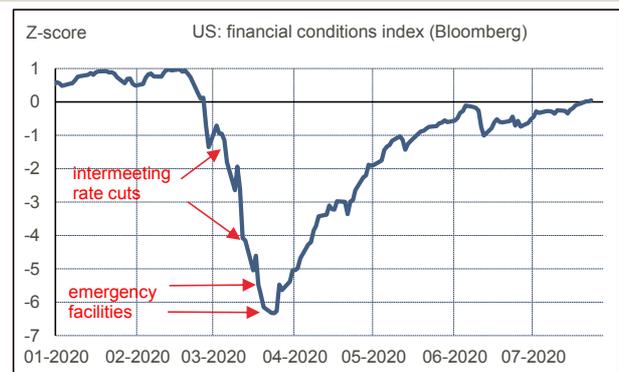
US : actifs de la Fed

Federal reserve banks consolidated statement (bn\$)			
Assets	1 Jan.2020	June 10	July 22
Gold/FX Reserves *	18	18	18
Loans	0	98	93
- o/w PD credit facility	0	0	2
- o/w MMMF liq.facility	0	98	18
- o/w PPP liq.facility	0	0	69
Repo	256	167	0
Central bank swap	4	445	122
Securities	3740	5988	6239
- o/w Treasuries	2329	4150	4266
- o/w MBS	1409	1836	1971
TOTAL	4174	7169	6965

* not all Gold/FX reserves recorded in FRB accounts, gold valued at historical cost
PD: primary dealer, MMMF: money market mutual fund, PPP: Paycheck Protection Program

Sources : Fed, Bloomberg, Oddo BHF Securities

US : indice des conditions financières



Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document. Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



A plus long terme, la Fed a plusieurs options. L'une, assez radicale, a d'ores et déjà été écartée : ce serait de mettre les taux directeurs en territoire négatif, comme cela se fait au Japon et en Europe. La Fed juge que cette politique peut avoir des effets de bord indésirables et causer plus de mal que de bien au système financier américain.

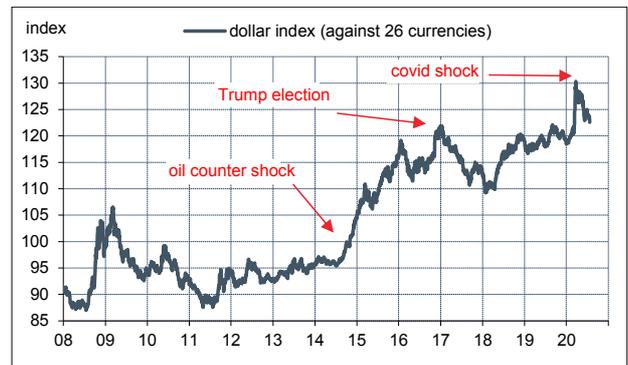
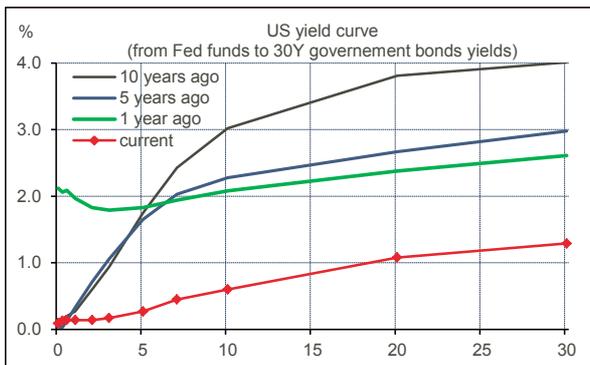
Un autre moyen de renforcer la stimulation monétaire consisterait à modifier la *forward guidance* sur les taux directeurs. La plupart des membres du FOMC ont approuvé ce principe mais la manière de procéder ne va pas de soi. La Fed s'est déjà essayé à définir une *guidance* chiffrée, mais sans succès. Fin 2012, alors que le taux de chômage était de 8% et l'inflation de 1.5%, la Fed s'était engagée à ne pas sortir de la politique de taux zéro tant que le chômage excéderait 6.5% ou que l'inflation ne serait pas revenue au-dessus de 2.5% (règle d'Evans). Elle rendait ainsi sa politique dépendante de la montée des tensions inflationnistes. Le problème est que le chômage n'a cessé de refluer (3.5% au point bas) sans que l'inflation reparte. Les relations chômage-salaires et salaires-prix ne sont plus aussi stables qu'on le constatait jadis. La Fed a donc abandonné en 2014 cette règle qui créait un hiatus entre son action et son discours. Une autre manière de procéder pourrait être de reformuler l'objectif d'inflation, non pas en changeant la valeur-cible (2%) mais en se référant à une moyenne sur plusieurs années (*average inflation targeting*). En somme, 2% serait visé non pas à un point donné mais sur une certaine période. Depuis 2015, l'inflation PCE a été d'environ 1.5% par an. Si la Fed s'engageait dans cette voie, cela signifierait qu'elle serait prête à tolérer – donc à désirer – une inflation supérieure à 2% pendant un certain temps. Compte tenu des obstacles structurels à la remontée de l'inflation, cela renforcerait le biais accommodant de la politique monétaire. La revue de stratégie a souvent évoqué cette possibilité.

