



La confiance  
ça se mérite

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## Thematic paper | CROSS ASSET Investment Strategy

Octobre 2017

La recomposition du **FOMC** va-t-elle  
modifier les perspectives de politique  
monétaire aux États-Unis ?



RESEARCH  
STRATEGY  
& ANALYSIS

Document à l'usage exclusif  
des clients professionnels,  
prestataires de services d'investissement  
et autres professionnels du secteur financier

# La recomposition du **FOMC** va-t-elle modifier les perspectives de politique monétaire aux États-Unis ?



**BASTIEN DRUT,**  
Stratégie et Recherche  
Économique

Achévé de rédiger le 2/10/2017

## L'essentiel

Donald Trump devrait annoncer dans les prochaines semaines son choix pour le poste de président du Conseil des Gouverneurs de la Fed. Avec les démissions récentes de Daniel Tarullo et Stanley Fischer, le président américain a le pouvoir de remodeler en profondeur et pour longtemps la composition du FOMC. Toutefois, le manque de marges de manœuvre budgétaires ne plaide pas pour un changement radical de politique monétaire et pour une remontée rapide des taux directeurs.

Alors que la Fed vient le 20 septembre de franchir une étape historique en entamant le processus de dégonflement de son bilan, la question de la composition du FOMC devient cruciale pour la poursuite du cycle de resserrement de *fed funds*. Après Daniel Tarullo en avril 2017, Stanley Fischer vient de démissionner de son poste de vice-président du *Board of Governors* pour raisons personnelles. Sa démission sera effective le 13 octobre. **En conséquence, quatre des sept sièges du Board of Governors seront vacants après le 13 octobre** (Barack Obama avait proposé Allan Landon et Kathryn Dominguez pour pourvoir deux postes vacants en 2015 mais le Sénat, contrôlé par les Républicains depuis les élections de 2014, n'a jamais confirmé ces nominations).

**Mais ce n'est évidemment pas tout puisque le mandat de présidente du Board of Governors de Janet Yellen prendra fin le 3 février 2018.** La question de sa reconduction ou non est au cœur des débats depuis la campagne présidentielle américaine et il appartient désormais au président Donald Trump de la reconduire

### 1/ Taux effectif de fed funds vs taux d'intérêt indiqué par la règle de Taylor 1993



ou non dans ses fonctions. Dans le cas où Donald Trump choisirait un autre président pour le Board, Janet Yellen pourrait rester au *Board of Governors* puisque son mandat de gouverneur court jusqu'au 31 janvier 2024 mais en aurait-elle vraiment envie après un tel désaveu? **Si Janet Yellen venait à quitter son poste de gouverneur, Donald Trump serait en position de nommer 5 des 7 membres du Board.**

## Il existe une très forte incertitude sur la composition du FOMC en 2018.

Rappelons rapidement le fonctionnement du FOMC. Théoriquement, celui-ci est composé de 12 votants :

- Les sept membres du Board of Governors, qui ont un droit de vote permanent
- Le président de la Fed de New York, qui a un droit de vote permanent
- Quatre présidents de Fed régionales, alternant chaque année.

Il y a 8 FOMC par an dont 4 sont plus probables que les autres pour des hausses de *fed funds* (mars, juin, septembre, décembre) car y sont présentées de nouvelles projections économiques et y est organisée une conférence de presse par le président du FOMC. Pour le FOMC de mars 2018, nous ne pouvons être sûrs pour le moment que de l'identité de 6 votants sur 12: Lael Brainard, Jerome Powell, Bill Dudley et trois présidents de Fed régionales (Jeffrey Lacker n'a pas encore été officiellement remplacé à la tête de la Fed de Richmond). **L'incertitude sur l'identité des votants au FOMC en 2018 est donc très forte.**

### Les votants au FOMC en 2018

Board of Governors		
Votants 2017		Votants 2018
Lael Brainard	→	Lael Brainard (fin de mandat: 31 janvier 2026)
Jerome Powell	→	Jerome Powell (fin de mandat: 31 janvier 2028)
Janet Yellen	→	?
Vacant	→	Randy Quarles
Vacant	→	?
Vacant	→	?
Vacant	→	?
Droit de vote permanent au FOMC		
Bill Dudley	→	Bill Dudley (fin de mandat: 28 février 2021)
Présidents de Fed régionales ayant le droit de vote au FOMC en 2018		
Raphael Bostic, président de la Fed d'Atlanta		
John Williams, président de la Fed de San Francisco		
Loretta Mester, présidente de la Fed de Cleveland		
Mark Mullinix, président par intérim de la Fed de Richmond		

