THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views

Pierre BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

La Fed ne s'est jamais engagée à maintenir les taux d'intérêt à long terme stables

Rythme des achats de la Fed : un enjeu clé pour les marchés

La Fed est déterminée à maintenir des conditions monétaires très accommodantes et ses taux directeurs inchangés jusqu'à ce que l'économie ait retrouvé le plein-emploi et que l'inflation se soit stabilisée au-dessus de son objectif de 2,0 %. Elle est, en revanche, restée vague jusqu'à présent quant aux facteurs déterminant le rythme de ses achats d'actifs. Seule certitude, ils devront être réduits bien avant de relever les taux directeurs. Mais quand et sur quelle base ? La réduction du rythme des achats de titre comporte des avantages, mais n'est pas sans risques. En effet, les épisodes de pentification passés montrent qu'ils ont tendance à être assez abrupts et à générer de la volatilité sur les marchés. Le défi pour la Fed sera donc de piloter une pentification graduelle de la courbe.

Le récent mouvement haussier des taux d'intérêt américains à long terme est principalement imputable à la hausse des anticipations d'inflation et non à une hausse des taux d'intérêt réels. Dans un scénario où la croissance du PIB américain est appelée à s'accélérer (5,2 à 5,7 % dans notre scénario central en 2021, puis 2,6 à 3,2 % en 2022), les taux réels pourraient également s'ajuster. La stratégie de la Réserve fédérale est un paramètre clé à surveiller qui aura des répercussions sur la construction des portefeuilles.

Depuis la révision de con cadre stratégique, la fonction de réaction de la Fed a évolué. En ciblant une inflation moyenne de 2 % durant le cycle, la Fed vise à ancrer durablement les taux d'intérêt à court terme à leur niveau actuel. Le FOMC s'est également engagé à ne pas durcir les conditions monétaires tant que l'économie n'aura pas retrouvé le plein-emploi (défini à partir de critères multiples tels que l'emploi des minorités, des femmes ou des groupes d'âge), et que l'inflation ne se sera pas stabilisée au-dessus de la cible. Depuis juin 2020, la Fed achète chaque mois pour 120 milliards de dollars de titres (80 milliards de titres du Trésor, 40 milliards de MBS). Son bilan s'accroît donc au rythme de près de 1 500 milliards de dollars par an (7,5 % du PIB). Cette expansion du bilan est nécessaire pour maintenir des conditions monétaires et de crédit très accommodantes grâce à des taux d'intérêt à long terme bas durant la phase de reprise.

Taper tantrum 2.0

À mesure que l'économie américaine sort de la crise et si les pressions inflationnistes se concrétisent plus tôt que prévu suite aux mesures de relance budgétaire et à la « demande latente », la Fed pourrait être amenée à revoir sa politique. Elle ne s'est, après tout, jamais engagée à maintenir inchangé le

1/ **Phases de pentification des rendements UST 10 ans-2 ans**

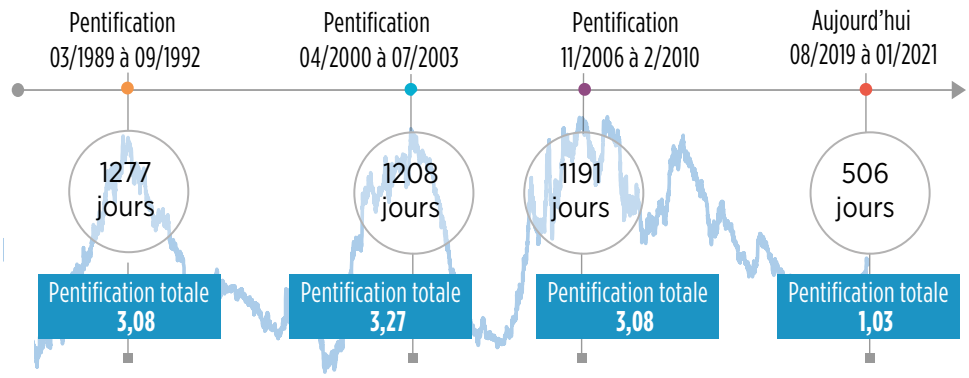
Source : Federal Reserve Bank of St Louis, Recherche Amundi - Données au 25 janvier 2021

THÉMATIQUE GLOBAL VIEWS

La courbe des taux américains (10 ans-2 ans) s'est pentifiée, en moyenne, de 300 points de base sur 3 ans lors des cycles précédents

Phases de pentification depuis 1989

Phases de pentification de l'UST 10 ans-2 ans



2019-? Potentiel	Jours*	Pentification totale
Moyenne	1225	3,14
Restant	719	2,11

* Calculs incluant les jours de fermeture du marché

Source : Refinitiv, Recherche Amundi

rythme de ses achats d'actifs ; et il clair que ces derniers devront être réduits bien avant que les taux directeurs ne soient relevés. Par conséquent, c'est la trajectoire de ses achats d'actifs qui, en définitive, définira celle taux des emprunts du Trésor à long terme cette année. C'est ce qui explique les craintes d'un « taper tantrum 2.0 » en référence à l'épisode d'avril 2013 où les taux à 10 ans avaient augmenté de 120 points de base en 4 mois après l'annonce de Ben Bernanke.