Une troisième option consisterait à fixer des plafonds ou des cibles sur la courbe des taux (*yield caps and targets*). Actuellement, la Fed fixe le taux des *Fed funds* afin de diriger le taux au jour le jour mais l'influence sur les maturités plus longues n'est qu'indirecte, reflétant les achats d'actifs et la communication. Aucune cible numérique n'est fixée. À ce jour, toute la gamme des taux américains est basse, une situation très différente du passé (graphe de gauche). Cela tient à des facteurs structurels comme l'excès d'épargne globale et la rareté des actifs sans risque mais aussi à des facteurs ponctuels comme les risques baissiers causés par la pandémie, sans compter l'influence de la politique de la Fed. Quand ces risques s'estomperont, une tension sur les taux pourrait se produire, créant de l'instabilité financière. Adopter une cible ou un plafond sur les taux longs est vu comme un moyen de s'en prémunir. Par ailleurs, le jour où la Fed jugera que les conditions sont réunies pour normaliser sa politique – pas avant très longtemps – il serait souhaitable qu'il n'y ait pas de malentendu sur ses intentions. L'épisode du *taper tantrum* de 2015 quand Ben Bernanke avait évoqué la fin du QE a laissé un mauvais souvenir.

Il y a des précédents historiques au contrôle de la courbe des taux, aux États-Unis durant et après la seconde guerre mondiale, au Japon depuis 2016 avec une cible à 0.10% sur le taux à dix ans des obligations gouvernementales, en Australie depuis mars 2020 avec une cible à 0.25% sur le taux à trois ans¹. Des discussions du FOMC, il ressort que l'option australienne est la plus intéressante. Comme la Fed, la RBA a un double mandat de plein-emploi et d'inflation. De plus, trois ans est un horizon intermédiaire, pouvant renforcer la *guidance* de taux courts et avoir une influence plus loin sur la courbe dans des conditions opérationnelles raisonnables. Une telle politique n'est en effet pas sans coût. Si la banque centrale veut que sa cible de taux long soit crédible, elle doit être prête, en cas de stress, à acheter les actifs sans aucune limite, au risque de perdre le contrôle de son bilan ou de provoquer une dépréciation de la devise (graphe de droite).

US : courbe des taux à différentes date de 2010 à 2020

Dollar : taux de change contre panier de devises



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities

¹ Voir Garbade (2020), Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s, New York Fed staff report, février; Higgins & Klitgaard (2020), Japan's Experience with Yield Curve Control, New York Fed blogpost, 22 juin; FOMC (2020), Discussion of forward guidance, asset purchases, and yield curve caps or targets, Minutes, 10 juin.



