

Allocation d'actifs

Le thème du mois

Réduction du bilan de la Fed : quel impact sur le marché des titres du Trésor ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

En réponse à la Grande Récession de 2008-2009 et à la faiblesse de la croissance qui s'est ensuivie, la Fed s'est lancée dans plusieurs opérations d'achats massifs d'actifs financées par création monétaire, opérations aussi appelées « assouplissement quantitatif » (QE, « *quantitative easing* »). La taille du bilan de la Fed est passée de moins de 900 Mds \$ fin 2007 à environ 4 500 Mds \$ aujourd'hui. À l'actif, la Fed détient 2 460 Mds \$ de titres du Trésor américains et 1 750 Mds \$ de titres hypothécaires titrisés (MBS, « *Mortgage-Backed Securities* »). Alors que les derniers achats réalisés dans le cadre du QE3 ont été réalisés fin 2014, la Fed a maintenu inchangée la taille de ces détentions de titres du Trésor et de MBS en réinvestissant les titres arrivant à maturité. Les membres du FOMC prévoient désormais de réduire le bilan de la Fed et ont précisé récemment comment ils comptaient s'y prendre.

Nous aborderons tout d'abord dans ce texte les effets qu'ont eus sur les taux d'intérêt les programmes de QE de la Fed avant de nous focaliser sur la stratégie de réduction de bilan de la Fed et sur ses impacts. Nous évoquerons également d'autres facteurs techniques à prendre en compte pour le marché des titres du Trésor, comme les détentions de titres par les non-résidents.

Quel a été l'impact des trois opérations de QE et de l'Opération Twist sur les taux longs ?

Dans la communication des membres du FOMC, une étude d'économistes de la Fed est reprise quasi systématiquement pour évoquer l'effet des politiques quantitatives de la Fed sur les taux d'intérêt : « *The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates* », publié en avril 2017. **En optant pour une méthodologie de type « stock », les auteurs de cette étude estiment que les trois opérations de QE et de l'Opération Twist (quand la Fed avait vendu des titres de maturité courte pour acheter des titres de maturité longue) ont eu pour effet cumulé de faire baisser le taux 10 ans américain de 100 pbs.** Leur modèle fait l'hypothèse que les rendements obligataires sont déterminés par cinq variables dont une variable d'offre de titres du Trésor (les détentions hors Fed de titres du Trésor considérées en « 10 ans équivalent » et en % du PIB) et deux variables d'offre de MBS (les détentions hors Fed de MBS considérées en % du PIB et la durée moyenne du marché MBS).

Dès la fin de l'année 2017, du simple fait de la diminution de la maturité résiduelle des obligations détenues, la réduction de la prime de terme 10 ans causée par les trois opérations de QE et l'opération Twist ne sera plus que de 85 pbs. En faisant l'hypothèse que le non-réinvestissement partiel des titres détenus par la Fed arrivant à maturité débiterait à la mi-2018 et se poursuivrait jusqu'à ce que les réserves des banques détenues à la Fed tombent à 100 Mds\$, **les économistes de la Fed estiment que l'effet des trois opérations de QE et l'opération Twist sur le taux 10 ans se dissiperait lentement au cours des années à venir : il ne serait plus que 70 pbs fin 2018 et 50 pbs fin 2019.**

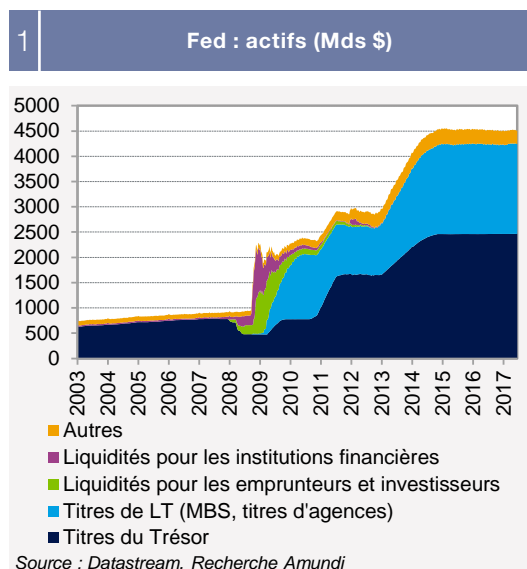
Comment va se dérouler le dégonflement du bilan de la Fed ?

Après avoir des indications dans les minutes du comité de mai, les membres du FOMC ont apporté des précisions aux Principes de

L'essentiel

Les membres du FOMC prévoient de réduire le bilan de la Fed d'ici la fin de l'année et ont précisé récemment comment ils comptaient s'y prendre. Nous abordons les effets qu'ont eus sur les taux d'intérêt les programmes de QE de la Fed avant de nous focaliser sur la stratégie de réduction de bilan de la Fed et sur ses impacts. D'autres facteurs techniques sont à prendre en compte, comme les détentions de titres par les non-résidents.

Même si la réduction du bilan de la Fed se fait très graduellement, les montants que les investisseurs hors Fed devront absorber seront très importants. L'impact que ce changement de politique aura sur les taux longs américains dépendra d'autres paramètres, comme les mesures budgétaires mais aussi de l'évolution de la politique de change de la Chine, premier détenteur de titres du Trésor américains. Dans l'hypothèse peu probable de fortes mesures de relance budgétaire, les montants à absorber par les investisseurs américains hors Fed pourraient être de très grande ampleur, ce qui aurait un fort impact sur les taux longs.



Juillet/Août 2017

Normalisation de sa Politique au sujet de comment le dégonflement du bilan de la Fed sera opéré :

- La Fed arrêterait de réinvestir les titres qu'elle détient et qui arrivent à maturité à hauteur de 6 Mds \$ par mois pour les titres du Trésor et 4 Mds \$ par mois pour les MBS.
- Ces montants seraient revus à la hausse tous les trimestres de 6 Mds et 4 Mds respectivement jusqu'à atteindre 30 et 20 Mds.
- Cette politique de non-réinvestissement se poursuivrait jusqu'à ce que le FOMC juge que la Fed « ne détient pas plus de titres que nécessaire pour implémenter sa politique monétaire de façon efficace ».

La Fed table sur une normalisation de son bilan en trois ans. Le communiqué du FOMC de juin indique que la décision de réduire la taille du bilan devrait être prise cette année, vraisemblablement lors du FOMC de septembre ou de celui de décembre. Nous avons estimé dans les deux cas les montants de titres du Trésor qui ne seraient pas réinvestis (voir graphique 3). Rappelons que 427 Mds \$ de titres du Trésor détenus par la Fed arriveront à maturité en 2018 et 366 Mds \$ en 2019.

Si le FOMC prend en septembre la décision de réduire son bilan et qu'elle entreprend cela à partir d'octobre :

- La Fed ne réinvestirait pas 229 Mds\$ de titres du Trésor sur les 427 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2018 (c'est-à-dire 53 %) et ne réinvestirait pas 256 Mds\$ de titres du Trésor sur les 366 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2019 (c'est-à-dire 70 %).
- Le bilan de la Fed baisserait d'environ 400 Mds \$ en 2018, 500 Mds \$ en 2019 et 400 Mds en 2020.

Si le FOMC prend en décembre la décision de réduire son bilan et qu'elle entreprend cela à partir de janvier 2018 :

- La Fed ne réinvestirait pas 174 Mds\$ de titres du Trésor sur les 427 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2018 (c'est-à-dire 41 %) et ne réinvestirait pas 256 Mds\$ de titres du Trésor sur les 366 qu'elle détient et qui arriveront à maturité en 2019 (c'est-à-dire 70 %).
- Le bilan de la Fed baisserait d'environ 300 Mds \$ en 2018, 500 Mds \$ en 2019 et 400 Mds en 2020.

Plusieurs remarques au sujet de ce projet :

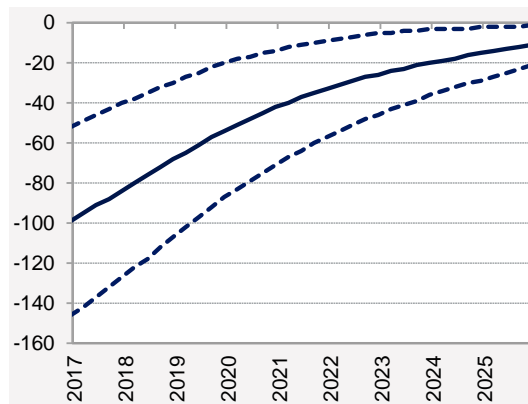
- Quel que soit le montant de titres du Trésor arrivant à échéance lors d'un mois donné, pas plus de 30 Mds \$ seront non-réinvestis : il n'y aura donc pas d'à-coups ponctuels avec de très grandes quantités à absorber pour le marché privé.
- En supposant que la Fed ne revienne pas sur ce mécanisme, le bilan de la Fed tournera aux alentours de 3000 Mds \$ à la fin 2020 et les détentions de MBS et de titres du Trésor auront baissé pour des montants à peu près équivalents.

