

## LE THÈME DU MOIS

# Le « resserrement quantitatif » de la Fed touche à sa fin : vive le QE !

BERTONCINI SERGIO, Responsable de la Recherche Taux et Change

Finalisé le 25/02/2019

### L'essentiel

Comme chacun a pu le constater, le ton de la Fed s'est considérablement assoupli au cours des deux derniers mois. Ce changement de communication est double et concerne à la fois les taux (la Fed est devenue « patiente » et « flexible » sur les perspectives de taux) et le resserrement quantitatif (fin du « pilote automatique » dans la réduction du bilan).

Dans cet article, nous nous concentrons sur le deuxième outil de la politique de la Fed et analysons les logiques et les objectifs derrière la normalisation du bilan qui ont été détaillés et largement partagés dans un récent communiqué de la Fed publié par son Président Jay Powell, d'autres gouverneurs de la Fed et dans le compte rendu de la réunion du FOMC de janvier. Une fin anticipée du resserrement quantitatif est devenue plus probable allant de pair avec une position plus conciliante sur les taux.

Le compte rendu de la réunion du FOMC de janvier publié mercredi a confirmé l'attitude conciliante de la banque centrale américaine. C'est particulièrement le cas en ce qui concerne le « resserrement quantitatif », le compte rendu confirmant que les gouverneurs de la Fed partageaient presque unanimement les déclarations antérieures de Jay Powell sur la normalisation du bilan de la banque centrale : « *la quasi-totalité des participants a estimé qu'il serait souhaitable d'annoncer d'ici peu un plan visant à cesser la réduction des actifs détenus par la Réserve fédérale plus tard dans l'année.* »

En bref, la Fed semble vouloir mettre un terme à la normalisation de son bilan le plus tôt possible, probablement d'ici la fin 2019, et viserait une taille finale bien plus élevée que les niveaux d'avant la crise financière mondiale. Le point de vue des membres de la Fed sur les taux paraît plus partagé avec « quelques » membres affirmant que « si l'économie évolue conformément à leurs prévisions, ils jugeraient approprié de relever la fourchette cible du taux directeur de la Fed plus tard cette année » et d'autres qui soulignent que « des hausses de taux pourraient s'avérer nécessaires, mais seulement dans l'éventualité où les données de l'inflation dépassaient leurs projections de base ».

### Jay Powell aborde la question du resserrement quantitatif lors du FOMC de janvier

Comme chacun a pu le constater, le ton de la Fed s'est considérablement assoupli au cours des deux derniers mois. Ce changement de communication est double et concerne à la fois les taux (la Fed est devenue « patiente » et « flexible » sur les perspectives de taux) et le resserrement quantitatif (fin du « pilote automatique » dans la réduction du bilan). En résumé, le message de la Fed concernant sa stratégie est clair : une « pause » sur les taux est plus proche et la Fed a également révisé ses prévisions en matière de resserrement quantitatif.

Toutefois, selon nous, au mois de janvier les marchés se sont davantage concentrés sur le changement des perspectives en matière de taux et l'on manquait de détails concernant le deuxième point. Dans ce contexte, des indications plus claires sur le sujet de la normalisation du bilan ont émergé plus tard, à la fin du mois, lors de la première réunion du FOMC de 2019. À cette occasion nous estimons que le Président de la Fed a clairement exposé les directives pour la gestion de la fin du resserrement quantitatif.