L'an dernier, la Fed avait lancé une revue de stratégie, dont les conclusions sont prévues avant la fin 2020. La crise actuelle accentue la nécessité de clarifier au mieux l'action et la communication de la Fed. Toutefois, il n'y a pas là une situation d'urgence réclamant une décision imminente. Beaucoup au FOMC se demandent encore de quel côté penchera la balance coûts/avantages d'un *yield curve control*. D'un côté, cela permettrait d'influencer les conditions de financement de l'économie et de piloter au mieux les anticipations de marché. De l'autre, il faut accepter qu'une fois fixés, les taux longs perdront leur rôle de signal sur la croissance et/ou l'inflation futures. Enfin, il y a d'éventuelles interférences politiques. Le gouvernement ne serait-il pas tenté de remettre en question l'indépendance de la Fed pour fixer lui-même la cible de taux ? Lael Brainard, une voix influente du Board et favorable à une forme de *yield curve control*, reconnaît que des analyses et un débat plus poussé sont nécessaires². Il paraît prématuré d'attendre une décision à la réunion du FOMC du **29 juillet**, mais Jerome Powell pourrait signaler que la Fed réfléchit activement à des modifications de sa *forward guidance* plus tard dans l'année.

Economie

- Après quinze semaines de baisse continue, les nouvelles inscriptions au chômage ont un peu remonté sur la semaine du **18 juillet** (+109K à 1.4M). Le nombre de personnes indemnisées est stable au voisinage de 32 millions, dont 14M au titre du programme lié à la pandémie (PUA). D'autres données à haute fréquence (Household Pulse Survey, Homebase) pointent vers une stabilisation ou un léger tassement de l'emploi, après deux mois de forte hausse. Cela, ajouté aux informations concernant l'épidémie, peut expliquer pourquoi la confiance des ménages tend à se tasser. L'indice de l'Université du Michigan s'est effrité en **juillet** (73.2 vs 78.1). L'indice Bloomberg est quasi-stable depuis trois semaines.
- Les ventes de maisons existantes ont fortement rebondi en **juin** (+20.7% m/m) à 4.72 millions, soit 19% sous leur niveau pré-pandémie. Les mises en chantier font de même (+17.3% m/m) à 1.2M, soit 24% sous leur niveau de février.

Politique monétaire et budgétaire

- Le comité bancaire du Sénat a validé le **21 juillet** la candidature de Judy Shelton au Board de la Fed. Cela lève un obstacle à son éventuelle nomination par un vote du Sénat, même si certains sénateurs du GOP restent réservés à son égard. Cette candidature poussée par Donald Trump – certains lui prêtent l'intention, s'il est réélu, de nommer Mme Shelton présidente de la Fed une fois achevé le mandat de Jerome Powell – ne manque pas de susciter la surprise. Sur la forme, ce choix est manifestement dicté par des raisons partisans, Mme Shelton s'étant surtout fait remarquer par ses louanges constantes à l'égard du président dont elle fut une des conseillères pour l'élection de 2016. Sur le fond, Mme Shelton a beaucoup varié dans ses conceptions monétaires. Il fut un temps où elle militait pour réintroduire un ancrage du dollar vis-à-vis de l'or, ce qui manifestait la forme la plus extrême de l'orthodoxie, mais plus récemment, elle était favorable à une politique monétaire la plus souple qui soit (selon les vœux du président).
- On sait toujours peu de choses du prochain paquet budgétaire, sinon qu'il n'y aura pas de baisse de la *payroll tax* comme le souhaitait le président Trump. On s'achemine plutôt vers une extension de l'aide aux chômeurs, mais plus faible que les 600\$/semaine. Divers chiffres ont circulé (400\$/semaine, 400\$/mois, 70% du dernier salaire). Le plan du GOP doit être détaillé la semaine prochaine.

