

La pente de la courbe américaine donne le vertige à la Fed

Alors que la Réserve fédérale se réunit mercredi, l'écart entre les taux 2 ans et 30 ans a atteint un plus haut historique à plus de 400 pb

par PATRICK AUSSANNAIRE

Tandis que le programme d'assouplissement quantitatif (QE2) de la Fed, passant par un rachat pour 600 milliards de dollars d'obligations du Trésor américain, visait à faire baisser les taux longs pour soutenir à la fois le marché immobilier et les actifs risqués, le taux à 30 ans a au contraire connu une envolée spectaculaire de 110 points de base à 4,60% depuis fin août 2010. Sur la partie courte de la courbe, l'anticipation de Fed funds proches de zéro pour une période prolongée a pesé sur le taux 2 ans qui a perdu 50 points de base (bp) depuis août à 0,60%, conduisant ainsi l'écart entre les rendements à 2 ans et à 30 ans à toucher, jeudi, son plus haut niveau depuis 1977 à 402 bp. Il est revenu vendredi légèrement sous les 400 bp.

Une telle remontée des taux longs est à mettre, en théorie, au passif de la Fed.

Mais la Réserve fédérale a aussi effacé le risque d'un retour en récession (le «double dip») évoqué l'été dernier, permis un rebond des marchés actions, et encouragé comme elle le souhaitait une hausse des anticipations d'inflation.

La repentification de la courbe reste un phénomène assez naturel qui s'est déjà produit dans deux périodes de crise: entre 1990 et 1994 et entre 2000

Une réduction du programme jugée prématurée

et 2004. Elle a permis aux banques de se refaire une santé pendant la crise, et constitue un signal positif renvoyé par le marché sur les perspectives économiques. En attestent le redressement du système financier, et la révision à la hausse des prévisions de croissance de la Fed pour 2011 à un rythme compris entre 3% et 4%.

Si l'issue de la réunion de mercredi prochain sur le niveau des taux est scellée, la question sera de savoir quel sort sera réservé au programme QE2. Une augmentation de sa taille pourrait conduire à un nouvel écartement du spread 2/30 ans, et contredirait les récents indicateurs qui pointaient vers une accélération de la croissance américaine. A contrario, «ces indicateurs ne sont pas suffisamment forts pour justifier un changement dans le programme d'assouplissement quantitatif», estiment les stratèges d'UniCredit. Ceux de [BNP Paribas](#) jugent aussi que la Fed devrait s'en tenir à une interprétation prudente de l'embellie récente. L'institution remettra par ailleurs à jour ses prévisions économiques en tenant compte du stimulus fiscal décidé en décembre par les Etats-Unis, une perspective que le marché obligataire a déjà intégrée.

3

Le financement à court terme des banques est soumis à des vents contraires

Les professionnels déplorent les effets opposés de la nouvelle réglementation des OPCVM monétaires et celle de Bâle 3

par ALEXANDRE GARABEDIAN

Quand les nouvelles règles du jeu des banques et des fonds monétaires s'entrechoquent, c'est tout le financement à court terme des premières qui s'en trouve bouleversé. Les Rencontres des professionnels de la dette et des changes de Paris, le 19 janvier, ont permis de mettre le doigt sur les contradictions des réglementations élaborées en 2010.

En France, terre d'élection des fonds monétaires, la demande des OPCVM rencontrait jusqu'à présent l'offre de papier des banques. Mais au nom de la sécurité, l'Autorité européenne des marchés a décidé de réduire l'horizon d'investissement des fonds monétaires. Les OPCVM dits de court terme ne devront plus détenir d'actif d'une maturité résiduelle supérieure à 397 jours, ni dépasser une maturité

moyenne pondérée du portefeuille de 60 jours. Les nouvelles règles s'appliquent au 1er juillet, ou au 1er janvier 2012 pour les fonds existants avant mai 2010.

Les règles Bâle 3, au contraire, encouragent les banques à allonger la maturité de leur financement et à diminuer leur dépendance au marché. Le ratio de liquidité à 30 jours (LCR) testé dès 2011 pénalise notamment les certificats de dépôts. «Sous Bâle 3, un OPCVM monétaire n'est plus reconnu comme un fournisseur de liquidité. Les banques auront à l'avenir beaucoup moins intérêt à émettre des certificats de dépôt à un mois», explique Patrick Siméon, responsable des gestions monétaires chez Amundi.

Pour l'heure, la Banque centrale européenne inonde les banques de liquidités à court terme à prix fixe. L'impasse réglementaire n'a donc pas encore d'effet. «Mais l'on peut

s'interroger sur l'évolution du coût du financement à court terme des banques quand la [BCE](#) et la Fed mettront fin à leur politique d'allocation illimitée», relève Danielle Sindzingre, responsable mondiale trésorerie et repo de la Société Générale. Pour Jacques Fournier, directeur général statistiques à la [Banque de France](#), «le ratio LCR va conduire à une restructuration partielle du passif des banques» avec un transfert d'une partie du financement de gros assuré par les fonds monétaires vers les dépôts de la clientèle retail.

L'horizon de 397 jours imposé aux fonds monétaires court terme risque aussi de buter avec le futur ratio de liquidité à un an (NSFR) sous Bâle 3. «Cela limitera la capacité de certains OPCVM à répondre aux besoins des banques», estime Patrick Siméon.