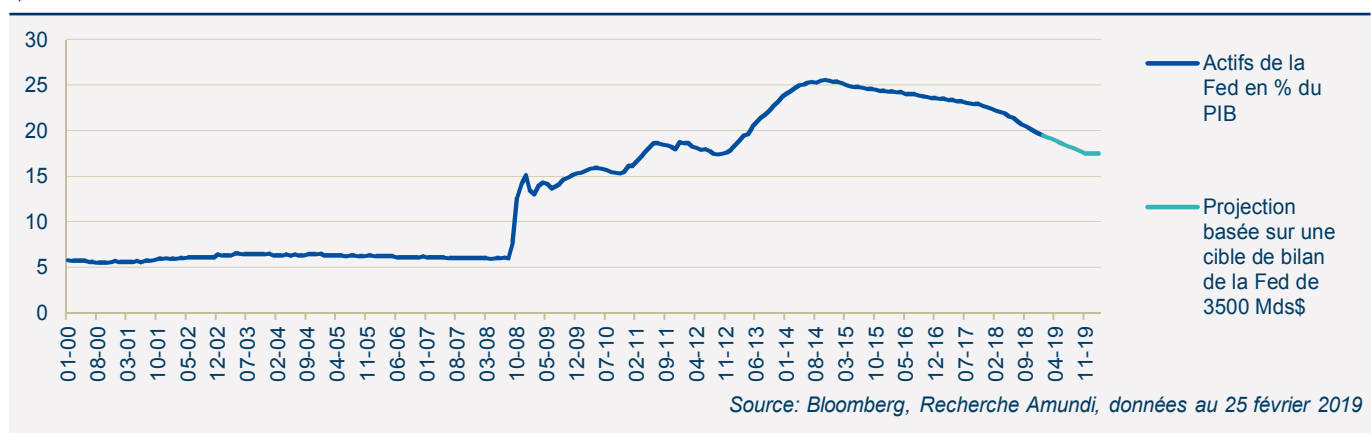
## Jay Powell a fait passer trois messages importants sur le resserrement quantitatif lors de la conférence de presse à l'issue de la réunion du FOMC du 30 janvier :

1. La taille finale du bilan de la Fed sera calibrée en fonction des besoins en réserves des institutions financières, avec une marge de sécurité. Selon Jay Powell : « *Le règlement de cette question centrale permet au FOMC de répondre à un certain nombre d'autres questions concernant les étapes restantes de la normalisation du bilan. La décision de maintenir notre mode de fonctionnement actuel signifie qu'après avoir tenu compte de la monnaie en circulation, la taille finale de notre bilan sera déterminée principalement par la demande en réserves des institutions financières, avec une marge de sécurité en sus de sorte que les fluctuations de la demande de réserves ne nous obligent pas à intervenir fréquemment et de façon importante sur les marchés* ».
2. La taille estimée de ces réserves est significativement plus élevée que le niveau d'avant la crise financière mondiale et a considérablement augmenté au cours de l'année passée : « *Les estimations du niveau de la demande de réserves sont assez imprécises, mais nous savons que dans le contexte de l'après-crise cette demande est bien plus importante qu'auparavant. L'augmentation des avoirs de réserve est un élément important du renforcement de la position de liquidité que les institutions financières se doivent désormais de maintenir. De plus, selon les enquêtes et les données de marché, les estimations actuelles de la demande en réserves sont considérablement plus élevées que celles d'il y a environ un an. Cela signifie que la normalisation de la taille du portefeuille sera achevée plus tôt et que le bilan sera plus important que dans les estimations précédentes* ».
3. Lors des prochaines réunions, la question sera abordée et une décision pourra être prise et communiquée : il se pourrait donc que 2019 marque non seulement la fin de la normalisation des taux, mais aussi la dernière étape de la normalisation du bilan. « *À la lumière de ces estimations et des progrès considérables que nous avons réalisés en matière de réduction des réserves, le Comité cherche actuellement à déterminer un calendrier approprié pour mettre fin aux réductions du bilan. Cette décision s'inscrira probablement dans le cadre d'un plan visant à atteindre graduellement nos objectifs finaux en matière de bilan tout en minimisant les risques dans la poursuite des objectifs de notre double mandat et en évitant toute perturbation inutile du marché. Ces plans seront mis au point lors des prochaines réunions* ».

Le grand point d'interrogation concerne évidemment le niveau de réserves ciblé par la Fed. En effet, lors de la précédente réunion du FOMC, le consensus du marché anticipait déjà de façon générale un niveau de réserves excédentaires de l'ordre de 1000 milliards de dollars. Un tel niveau serait considéré comme compatible avec une taille de bilan de 3500 à 3600 milliards de dollars (en baisse d'environ 400 à 500 milliards par rapport au niveau actuel qui avoisine les 4000 milliards).