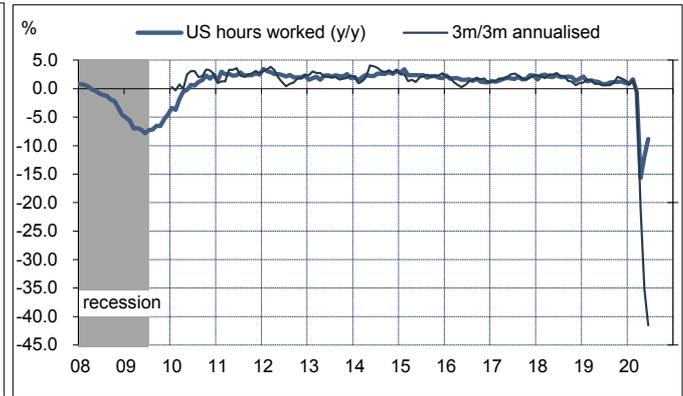
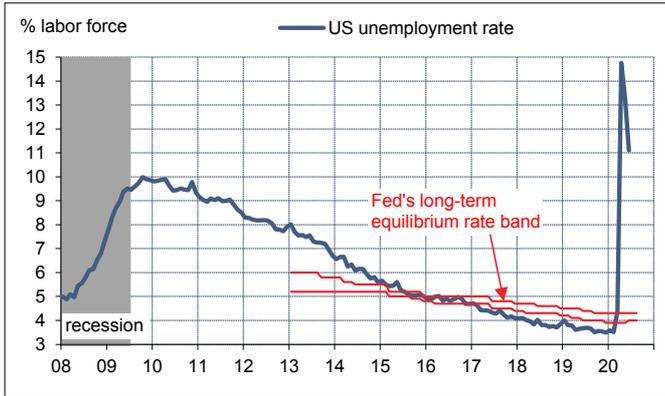
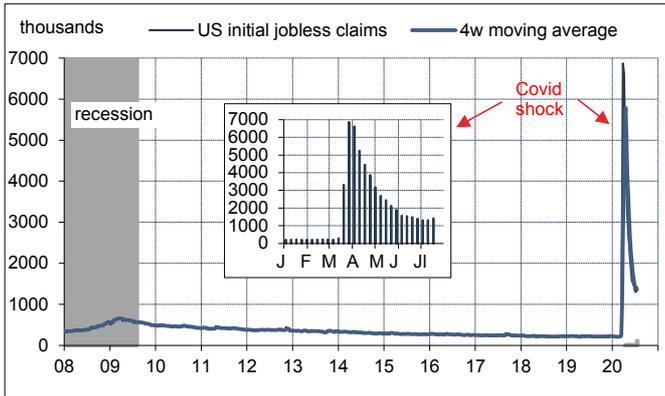
A suivre la semaine prochaine

- L'événement principal sera la réunion du FOMC, et la conférence de presse de Jerome Powell qui suivra le **29** (voir *supra*).
- La première estimation des comptes nationaux du T2 est prévue le **30**. Au **T1**, le PIB réel avait baissé de 5% t/t en rythme annualisé, à cause d'un effondrement de l'activité et de la demande à partir de la mi-mars. La chute s'est poursuivie et accentuée tout au long du mois d'avril, mais en mai et en juin, il y a eu un très fort rebond, particulièrement net des ventes au détail. Le PIB du **T2** va donc refléter des évolutions radicalement différentes, négatives d'abord, positives ensuite. En moyenne, la contraction s'annonce historique. Au **17 juillet**, le dernier *nowcast* de la Fed d'Atlanta estimait la baisse à -35% t/t en rythme annualisé. Les prévisions du consensus varient entre -26% -40%. Selon la Fed d'Atlanta, l'essentiel de la baisse du PIB réel viendra de la contribution négative des dépenses en biens (pour -3 points) mais surtout des dépenses de services (-18 points).