### Qui sont les présidents de Fed régionales qui voteront au FOMC en 2018?

- **Loretta Mester** est devenue présidente de la Fed de Cleveland en juin 2014. Elle a voté au FOMC en 2014 et 2016. Elle a voté 2 fois contre le communiqué du FOMC, en septembre et novembre 2016, car elle aurait préféré que le FOMC remonte les *fed funds* plutôt que d'opter pour le statu quo. Loretta Mester fait partie des « faucons » au sein du FOMC. Le 7 septembre, elle a déclaré que « la Fed ne pouvait pas attendre que les objectifs du FOMC soient totalement atteints pour agir, car il faut un peu de temps pour que la politique monétaire agisse sur l'économie. »
- **John Williams** est devenu président de la Fed de San Francisco le 1<sup>er</sup> mars 2011, succédant à ce poste à Janet Yellen. Il a voté au FOMC en 2012 et 2015 et n'a jamais voté contre le communiqué du FOMC. John Williams fait partie des « centristes » du FOMC. Le 22 septembre, il a déclaré que la Fed pouvait remonter les *fed funds* en décembre puis trois fois supplémentaires en 2018.
- **Raphael Bostic** est devenu président de la Fed d'Atlanta le 5 juin 2017. Il n'a jamais voté au FOMC. Il n'a effectué que très peu de déclarations au sujet de la politique monétaire. Le 26 septembre, il a indiqué que la politique de la Fed n'était pas « excessivement accommodante », notamment en raison de la persistance de la faiblesse de l'inflation, mais s'est montré ouvert à une hausse de taux directeurs en décembre. Il fera sans doute partie des « centristes ».
- **Mark Mullinix** est président par intérim de la Fed de Richmond depuis le 4 avril 2017. On sait actuellement peu de chose sur sa perception de la politique monétaire mais il remplace le très « faucon » Jeffrey Lacker, en faveur d'une normalisation rapide des *fed funds*.

## Qui sera le prochain président du Board of Governors? Janet Yellen, Gary Cohn, Kevin Warsh ou Jerome Powell?

**Pour le moment, Donald Trump a été plus lentement que ses prédécesseurs en ce qui concerne les nominations aux postes clefs de son administration.**

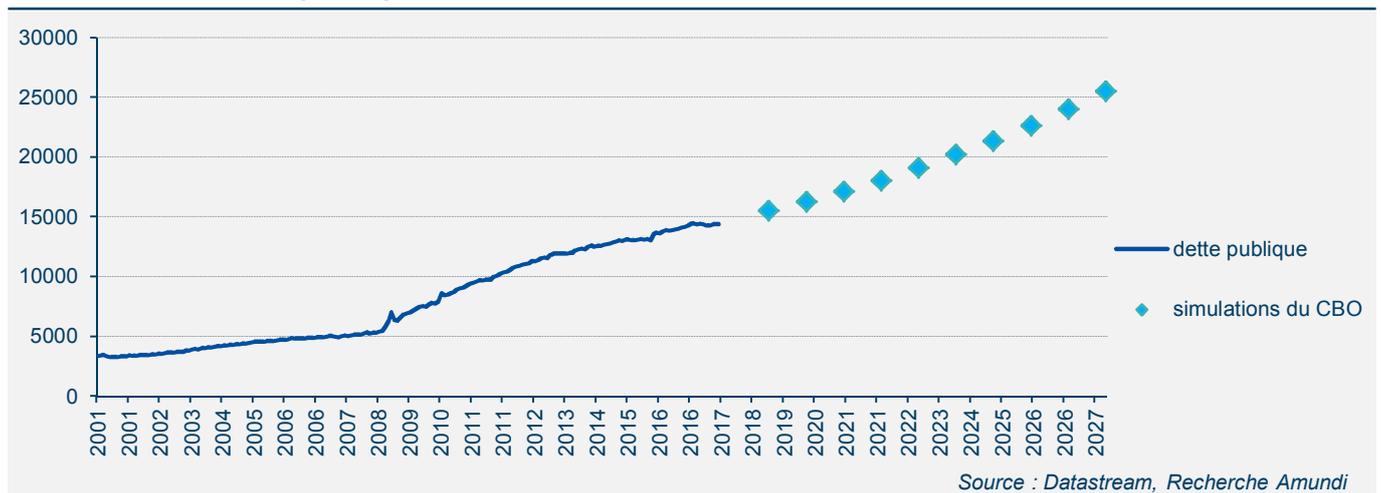
Alors que plusieurs postes sont vacants au *Board of Governors*, il n'y a nommé qu'une personne pour le moment. Il a choisi Randal Quarles, qui a passé plusieurs années au Trésor sous l'administration Bush avant de rejoindre le secteur financier et de fonder sa société d'investissement *The Cynosure Group*. La confirmation de Randal Quarles par le Sénat devrait être une formalité, plusieurs Démocrates ayant annoncé soutenir sa candidature. Randal Quarles devrait travailler sur les sujets de régulation bancaire, qu'il souhaiterait assouplir. En ce qui concerne sa vision de la politique monétaire à proprement parler, nous disposons de peu d'éléments mais Randal Quarles a déclaré récemment que la résistance de la Fed à utiliser des règles mécaniques de politique monétaire était épouvantable ( "a crazy way to run a railroad").

**Selon la presse, Donald Trump hésiterait pour le poste de président du Board entre la reconduction de Janet Yellen et la nomination de Kevin Warsh, de Jerome Powell ou Gary Cohn.**

Alors que la Fed a effectué quatre hausses de taux et engagé le dégonflement du bilan sous sa présidence, Janet Yellen a indiqué (« *Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy* », 26 septembre 2017) qu'avec des conditions s'étant autant améliorées sur le marché du travail, l'incertitude sur les perspectives d'inflation requerrait un ajustement des *fed funds* qui ne soit pas trop rapide (ce qui pourrait nuire à la remontée de l'inflation), mais qui ne soit pas trop lent non plus (ce qui pourrait causer une surchauffe du marché du travail).

Kevin Warsh est une autre personne avec laquelle Donald Trump s'est entretenu récemment pour le poste de président du Board. Kevin Warsh a travaillé pour Morgan Stanley de 1995 à 2002, avant de devenir conseiller du Président George W. Bush sur les questions économiques jusqu'en 2006. Il est devenu le plus jeune gouverneur du Board de la Fed en 2006 à 35 ans. Kevin Warsh n'a jamais voté contre le communiqué du FOMC mais, comme l'explique Ben Bernanke dans ses mémoires, il était sceptique sur l'annonce du QE2 et ne l'a vraisemblablement voté que par respect pour Bernanke. Il démissionnera du Board quelques semaines après l'annonce du QE2, au début de l'année 2011. Kevin Warsh s'est montré très critique récemment vis-à-vis de la politique de la Fed (« *America needs a steady, strategic Fed* », WSJ, 30 janvier 2017) et souhaite que la Fed remonte ses taux directeurs de façon plus systématique en fonction des déviations par rapport aux objectifs d'inflation et de plein-emploi. Selon lui, « *la Fed devrait établir un objectif d'inflation aux alentours de 1 à 2 % entouré d'une bande de valeurs acceptables* » et les déviations que connaît l'inflation depuis quelques trimestres par rapport à sa cible de 2 % ne justifient pas une politique aussi accommodante.

## 2/ États-Unis: dette publique (Mds\$)



Le Gouverneur Jerome Powell fait partie des personnes que Donald Trump a rencontrées pour le poste de président du Board. Jerome Powell est membre du Board depuis mai 2012. Tout comme Kevin Warsh, Jerome Powell est un Républicain mais ses prises de position suggèrent une forte proximité avec les vues de Janet Yellen sur les questions de politique monétaire.

Enfin, Gary Cohn est l'actuel directeur du *National Economic Council* et très proche conseiller du président. Son profil diffère notamment de celui de Janet Yellen, Kevin Warsh et Jerome Powell car il n'a jamais occupé de poste au sein du Board et qu'il a travaillé chez Goldman Sachs de 1990 à 2017. Il serait plutôt en faveur d'une remontée graduelle des *fed funds*.