Lors de la séance de questions-réponses qui a suivi la conférence de presse, Jay Powell, n'a, logiquement, validé aucun de ces chiffres, mais a semblé être en phase avec le consensus. À la question directe qui lui était posée sur ce thème : « *vous [...] faites toujours allusion à la moyenne du marché ou aux perspectives du marché concernant la taille du bilan. Pouvez-vous valider cette moyenne du marché, qui s'établit à 3500 milliards? Et si vous ne la validez pas, pourquoi continuez-vous à y faire allusion?* » Jay Powell donna la réponse suivante : « *Je ne vais pas, ici et aujourd'hui, dévoiler notre estimation ni valider celle de qui que ce soit d'autre concernant le bilan d'équilibre. Certaines estimations circulent, mais je n'en suis pas encore au point où je peux évoquer de chiffre sur ce point. Des estimations ont été faites et je pense qu'elles sont cohérentes dans l'ensemble avec ce que j'ai dit.* »

### 1/ Avoirs de la Fed en % du PIB



## Sources de référence pour les niveaux de réserves ciblées par la Fed

Pour en revenir aux déclarations du Président, les deux sources correspondantes aux « enquêtes et données de marché » citées dans sa déclaration mentionnée au point 2) sont probablement **a) les enquêtes auprès des cadres financiers supérieurs** (Senior Financial Officer Survey), **b) l'enquête auprès des spécialistes en valeurs du Trésor** (Survey of Primary Dealers) menée par la Fed de New York. Pour aller plus loin, voici quelques éléments issus de ces deux enquêtes :

### a. Enquête auprès des cadres financiers supérieurs

En septembre, les cadres financiers supérieurs des banques ont été invités à répondre à une question spécifique concernant « le niveau acceptable le plus bas des avoirs de réserve » :

« Les cadres financiers supérieurs de chaque banque ont été invités à indiquer le niveau approximatif le plus bas des réserves avec lequel ils se sentiraient à l'aise avant de prendre des mesures actives pour en maintenir ou augmenter le niveau compte tenu de l'ensemble des taux d'intérêt à court terme par rapport au taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER) ».

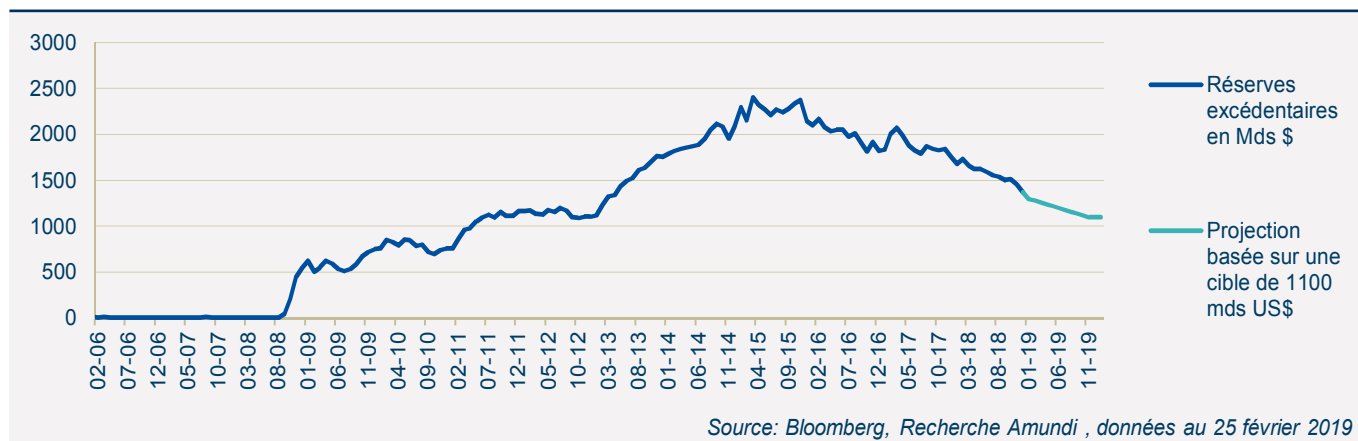
« Dans l'ensemble, les niveaux de réserves acceptables les plus bas déclarés par l'ensemble des répondants s'élevaient à environ 600 milliards de dollars, soit un peu moins de la moitié de la moyenne des réserves de ces banques en août 2018. Rappelons que, dans l'ensemble, les banques interrogées détenaient environ les deux tiers des réserves totales au moment de l'enquête. » Au vu de la dernière déclaration, il est raisonnable de déduire que la demande globale en réserves de l'ensemble du système devrait avoisiner 850 à 900 milliards de dollars. En ce qui concerne la marge de sécurité mentionnée par Jay Powell lors de la dernière réunion du FOMC, un niveau de 100 à 150 milliards de dollars est jugé approprié par le consensus, pour un total des réserves se situant à environ 1000 milliards de dollars.