Une fois le dégonflement du bilan enclenché, les investisseurs hors Fed devront absorber le volume d'émissions nettes plus les volumes non-réinvestis par la Fed. Ils devront absorber aux alentours de 720 Mds \$ de titres du Trésor de long terme en 2018 et près de 860 Mds \$ en 2019 (respectivement 660 et 860 si l'annonce est faite en décembre). Ces montants sont très élevés et il sera donc très important que la communication qui accompagne ce changement de politique soit très précautionneuse pour ne pas susciter de réaction abrupte de marché.

Attention, la Fed n'est pas la seule à se désengager du marché obligataire américain : la part de détention des non-résidents a baissé

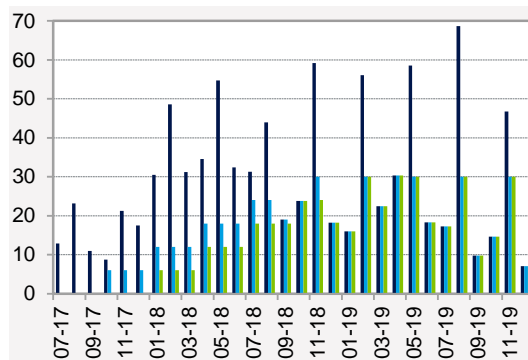
La part des investisseurs non-résidents dans la structure de détentions des obligations souveraines est une variable fréquemment utilisée dans les modèles économétriques des taux longs or la part des titres du Trésor négociables détenus par les non-résidents a chuté sous 45 % pour la première fois depuis 2004. Cela a

2 Effet sur la prime de terme 10 ans des politiques non conventionnelles de la Fed



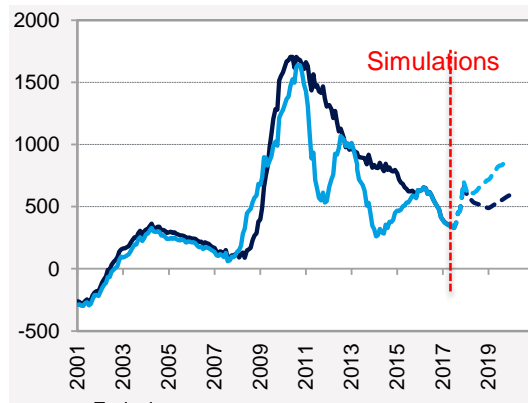
Source : Bonis, Kandrac & Pardue (2017)

3 Estimation du non-réinvestissement de titres du Trésor par la Fed (Mds \$)



Source : NY Fed, Recherche Amundi

4 Émissions nettes de titres du Trésor de maturité longue (somme 12 mois, Mds \$)



Source : Datastream, Recherche Amundi

Juillet/Août 2017

été l'un des principaux déterminants de l'évolution des taux longs américains sur les derniers trimestres. D'ailleurs, la corrélation de la variation mensuelle du taux 10 ans et celle du taux de détention des titres du Trésor par les non-résidents (en considérant une corrélation glissante sur 24 mois) n'a jamais été aussi négative.

La baisse de la détention des non-résidents provient essentiellement des acteurs officiels (banques centrales, fonds souverains) alors que la part des titres du Trésor détenus par les acteurs privés non-résidents s'est stabilisée sur l'année 2016. **La baisse de la détention des titres du Trésor du secteur officiel étranger est très largement imputable à la baisse de la détention chinoise (environ 200 Mds \$ entre juin 2016 et mars 2017). Cela est à relier aux importantes sorties de capitaux subies par la Chine sur la période. La politique de change de la PBoC n'a jamais été aussi importante pour le marché obligataire américain.**

Au contraire, la détention de titres du Trésor par les investisseurs américains hors Fed a très fortement augmenté lors des derniers trimestres, d'environ 4,5 trillions de dollars début 2016 à environ 5,5 trillions en mars 2017.

Nous nous retrouvons donc dans une situation où :

- La Fed souhaite réduire ses détentions de titres du Trésor
- Le secteur officiel étranger a réduit ses détentions ces derniers trimestres
- La détention de titres du Trésor par le secteur privé étranger s'est stabilisée en 2016.

En conséquence, il serait une erreur de considérer la réduction du bilan de la Fed isolément pour estimer l'impact sur les taux longs américains.

