

“La Polémique Monétariste”

Par Stewart Cowley

La Stratégie Newton Global Fixed Income

Surpondérer les marchés obligataires occidentaux en termes de durée, souspondérer le dollar américain

Il semble que nous ne soyons plus certains de grand-chose à l'heure actuelle (excepté que nous ne sommes plus autorisés à recourir à la notion de 'sauvetage' compte tenu de sa connotation négative et devrions privilégier l'expression bien plus lisse de 'plan de renflouement'). Mais le point sur lequel nous semblons tous nous accorder est que le sauvetage du système bancaire américain devrait avoir pour effet d'accroître la quantité de monnaie en circulation. Il s'agirait de cette vieille conception selon laquelle la Réserve Fédérale américaine descendrait à la cave et ferait métaphoriquement et physiquement tourner la machine à presse, inondant ainsi le monde de dollars américains.

Dans des circonstances normales, on pourrait penser que cela aurait un effet négatif sur le dollar américain, l'inflation et les rendements obligataires. Mais les circonstances actuelles sont tout sauf normales et, tout au long de ces dernières semaines, nous avons assisté à une appréciation du dollar, une baisse des attentes inflationnistes et un effondrement des rendements obligataires nominaux. Afin d'y voir plus clair, il conviendrait de revenir en arrière, au temps des études, et d'analyser l'équation suivante :

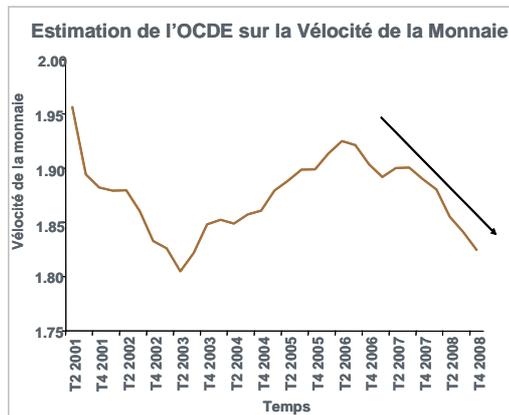
$$MV = PQ$$

Monnaie x Vitesse de la Monnaie = Prix (Inflation) x Quantité (PIB)

Le problème qui se pose alors est que la Vitesse de la Monnaie (c'est-à-dire sa vitesse de circulation au sein de l'économie du fait de la quantité prêtée de dollar, euro, livre ou toute autre devise) a atteint, pour ainsi dire, le point zéro (dans la mesure où les marchés interbancaires sont paralysés). Par conséquent, peu importe la quantité de monnaie que l'on injecte dans le système, cela ne sera pas reflété dans les prix ou le PIB et on se retrouve en situation de récession déflationniste. Si vous prêtez attention à certains échos du marché, vous constaterez qu'il s'agit bien de la situation dans laquelle les Etats-Unis se trouvent actuellement. Comme l'indique le graphique (en haut à droite), nombre d'éléments semblent confirmer le fait que la théorie appliquée à la vitesse de la monnaie n'est pas purement hypothétique – elle se reflète dans la réalité. En termes de gestion de portefeuille, il conviendrait d'être long sur la stratégie obligataire en termes de durée compte tenu de la baisse des rendements obligataires.

Par ailleurs, on aurait pu penser que cette situation aurait pénalisé le dollar américain. Mais l'élément qui complique la donne dans le cas présent est que, compte tenu des événements et du manque de dollars américains au sein du système (avec par exemple un taux de rendement sur les bons du Trésor américain proche des 0,2% annualisés), le billet vert s'apprécie face à l'euro, et ce, en dépit des efforts des banques centrales européennes pour libérer des dollars. En synthèse, il n'y a tout simplement plus assez de dollars parce qu'ils sont stockés ailleurs.

Tout cela peut rendre perplexe dans la mesure où l'interaction entre les quatre composantes de l'équation $MV=PQ$ n'est de toute évidence ni simple ni linéaire. En réalité, le nombre des combinaisons et des différentes possibilités est si important que nous avons tenté de les ramener dans un seul tableau (voir ci-dessous) en partant du principe que la monnaie va devenir plus disponible grâce à l'Emergency Economic Stability Bill américain (ou « EESB », anciennement dénommé « Troubled Asset Relief Programme » ou « TARP »).



Elle est représentée dans le graphique ci-dessous avec trois flèches orientées vers le haut (↑↑↑). Les autres variables sont également indiquées lorsqu'elles sont en baisse (↓), en hausse (↑), ou qu'elles évoluent de manière stable (→). On indique également l'impact sur les rendements obligataires et le dollar, ainsi que le positionnement requis du portefeuille afin de tirer parti de ces mouvements de marchés.