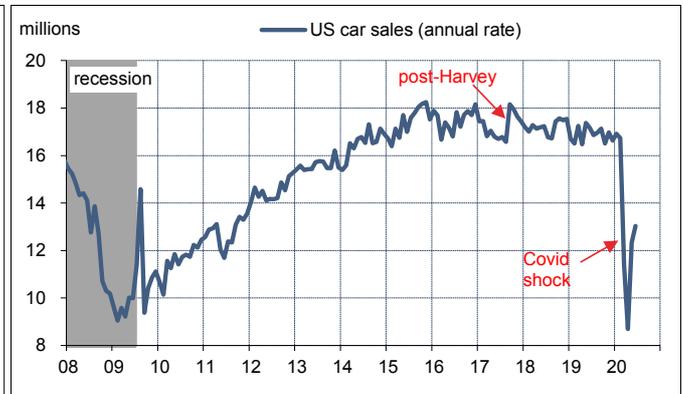
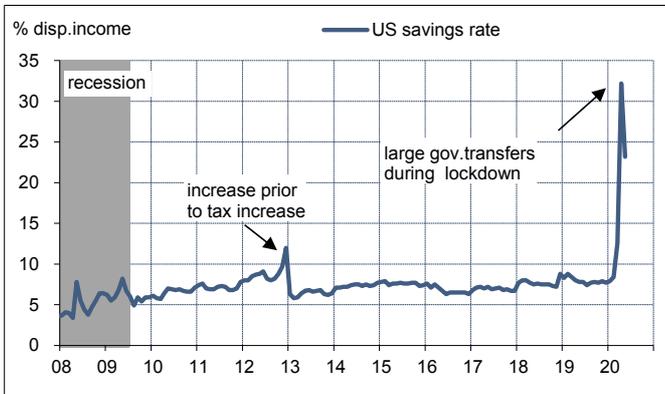
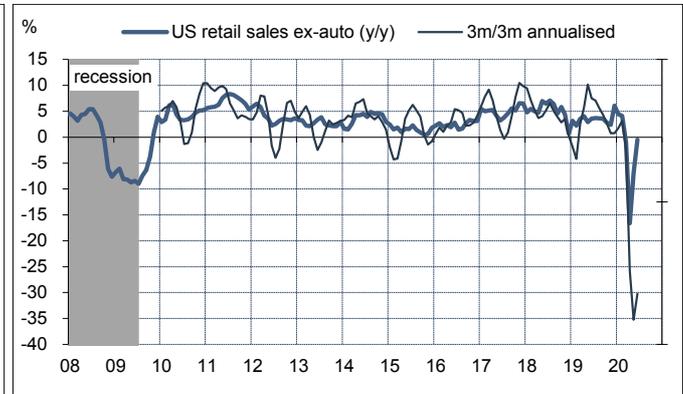
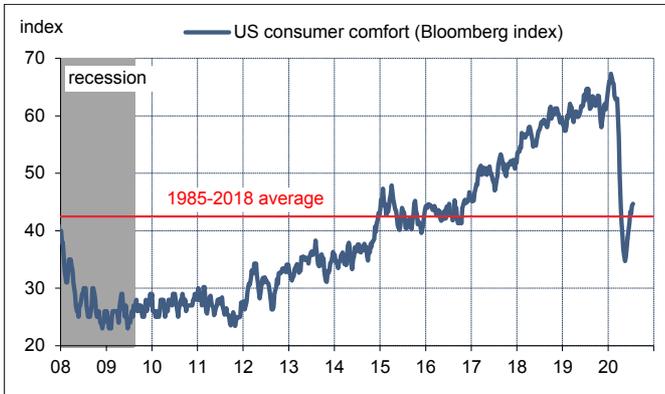
² Voir Brainard (2020) Navigating Monetary Policy through the Fog of COVID, Discours du 14 juillet