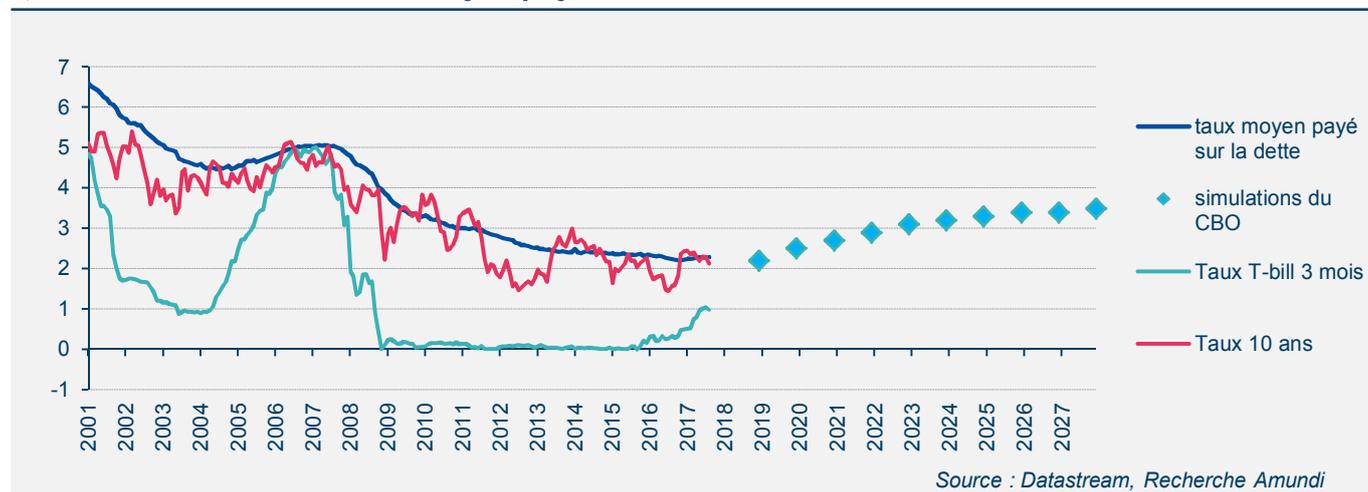
**Toutefois, que Donald Trump reconduise Janet Yellen ou nomme Kevin Warsh, Jerome Powell ou Gary Cohn à la tête du Board, il ne faut pas oublier que trois autres sièges seront à pourvoir et que Donald Trump est en mesure d'obtenir un FOMC qui pourrait établir une politique monétaire globalement en ligne avec ses attentes.**

### **Pour Donald Trump, une politique de remontée rapide des taux n'est pas souhaitable avec la progression rapide de la dette publique.**

Depuis son arrivée au pouvoir, Donald Trump a essayé un certain nombre de déconvenues sur le plan politique, qu'il s'agisse de l'abrogation de l'Obamacare, de son programme d'infrastructures ou de sa réforme fiscale. L'un des points communs de ces déconvenues est l'opposition d'une frange des parlementaires républicains très conservateurs en matière budgétaire (les fameux « *fiscal hawks* »), pour qui la progression de la dette publique est un grave danger pour l'économie américaine.

Selon les projections du CBO réalisées en juin dernier, le déficit américain va se creuser mécaniquement sur la prochaine décennie, essentiellement à cause du vieillissement de la population et donc de l'augmentation du coût de la Sécurité Sociale. En conséquence, le ratio dette-sur-PIB va progresser très rapidement d'ici à 2027 (aux environs de 100 % en 2027 pour la seule dette fédérale). Certes, pour réaliser ses projections, le CBO a fait l'hypothèse d'une remontée progressive du taux d'intérêt payé sur la dette, jusqu'à 3,50 % en 2027 (contre 2,28 % au mois d'août 2017), un niveau que l'on peut considérer comme un peu élevé. **Mais un changement de cadre conceptuel avec un passage à une règle de Taylor pourrait grandement compliquer la donne et amener une révision à la hausse des prévisions de dette publique.** La règle de Taylor introduite par John Taylor en 1993 indique que les *fed funds* devraient actuellement se trouver légèrement au-dessus de 3 % contre une fourchette de 1-1.25 % actuellement. Une convergence rapide des *fed funds* vers les 3 % de cette règle de Taylor aurait deux conséquences principales : 1) une augmentation plus rapide que prévu du coût de la dette publique,

### 3/ États-Unis : taux d'intérêt moyen payé sur la dette





## Recent publications

---

### Thematic Papers

**Impact de la hausse des rendements des obligations sur la valorisation des obligations d'entreprises**

Sergio BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique* – Septembre 2017

**Taux de défaut du haut rendement américain : tendances actuelles et perspectives**

Sergio BERTONCINI, *Stratégie et Recherche Économique* – Septembre 2017

**Les marchés sous-estiment la capacité de la Fed à remonter ses taux**

Valentine AINOUZ, Bastien DRUT, *Stratégie et Recherche Économique* – Septembre 2017

**Élections allemandes : continuité attendue... ou presque**

Tristan PERRIER, *Stratégie et Recherche Économique* – Septembre 2017

**Les banques : le maillon faible de la reprise européenne**

Valentine AINOUZ, *Stratégie et Recherche Économique*, Yasmine DE BRAY, *Analyse Actions* – Octobre 2016

---

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

Septembre 2017 | Thematic paper

---

### Avertissement

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](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 1086262605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437574452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: iStock by Getty Images - jcarillet

Retrouvez l'ensemble  
de notre expertise sur le site:  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT