

Devant la confusion et l'inquiétude, la Fed répète ses convictions

www.exanebnpparibas.com/economie

6 mars 2008

Flash

Jean-Baptiste Pethe
+33 1 42 99 23 24
jean-baptiste.pethe@exane.com

► **Depuis le début de l'année, la communication de la Fed s'intensifie.**

► Qu'elles soient jugées contradictoires ou peu rassurantes, les interventions de ses membres sont en effet indéniablement plus nombreuses. Citons cette semaine : B. Bernanke sur le crédit hypothécaire, F. Mishkin sur les perspectives économiques, L. Kohn sur le système bancaire américain.

► Celles-ci se produisent alors même que le FOMC vient de publier ses dernières projections économiques et que le Président de la Fed a tout juste tenu son audition semi-annuelle devant le Congrès.

► **Cette profusion d'informations semble se justifier par l'ampleur de la confusion et de l'inquiétude ambiantes.**

► Craintes d'inflation, de stagflation, ou de déflation se mélangent et rendent la lisibilité de l'action de la banque centrale difficile. Cette confusion est due en partie à ce que les risques portent sur la croissance future tandis que les chiffres actuels d'inflation sont le résultat de forces passées.

► Résultat : la volatilité des attentes d'inflation et de politique monétaire s'est accrue depuis trois semaines, se répercutant sur les marchés de taux et de change.

► **Sur le fond, pourtant, la Fed n'a pas changé de convictions depuis début janvier. Elle répète que les risques sur la croissance présentent un danger plus sérieux que celui d'une remontée, jugée temporaire, de l'inflation.**

► L'analyse de F. Mishkin sur la réaction d'une banque centrale à une crise financière prévaut. Elle stipule qu'une détente agressive des taux est possible si et seulement si les anticipations d'inflation restent ancrées.

► Plus récemment, Mishkin note une hausse de l'incertitude sur le niveau d'inflation anticipé par les marchés, ce qui n'est pas une bonne nouvelle en soi (graphique 1). Il considère toutefois que cela reste gérable dans la mesure où les anticipations des agents – ménages, économistes – restent assez modérées.

Le dernier livre beige de la Fed est venu partiellement confirmer l'analyse du FOMC, malgré une certaine diffusion des prix des matières premières aux prix finaux qui a pu inquiéter en première lecture.

Il décrit un ralentissement généralisé de l'activité économique, malgré une certaine résistance de quelques secteurs (agriculture, énergie, tourisme, santé, high tech, etc.). Surtout, les germes d'une spirale déflationniste sont toujours présents : durcissement des conditions de crédit, demande immobilière en déclin et fort ralentissement de la consommation des ménages.

Sur l'inflation, il note une certaine diffusion des hausses de prix des matières premières, ce qui causera une accélération des prix à court terme. Toutefois, les pressions salariales restent limitées et devraient décélérer davantage avec la remontée anticipée du taux de chômage. La spirale inflationniste est donc loin d'être enclenchée.

Au total, la forte détermination de la Fed à agir pour amortir la crise immobilière l'emporte toujours.

Cela se traduira bien sûr par la poursuite d'une détente monétaire agressive.

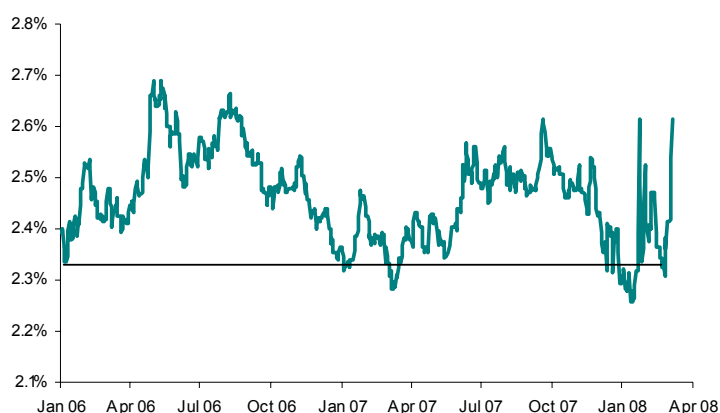
À moins que les prix du baril ne poursuivent un rythme de hausse effréné, la politique monétaire demeurera très accommodante tant que les risques de déflation subsistent. Nous pensons pour notre part que les taux pourraient être abaissés jusqu'à 1 %, soit sensiblement plus que les attentes du marché (graphiques 2, 3).

Cela se traduit, plus récemment, par une tentative de coordination des différentes mesures destinées à amortir la crise immobilière.

Le Président de la Fed, B. Bernanke, relaie en effet avec de plus en plus de conviction les initiatives privées et publiques qui participent à la résolution de la crise : paquet fiscal, élargissement du refinancement hypothécaire public, enfin possibilité de renégociation entre les banques et les ménages du montant du capital dû sur un crédit hypothécaire.