Annexe 1 - Marché du travail



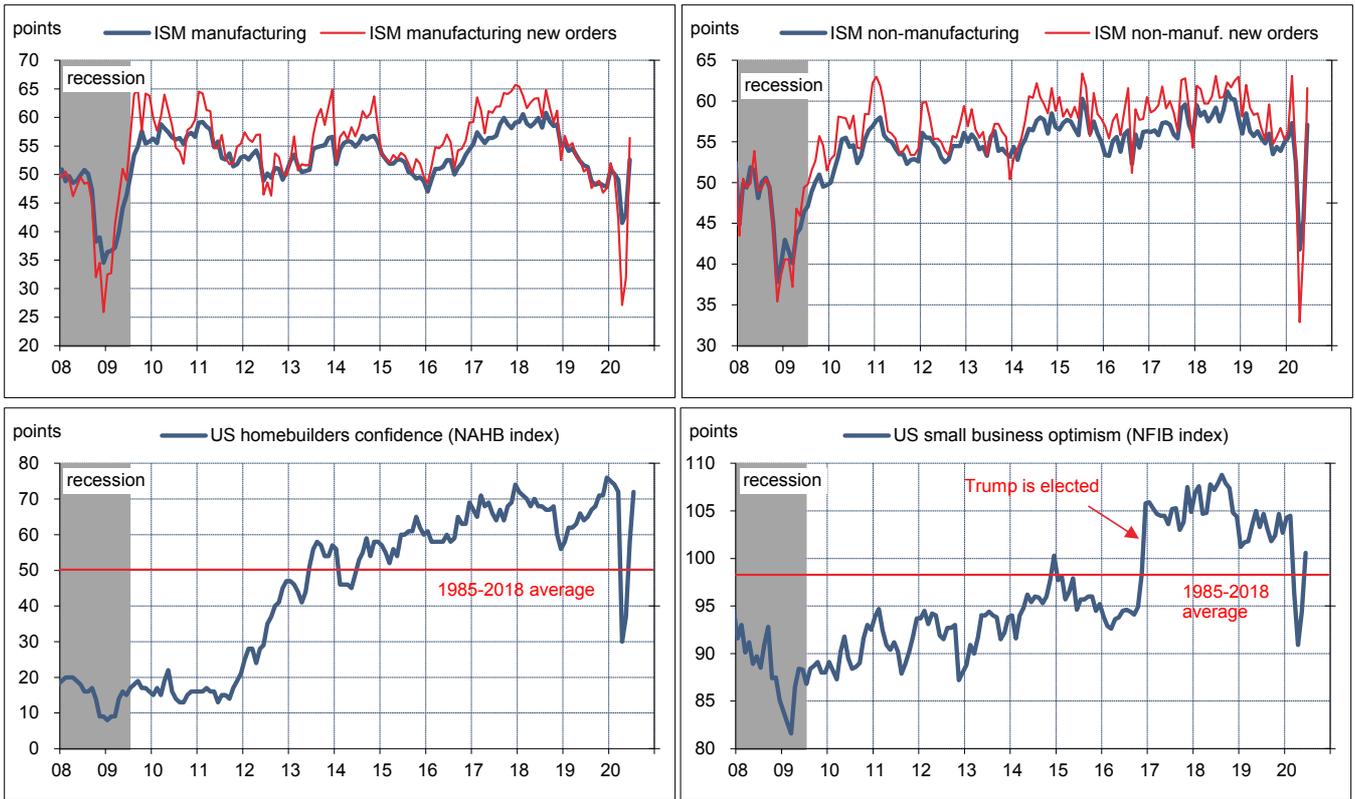
Annexe 2 - Consommateur



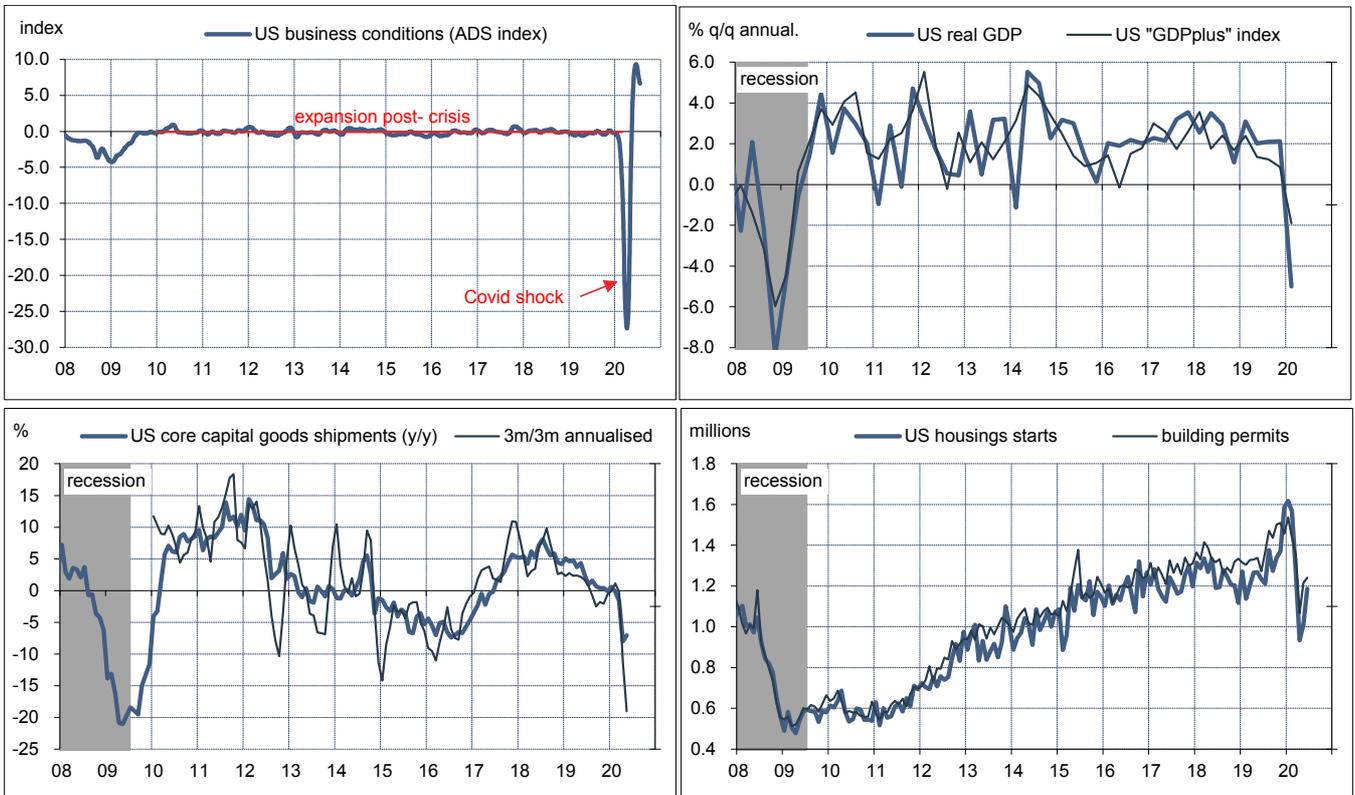
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



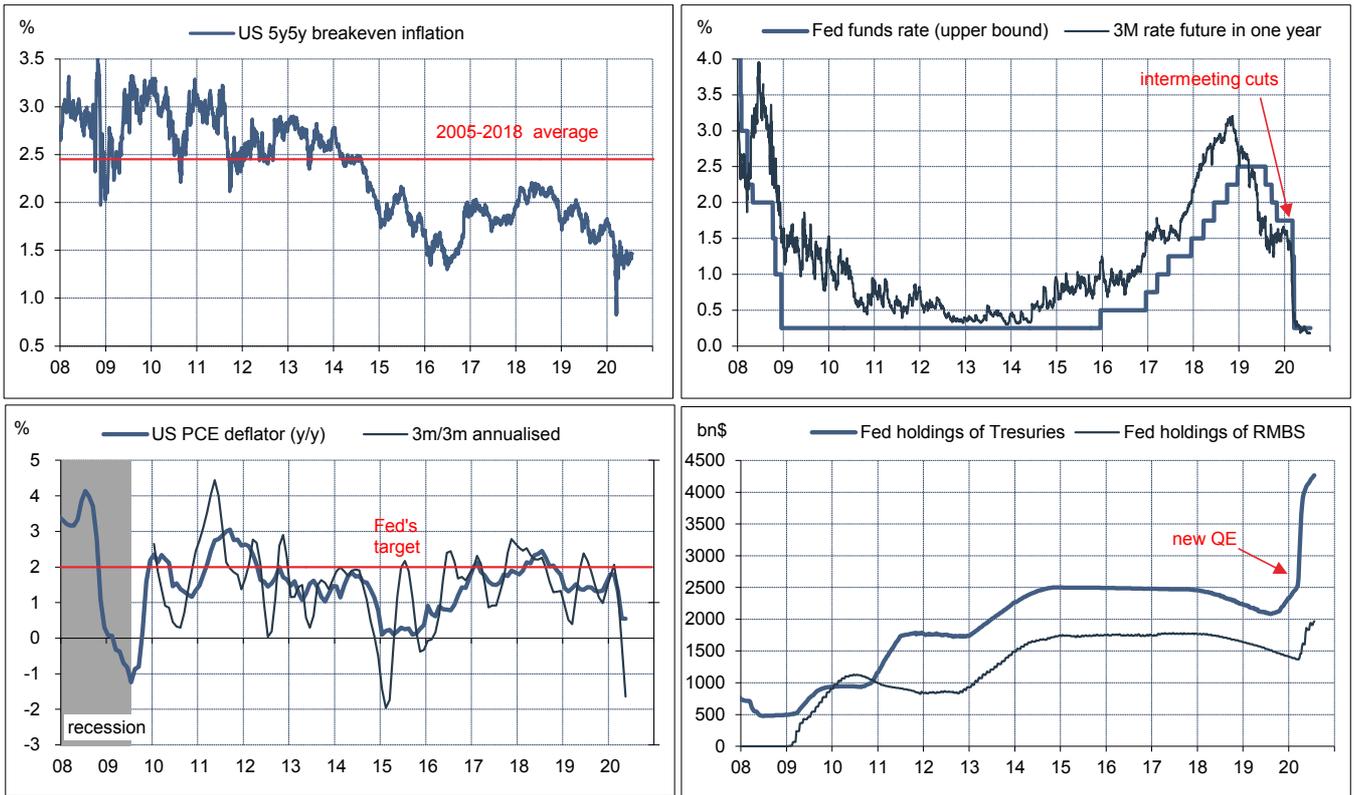
Annexe 4 - Conditions d'activité



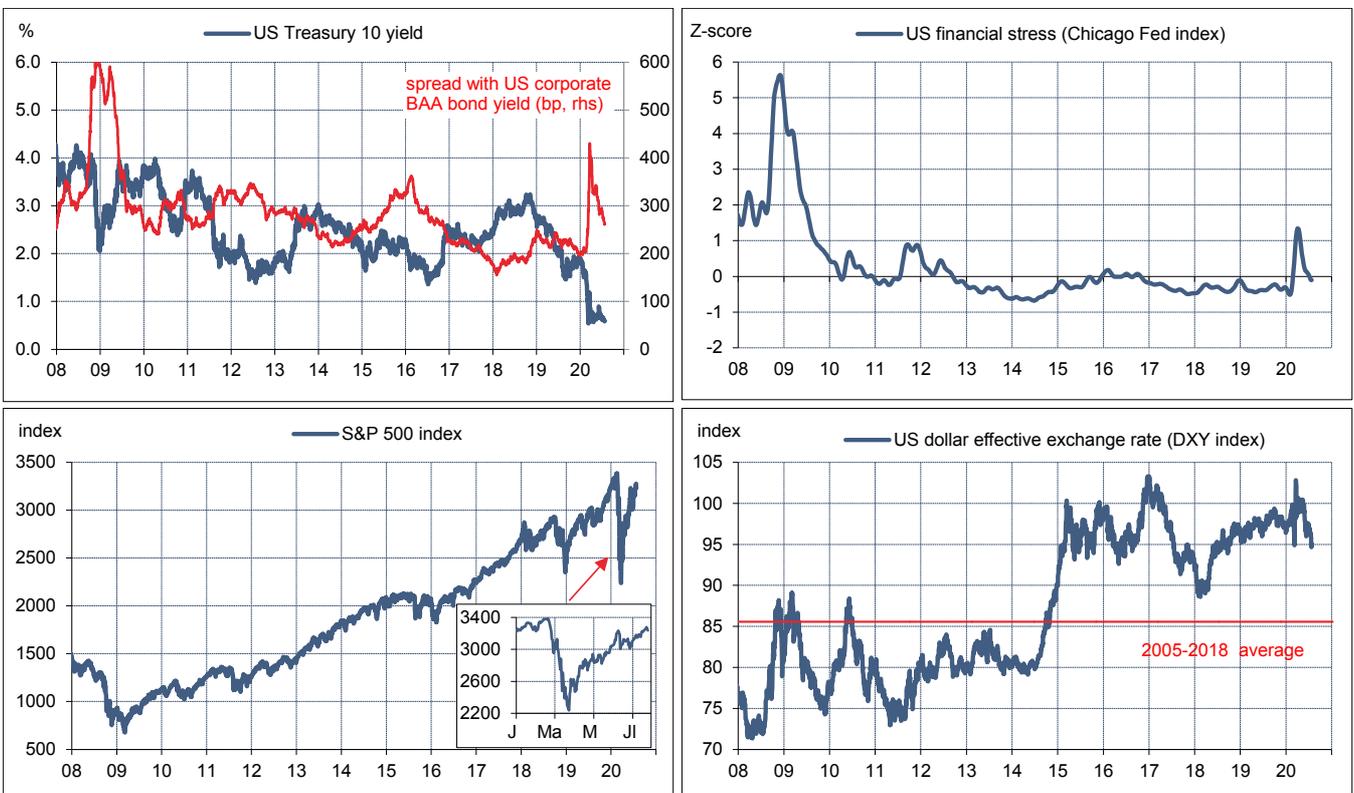
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des États-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des États-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des États-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des États-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des États-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des États-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des États-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des États-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddone.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.