Evidemment, concevoir de tels schémas ouvre la voie à tout un ensemble de propositions alternatives, mais celui que nous présentons fait sens compte tenu de tous les éléments dont nous disposons à l'heure actuelle. Mais, si les estimations de l'OCDE confirment que la vitesse de la monnaie est en diminution, comme indiqué ci-dessus, la masse monétaire devrait rapidement s'accroître, le Congrès ayant adopté l'EESB. Dans un tel cas de figure, la Réserve Fédérale américaine (ainsi que la Banque Centrale Européenne et la Banque d'Angleterre) devrait baisser leurs taux d'intérêt afin d'exploiter toutes les options monétaires possibles et autoriser que l'argent provenant des interventions gouvernementales puisse s'introduire dans le système bancaire (ne serait-ce que pour stabiliser la situation). Seule l'histoire nous dira si et comment cela se produira, mais il est certain que nous en avons plus que jamais besoin, auquel cas nous passerions de la phase 1 à la phase 2 dans le présent schéma

La véritable transition de la phase 1 à la phase 2 (nous sommes probablement entre les deux phases en ce moment) ne surviendra que lorsqu'on aura soulagé ce manque chronique de dollars américains au sein du système, la seule raison pour laquelle la devise américaine s'est appréciée d'une manière aussi vigoureuse et irrationnelle. Dès que cela aura été réglé, alors (mais seulement dans ce cas de figure) le dollar américain arrêtera de s'apprécier. En fait, lorsque le dollar américain reprendra le chemin de la baisse, nous aurons alors la certitude que la lubrification entreprise par les banques centrales commence à produire ses effets. Personne ne sait si et quand cela se produira, mais la baisse du dollar sera alors aussi rapide (si ce n'est encore davantage) que la hausse enregistrée depuis le 7 août dernier quand il est sorti de sa fourchette de fluctuation autour de laquelle il évoluait depuis mi-février.

RESERVE EXCLUSIVEMENT AUX INVESTISSEURS
PROFESSIONNELS

8 octobre 2008, No. 282

Potentialités

Phase	M	V	P	Q	Données économiques	Rendements	Orientation du dollar américain	Position du Portefeuille en termes de durée	Position du Portefeuille vis-à-vis de l'USD	Comment
1 (Actuelle ment)	↑↑↑	↓↓↓	↓↓↓	↓↓↓	Craintes d'une dépression déflationniste	En baisse	En hausse	Long	Long	Absence de USD dans le système; repli sur les Bons du Trésor américains
2	↑↑↑	→	→	→	Point bas du cycle; stabilisation de la vélocité de la monnaie	Stable	En baisse	Neutre	Short	Les dollars américains sortent des bons du Trésor et circulent à travers le système et vers d'autres devises.
3	↑↑↑	↑↑	↑	↑	L'intervention gouvernementale se poursuit; la vélocité de la monnaie repart	En hausse	En hausse	Short	Long	Le plan EESB commence à produire ses effets; les Etats-Unis entament une reprise avant les autres économies
4	↑↑↑	↑↑↑	↑↑↑	↑↑↑	L'intervention gouvernementale se poursuit et la vélocité de la monnaie s'accélère au fur et à mesure que le système bancaire recommence à fonctionner normalement	En hausse	En baisse	Short	Short	Le plan EESB sauve la planète, la croissance et l'inflation se répandent partout mais les gestionnaires des risques observent que les investisseurs internationaux augmentent et généralisent les niveaux de risque.

Information Importante

Ce document constitue une offre financière d'ordre commercial et ne doit en aucun cas être considéré comme une recommandation d'investissement. L'information ci-incluse est à l'attention exclusive des investisseurs professionnels et les investisseurs privés ne devraient pas s'en tenir à celle-ci.

L'information ci-incluse se réfère à Newton Investment Management Limited et a été préparé par Newton Investment Management Limited pour une présentation par BNY Mellon Asset Management International Limited. Toutes les perspectives et opinions de ce document sont celles de Newton Investment Management Limited au moment de l'édition. BNY Mellon Asset Management International Limited et ces filiales ne sauraient en aucun cas être tenue responsable pour tout conseil en investissement donné sur la base des informations fournies.

Ce document ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans toute juridiction ou dans toute situation dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale ou non autorisée. La performance passée ne garantit en aucun cas une performance future. Les investissements sont sujets à risque et aucune garantie n'est donnée en ce qui concerne la réalisation d'objectifs d'investissement. La valeur des titres ainsi que le revenu qui en découle peut évoluer à la hausse comme à la baisse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer l'intégralité du montant initialement investi

Ce document ne devrait pas être publié sous la forme papier, la forme électronique, via le web ou dans aucun autre moyen accessible au public, à l'exception d'une autorisation de BNY Mellon Asset Management International Limited. Pour continuer à améliorer notre service et notre intérêt pour votre sécurité, nous pouvons enregistrer vos appels émis vers nos collaborateurs. Les positions des portefeuilles peuvent varier à tout moment sans information préalable. Les informations ci-incluses sont fournies uniquement à titre explicatif et ne devraient pas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque. Dans le cas où ce document est utilisé ou distribué au Royaume Uni ou en Europe continentale (à l'exception de l'Allemagne), celui-ci est émis par BNY Mellon Asset Management International Limited. BNY Mellon Asset Management International Limited, The Bank of New York Mellon Centre, 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA. Enregistrée en Angleterre sous le No. 1118580. Agréée et réglementée par le Financial Services Authority. BNY Mellon Asset Management International Limited, BNY Mellon Global Management Limited (MGM) et Newton Investment Management Limited sont toutes des filiales de The Bank of New York Mellon Corporation.

www.bnymellonam.com / www.newton.co.uk

CP2500-08-10-08



BNY MELLON
ASSET MANAGEMENT

NEWTON
The Power of Ideas