De toute évidence, il n'est pas dans l'intérêt de la Fed de déstabiliser le marché obligataire ou le système financier américain. L'argument principal contre une réduction des achats de titres est que le niveau d'endettement de l'économie est beaucoup trop élevé (gouvernement fédéral, entreprises et ménages) et qu'un alourdissement significatif du fardeau de la dette ne serait pas « soutenable » et pourrait compromettre la reprise. Pourtant, il est tout aussi clair que la Fed pourrait considérer qu'il est temps de réduire le niveau d'accommodation monétaire si la croissance du PIB nominal s'accélère et que la pandémie prend fin. En effet, la Fed ne s'est jamais engagée à maintenir les taux d'intérêt à long terme stables, et plusieurs arguments plaident en faveur d'une réduction « précoce » et graduelle de ses achats : (i) éviter une baisse des taux réels en phase de reprise, (ii) redonner aux marchés un rôle dans l'ancrage des anticipations d'inflation, (iii) lisser la hausse des taux d'intérêt obligataires, (iv) restaurer une certaine marge de manœuvre de politique monétaire pour pouvoir face à un éventuel nouveau retournement de situation. Certains membres du FOMC ont d'ores et déjà commencé à envisager cette option pour 2021. La Fed doit donc clarifier sa stratégie le plus tôt possible, car la rhétorique de « taper tantrum » va probablement monter en puissance à mesure que le PIB retrouvera ses niveaux d'avant-crise.

Encore 200 pb en deux ans pour la pente de la courbe (10 ans-2 ans) des obligations du Trésor américain

Une des nombreuses conséquences d'une réduction progressive des achats de la Fed serait une pentification de la courbe des taux. Or, les épisodes de pentification passés montrent qu'ils ont tendance à être assez abrupts et à générer de la volatilité sur les marchés. Le défi pour la Fed sera donc de piloter une pentification graduelle de la courbe.

Il y a eu quatre grands épisodes de pentification de la courbe des taux américaine au cours des 40 dernières années. Les acteurs du marché utilisent plusieurs mesures allant des bons à 3 mois aux obligations à 30 ans. Le *spread* entre

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

les obligations à 10 ans et celles à 2 ans nous semble être l'indicateur le plus pertinent pour les comparaisons sur le long terme et nous partons du principe que le début d'une phase de pentification correspond au moment où la courbe est plate ou complètement inversée. Nous excluons de cette analyse les années 1980, marquées par une transition progressive d'un régime de forte inflation à un régime de faible inflation, ce qui a entraîné une forte volatilité de la pentification de la courbe des taux (voir graphique).

Au cours des trois derniers épisodes (1989-1992, 2000-2003, 2006-2010), la pente (10 ans-2 ans) s'est accrue avec une étonnante régularité. La durée moyenne de pentification a été de 3,3 ans avec seulement quelques mois de différence pour une augmentation moyenne de 310 points de base dans une fourchette tout aussi étroite. L'exclusion des périodes où la courbe des taux a été inversée n'affecte pas le résultat (275 points de base sur environ 3 ans).

La phase actuelle de pentification de la courbe américaine a débuté en septembre 2019. Elle a donc été amorcée il y a déjà un an et demi et a progressé de 100 points de base. Si l'histoire se répète, nous pouvons nous attendre à ce que la courbe américaine (10 ans-2 ans) progresse encore de 200 points de base au cours des 2 à 2,5 prochaines années. En supposant que la Fed maintienne les taux à zéro sur la période (scénario Amundi), cela signifierait que le taux des emprunts du Trésor américain à 10 ans se rapprocherait de 3 %. Bien évidemment, ce n'est pas à cause de la courbe des taux que le taux à long terme doit évoluer, la causalité peut aller dans l'autre sens. Pour autant, il est intéressant d'utiliser la courbe des taux comme référence pour apprécier le niveau minimum du taux des obligations du Trésor durant ce nouveau cycle.

Achevé de rédiger le 26/01/2021

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Février 2021 # 02

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity Money Markets Find Monetary Policies Foreign Top-down Bottom-up Exchange Corporate Equities Forecasts Sovereign Bonds High Yield Real Estate Fixed Income ESG Quant Investment Asset Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.mscibarra.com).

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 règlementaires 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 Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — 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

Photo credit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Carmen Martínez Torrón

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Responsable de la Recherche Groupe*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés*
BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux*
BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*
BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*
BRECHT David, *CFA, Analyste obligataire*
HUANG Claire, *Macrostratégiste, Marchés Émergents*
CESARINI Federico, *Stratégiste Cross Asset*
DELBO' Debora, *Stratégiste Senior Marchés Émergents*
DROZDZIK Patryk, *Marchés émergents, Économiste*
GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*
HERVE Karine, *Marchés émergents, Économiste Sénior*
LEONARDI Michele, *Analyste Cross Asset*
MIJOT Éric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*
WANE Ibra, *Stratégiste Actions Senior*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*
DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*
PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia, *équipe de Recherche*
PONCET Benoit, *équipe de Recherche*

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