Nous avons déjà évoqué les différents remèdes mis en place pour soigner le mal immobilier (graphique 4). Une telle coordination nous semble bienvenue, même si, répétons-le, les effets de telles mesures seront lents et progressifs¹.

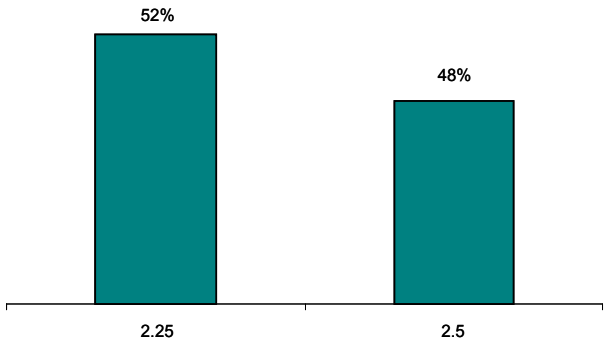
Graphique 1 – Anticipation d'inflation à 5 ans dans 5 ans par le marché des TIPS



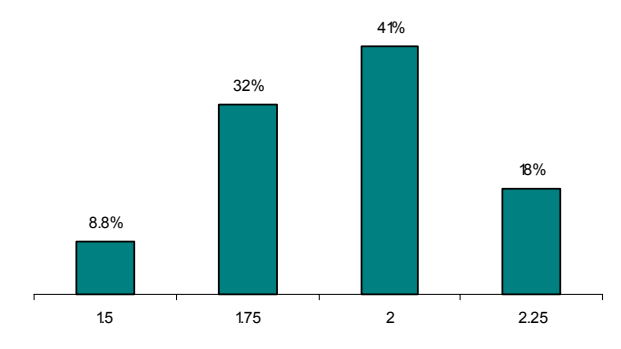
Source : Exane BNPP

¹ Voir également le flash « États-Unis – le mal immobilier est-il incurable ? » du 28 février 2008, disponible sur notre site web.

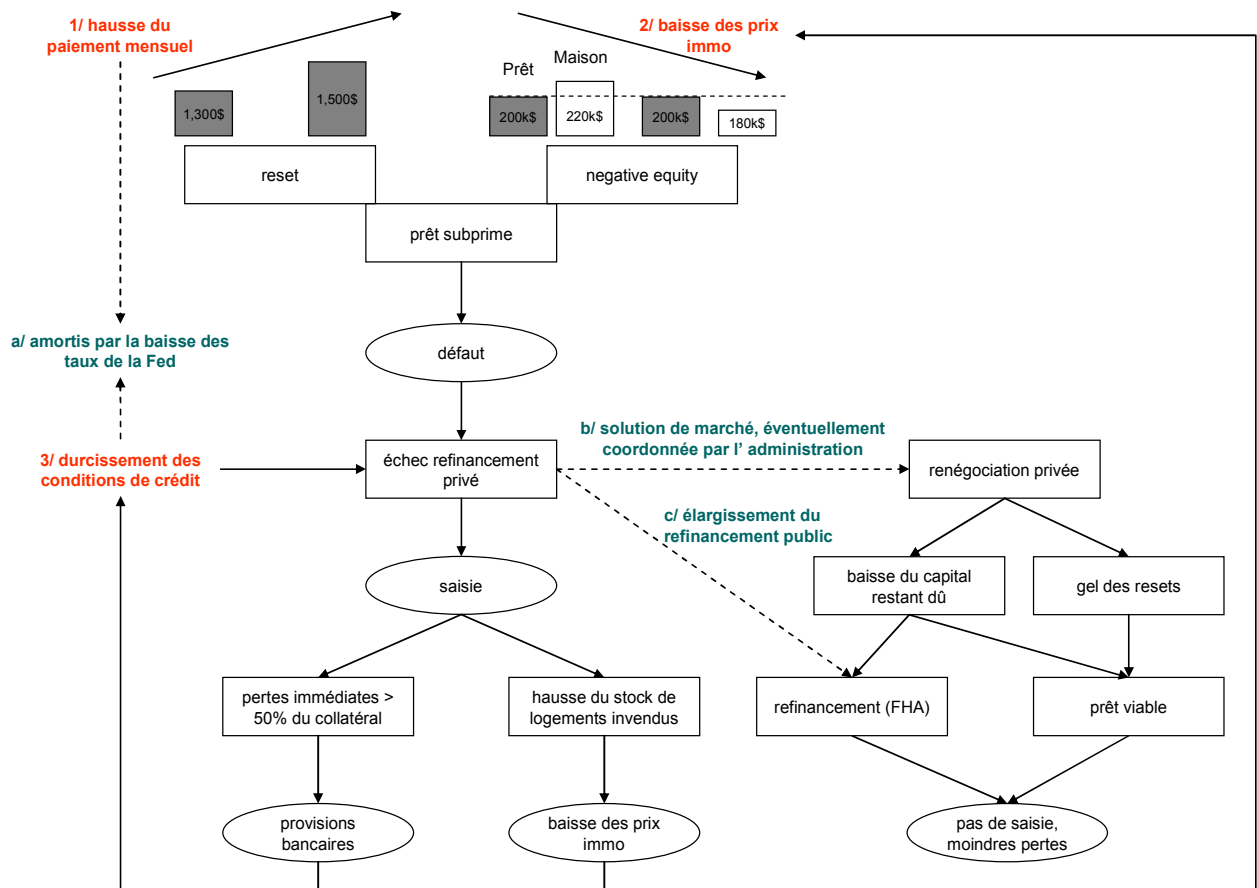
Graphique 2 – Probabilités implicites de taux Fed Funds à l'issue du FOMC du 18 mars 2008



Graphique 3 – Probabilités implicites de taux Fed Funds à l'issue du FOMC du 25 juin 2008



Graphique 4 – Juguler la déferlante des saisies immobilières : trois maux, trois remèdes*



* les montants du graphique sont indiqués à titre d'exemple.

Important notice: Please refer to our complete disclosure notice available on www.exane.com/compliance.

This research is produced by EXANE SA and / or EXANE LTD ("EXANE") on behalf of themselves. EXANE SA is regulated by the "Autorité des Marchés Financiers" (AMF) and EXANE LTD is regulated by the "Financial Services Authority" (FSA). In accordance with the requirements of FSA COB 7.16.7R and associated guidances "Exane's policy for managing conflicts of interest in relation to investment research" is published on Exane's web site (www.exane.com). Exane also follows the guidelines described in the code of conduct of the AFEL (Association Francaise des Entreprises d'Investissement) on "managing conflicts of interest in the field of investment research". This code of conduct is available on Exane's web site (www.exane.com).

This research is solely for the private information of the recipients. All information contained in this research report has been compiled from sources believed to be reliable. However, no representation or warranty, express or implied, is made with respect to the completeness or accuracy of its contents, and it is not to be relied upon as such. Opinions contained in this research report represent Exane's current opinions on the date of the report only. Exane is not soliciting an action based upon it, and under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy.

While Exane endeavours to update its research reports from time to time, there may be legal and/or other reasons why Exane cannot do so and, accordingly, Exane disclaims any obligation to do so.

This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and Exane accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

This report may not be reproduced, distributed or published by any recipient for any purpose. Any United States person wishing to obtain further information or to effect a transaction in any security discussed in this report should do so only through Exane Inc., which has distributed this report in the United States and, subject to the above, accepts responsibility for its contents.

BNP PARIBAS has acquired an interest in VERNER INVESTISSEMENTS the parent company of EXANE. VERNER INVESTISSEMENTS is controlled by the management of EXANE. BNP PARIBAS's voting rights as a shareholder of VERNER INVESTISSEMENTS will be limited to 40% of overall voting rights of VERNER INVESTISSEMENTS.

PARIS

Exane S.A.
16 Avenue Matignon
75008 Paris
France
Tel: (+33) 1 44 95 40 00
Fax: (+33) 1 44 95 40 01

FRANCFORT

Succursale d'Exane S.A.
Bockenheimer Landstrasse 23
60325 Francfort am Main
Allemagne
Tel: (+49) 69 42 72 97 300
Fax: (+49) 69 42 72 97 301

GENEVE

Succursale d'Exane S.A.
Cours de Rive 10
1204 Genève
Suisse
Tel: (+41) 22 718 65 65
Fax: (+41) 22 718 65 00

LONDRES

Exane Ltd
20 St. James's Street
Londres SW1A 1ES
Royaume-Uni
Tel: (+44) 20 7039 9400
Fax: (+44) 20 7039 9432 / 9433

MILAN

Succursale d'Exane S.A.
Via dei Bossi 4
20121 Milano
Italie
Tel: (+39) 02 89631713
Fax: (+39) 02 89631701

NEW YORK

Exane Inc.
640 Fifth Avenue
15th Floor
New York, NY 10019
États-Unis
Tel: (+1) 212 634 4990
Fax: (+1) 212 634 5171

ZURICH

Bureau de représentation d'Exane S.A.
Lintheschergasse 12
8001 Zurich
Suisse
Tel: (+41) 1 228 66 00
Fax: (+41) 1 228 66 40

La recherche Exane est aussi disponible sur le site web (www.exanebnpparibas-actions.com) ainsi que sur Bloomberg (EXAA), First Call et Multex.