Conclusion

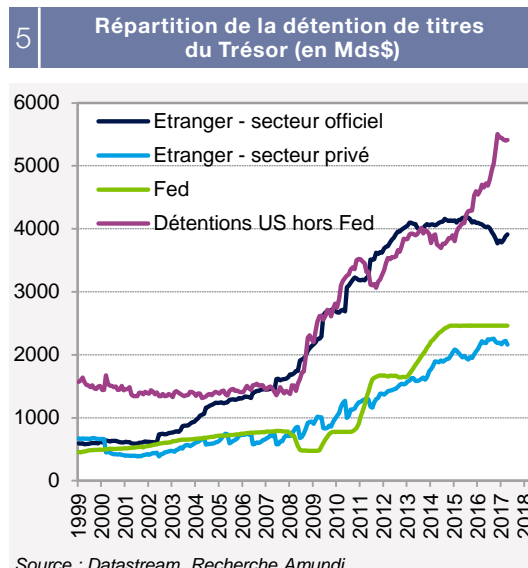
Même si la réduction du bilan de la Fed se fait très graduellement, les montants que les investisseurs hors Fed devront absorber seront très importants. L'impact que ce changement de politique aura sur les taux longs américains dépendra d'autres paramètres, comme les mesures budgétaires mais aussi de l'évolution de la politique de change de la Chine, premier détenteur de titres du Trésor américains. Dans l'hypothèse peu probable de fortes mesures de relance budgétaire, les montants à absorber par les investisseurs américains hors Fed pourraient être de très grande ampleur, ce qui aurait un fort impact sur les taux longs.

> Comment la politique de change de la Chine impacte le marché des titres du Trésor

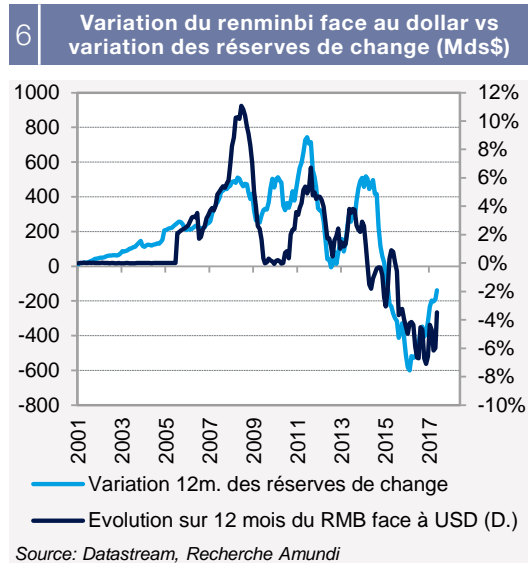
Pendant une longue période, la Chine a empêché l'appréciation de sa devise malgré de gigantesques excédents courants en accumulant des réserves de change (composées pour environ 40 % de titres du Trésor américains). C'est ainsi que la Chine est devenue le premier détenteur de titres du Trésor. Longtemps accusée de maintenir sa devise à un niveau artificiellement bas, la Chine a entrepris de faire apprécier le renminbi à nouveau à partir de 2010.

Des quatre grandes zones monétaires (Etats-Unis, Chine, Zone Euro, Japon), c'est la Chine qui a absorbé l'essentiel des ajustements de change après la Grande Récession: les Etats-Unis, le Japon et la zone euro ont tour à tour déprécié leur devise respective via les programmes de QE. Après la très forte appréciation réelle du renminbi sur la période 2008-2014 et surtout avec la forte appréciation du dollar entre la mi-2014 et la fin 2015, les autorités chinoises ont décidé de désarrimer le renminbi du dollar afin d'éviter une appréciation excessive du renminbi. La PBoC a suivi l'évolution du renminbi face à un panier de devises, le panier CFETS, à partir de décembre 2015. Le renminbi a tout d'abord baissé en termes effectifs avant de se stabiliser de façon remarquable depuis un an. Pour assurer cette stabilité du panier, les autorités chinoises ont opté pour une dépréciation du renminbi face au dollar dans les phases de forte appréciation du dollar et vice-versa.

Les pressions à la baisse sur le renminbi ont induit une baisse des réserves de change. Pendant les années d'expansion monétaire de la Fed, de nombreuses entreprises chinoises ont emprunté en dollar puis se sont rapidement désendettées lorsque le dollar s'est mis à s'apprécier. Cela couplé au ralentissement de l'économie chinoise a induit des sorties de capitaux très importantes, induisant une pression baissière sur le renminbi et une partie des réserves de change a été liquidée pour pouvoir rembourser les créances en USD. Les réserves de change chinoises sont ainsi passées de 3840 Mds \$ fin 2014 à 3050 Mds \$ en mai 2017.



“ La politique de change de la PBoC n'a jamais été aussi importante pour le marché obligataire américain ”





Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Factor Investing : The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI – *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Huile de Palme_ Le dilemme environnemental**
ELSA BLOTIÈRE, JULIEN GROUILLET, AURÉLIE RENARD – *Analyse ESG*
- **The Global Trade Slowdown: Structural or Cyclical?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU – *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**
CATHERINE CROZAT – *Analyse ESG*

Éditions spéciales_ Élection présidentielle française 2017

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent... retour aux fondamentaux**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle : Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALÉRIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images - traveler1116