### b. Enquête auprès des spécialistes en valeurs du Trésor menée par la Fed de New York

Dans une allocution sur la normalisation des politiques monétaires le 26 octobre 2018, Simon Potter, de la Fed de New York, avait déjà cité l'enquête du mois de septembre auprès des spécialistes en valeurs du Trésor : « Nos enquêtes régulières nous donnent une idée de la façon dont certains acteurs du marché perçoivent bon nombre de ces composantes. Les enquêtes interrogent notamment les acteurs du marché sur leurs attentes quant à la taille et à la composition du bilan de la Réserve fédérale, en moyenne, en 2025, dans l'hypothèse d'un non-retour à la borne du zéro. Les réponses constituent un bon indicateur des attentes quant à la taille à long terme du bilan. La projection médiane est celle d'un bilan qui s'établirait à 3600 milliards de dollars en moyenne en 2025 avec 750 milliards de réserves, soit environ 1000 milliards de moins que le niveau actuel. »

Cette enquête a confirmé le consensus du marché dont les attentes avoisinent les 3500 milliards de dollars à long terme, tandis qu'une enquête plus récente met en lumière la composition attendue du bilan de la Fed, dont la composante en bons du Trésor devrait gagner en poids par rapport aux MBS et des réserves plus importantes de l'ordre de 850 milliards. Il est également intéressant de noter que l'avis émis par l'ancien Président, Ben Bernanke, il y a deux ans, est plutôt cohérent avec le consensus actuel. Ce dernier avait fait valoir le 26 janvier 2017, que « compte tenu de la croissance du PIB nominal et des engagements bancaires, le niveau critique des réserves bancaires nécessaires à la mise en œuvre d'une politique monétaire au moyen d'un « système plancher » semble aujourd'hui susceptible de dépasser largement les 1000 milliards de dollars et de croître au-delà. »

## 2/ Réserves excédentaires des banques américaines (en Mds de dollars)



## En ce qui concerne le policy mix, Jay Powell a réaffirmé la « prédominance » des taux par rapport au bilan :

« Premièrement, comme nous le soulignons depuis longtemps, **le taux des fonds fédéraux est notre instrument actif de politique monétaire.**

Deuxièmement, en ce qui concerne le déroulement de la normalisation, nous n'hésiterons pas à apporter des changements en fonction de l'évolution économique et financière. Cela ne signifie pas que nous utiliserions le bilan comme un outil actif, toutefois des changements occasionnels pourraient être justifiés.

Troisièmement, nous réitérons une phrase des principes de normalisation que nous avons adoptés en juin 2017. Bien que le taux des fonds fédéraux demeure notre outil actif dans de nombreux scénarios, nous convenons que l'économie pourrait à nouveau présenter des conditions dans lesquelles la politique de taux des fonds fédéraux n'est pas suffisante. Dans de tels cas, le FOMC est prêt à utiliser toute la gamme des outils à sa disposition, y compris la politique de bilan. »

Voilà qui semble très cohérent avec les indications antérieures des responsables de la Fed concernant la dynamique de normalisation des taux et de normalisation des bilans. Ceci a été décrit en détail dans l'allocution, mentionnée plus haut, de Simon Potter de la Fed de New York, qui est également utile pour comprendre la toute dernière déclaration de Jay Powell.

« Au fur et à mesure que le portefeuille se rétrécit et que le niveau des réserves diminue, comment saurons-nous si nous passons d'un environnement caractérisé par des réserves abondantes à un environnement caractérisé par des réserves peu abondantes? [...] À des niveaux de réserves élevées, la réactivité des taux aux variations des niveaux de réserves est assez faible et la courbe de la demande est qualifiée de « plate ». À mesure que les niveaux de réserves excédentaires diminuent, la sensibilité des taux augmente. Lorsque les réserves excédentaires sont faibles, le taux au jour le jour réagit fortement à de simples ajustements du niveau des réserves et la courbe de la demande est qualifiée de « raide ».

« Quand les taux au jour le jour – y compris les taux des transactions de fonds fédéraux – partent à la hausse, de quels outils la Réserve fédérale dispose-t-elle pour s'assurer qu'ils demeurent globalement dans la fourchette cible lorsque les réserves sont abondantes? **La fourchette cible des fonds fédéraux est une caractéristique importante des communications publiques du FOMC, et le contrôle du taux des fonds fédéraux et des autres taux du marché monétaire est donc pris très au sérieux.** La confiance du public dans notre capacité à maintenir les taux à l'intérieur de la fourchette cible est importante pour garantir que les attentes relatives à l'orientation future de la politique monétaire du FOMC sont bien intégrées à la structure à terme des taux d'intérêt et ont par conséquent une incidence appropriée sur les conditions financières et l'économie en général ».

En résumé, le calibrage de la taille du bilan et du volume des réserves excédentaires vise à maintenir les taux directeurs dans la fourchette cible, sans volatilité indésirable des taux à court terme, le recours à une politique du bilan n'intervenant qu'en cas de besoin d'outils non conventionnels.

## Les comptes rendus du FOMC et les discours de la Fed en février ont donné plus d'indications quant à la cible et au calendrier

À la suite du message de Jay Powell, en février, d'autres indices sur la taille visée du bilan et le calendrier de la fin du resserrement quantitatif ont émergé, les principales sources de nouvelles indications étant les discours et la publication du compte rendu de la réunion du FOMC de janvier.

Sur la question du **calendrier** de la fin du resserrement quantitatif, le compte rendu du FOMC suggère assez clairement qu'elle devrait avoir lieu en 2019 : « **la quasi-totalité des participants a estimé qu'il serait souhaitable d'annoncer d'ici peu un plan visant à cesser la réduction des actifs détenus par la Réserve fédérale plus tard dans l'année.** » En outre, beaucoup d'observateurs ont souligné que la décision et sa communication devraient intervenir bientôt, le terme « **d'ici peu** » pouvant faire référence à l'une des deux prochaines réunions du FOMC.

Si le consensus en matière de calendrier est général, le **niveau cible** des réserves ne semble pas faire l'unanimité parmi les membres de la Fed. Dans leurs récents discours, Lael Brainard, Richard Clarida, John Williams et Patrick Harker ont évoqué une fourchette comprise entre un minimum de 1000 milliards de dollars et un maximum de 1300 milliards, donc, en moyenne, proche et même au-dessus du niveau de 1000 milliards mentionné précédemment.

Si la Fed détecte un assèchement des liquidités lorsque les réserves excédentaires tomberont entre 1100 et 1200 milliards, cela représenterait un ratio d'actifs de la Fed par rapport au PIB se stabilisant autour de 17 %, comme l'illustre le graphique, ce qui reste relativement élevé par rapport aux niveaux d'avant la crise mondiale qui étaient proches de 5 %.

La composition future du bilan de la Fed est un autre sujet pertinent à aborder, bien qu'il s'étale sur un horizon de moyen à long terme. La dernière enquête menée auprès des spécialistes en valeurs du Trésor mentionnée

plus haut a fait ressortir des prévisions de changement de la composition actuelle du portefeuille en faveur de bons du Trésor américain. Selon ces prévisions les obligations du Trésor américain devraient passer de 55 % à 76 %, tandis que la proportion allouée aux MBS d'agences d'État devrait chuter de 40 % à 19 %. Cette tendance de la composition du bilan semble cohérente avec les récentes déclarations de la Fed. La Présidente de la Fed de Cleveland, Loretta Mester, a notamment déclaré à propos de la composition que « *ma préférence se porterait essentiellement sur les bons du Trésor [...] et je l'orienterais vers les bons du Trésor à court terme [...] La duration serait plus courte que celle du bilan actuel* ».

Sur ce sujet, le tout dernier discours du vice-président de la Fed chargé de la supervision bancaire, Randal Quarles, a confirmé cette préférence pour les bons du Trésor : « *Je suis favorable au retour à un bilan intégralement composé de titres du Trésor et à la liquidation complète de nos positions en titres adossés à des créances hypothécaires (MBS)* » Le message de Randal Quarles sur la duration semble également bien en phase avec la déclaration citée plus haut du gouverneur Loretta Mester. Sa logique est que : « *en ce qui concerne la duration, le fait de raccourcir la duration de nos avoirs pourrait accroître la capacité de la Fed, le cas échéant, à influencer sur les taux d'intérêt à long terme. Toutefois, il pourrait être préférable que la composition de notre portefeuille de titres du Trésor corresponde à peu près à celle des échéances de l'ensemble des titres du Trésor en circulation afin de réduire au minimum tout risque de distorsion du marché découlant de notre portefeuille.* »

## Conclusion

La communication de la Réserve fédérale, depuis le début de l'année, pointe, de façon générale, vers une fin anticipée des réductions de bilan. En janvier, le Président Jay Powell a expliqué la logique derrière le calibrage de la taille du bilan et la nécessité de tenir compte du volume des réserves excédentaires afin de maintenir les taux directeurs dans la fourchette cible sans volatilité indésirable des taux à court terme. Jay Powell a clairement indiqué que les estimations concernant le montant des réserves excédentaires nécessaires ont considérablement augmenté au cours de la dernière année. Le compte rendu de la dernière réunion du FOMC révèle que les membres de la Fed pensent de façon presque unanime qu'il faut mettre fin au resserrement quantitatif de façon anticipée. Le compte rendu indique également que la banque centrale annoncera probablement bientôt les détails de son plan, à savoir, lors de l'une des deux prochaines réunions du FOMC. Compte tenu des estimations provenant d'enquêtes auxquelles certains membres des banques centrales ont récemment fait référence, nous pouvons déduire que le bilan de la Fed pourrait se stabiliser plus tard dans l'année à des niveaux, en pourcentage du PIB, bien plus élevés que ceux d'avant la crise mondiale. En résumé, et malgré la normalisation du bilan, les liquidités dans le système devraient rester abondantes par rapport au passé, tandis que sur le plan de la composition de celui-ci, la Fed devrait augmenter progressivement la pondération des bons du Trésor américain par rapport aux MBS dans son portefeuille actuel, et ce, probablement avec une duration d'ensemble plus courte. L'attitude plus clémente de la Fed sur la normalisation des taux devrait donc également s'accompagner d'une gestion de bilan « prudente et patiente ». En termes d'impact sur le marché, cette combinaison devrait contribuer à réduire les pics de volatilité ainsi que les risques perçus liés aux effets du resserrement quantitatif.

## 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**

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.msicbarra.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 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.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086 262 605 euros — 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/Getty Images Plus — Nuthawut Somsuk

### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

### Rédacteur en chef

**ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche

### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique

**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche

### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche