

Conférence avec Mme Ellen MEADE, Conseillère¹ à la FED, dans le cadre du séminaire annuel de Pioneer Investments

Etats-Unis, 17 avril 2015. Pierre Bismuth, Directeur Général de MYRIA AM a assisté, dans la salle même où se tiennent les débats de politique monétaire, à la conférence animée par Mme Ellen Meade, Conseillère à la Réserve Fédérale Américaine. L'occasion pour lui de nous faire partager les sujets évoqués au cours de cette présentation.

27 avril 2015 – Entretien avec Pierre Bismuth, Directeur Général MYRIA AM

Il s'agissait d'une conférence interactive qui a permis de revenir sur l'action de la FED depuis la crise des Subprimes en 2007 et la faillite de Lehman Brothers en 2008, mais également de faire le point sur les stratégies envisagées afin de revenir à une politique monétaire plus conventionnelle.

Le mandat de la FED est de promouvoir de manière effective le plein emploi, des prix stables et des taux d'intérêts à long terme raisonnables. Ce mandat, établi en 1913 dans le Federal Reserve Act fait fonctionner la Banque Centrale américaine sur un modèle centralisé/décentralisé via les organes de décisions suivants :

- le Conseil des gouverneurs (Board of Governors),
- le Comité de Politique monétaire (Federal Open Market Committee ou FOMC),
- les douze banques régionales.

Depuis 2008, la FED, joue un rôle majeur pour aider les Etats-Unis à sortir de la plus grave crise financière que le monde ait connu depuis 1929.

Le rôle de la Banque Centrale n'est pas des moindres puisqu'elle s'est efforcée de :

- fournir des liquidités d'urgence,
- réduire ses taux d'intérêts à 0 (jusqu'à 0.25%) en décembre 2008,

¹ Mme Ellen MEADE, Conseillère Senior à la Division des affaires monétaires de la Réserve Fédérale Américaine.

- réduire les taux d'intérêts sur les réserves et sur les excès de liquidités à 0,25% en décembre 2008,
- mettre en place des mesures non conventionnelles pour ancrer les taux d'intérêts à 0% via des achats d'actifs ou les indications prospectives (forward guidances),
- adopter, depuis mars 2015, une approche dépendante des données économiques,
- édicter des principes et des plans de normalisation de la politique monétaire.

Quatre programmes d'assouplissement quantitatif (QE) se sont succédé pour les achats d'actifs

1. De novembre 2008 à mars 2010 : la FED a acheté des dettes d'agence, des Mortgage Backed Securities (MBS ou titrisations immobilières) et des emprunts d'états. L'objectif était de faire baisser les taux d'emprunt immobilier pour ressusciter un marché qui s'était effondré suite à l'éclatement de la crise des Subprimes.
2. De novembre 2010 à juin 2011 : La FED a lancé le deuxième programme d'assouplissement quantitatif pour les obligations du Trésor uniquement.
3. De septembre 2011 à décembre 2012 : la FED a lancé le troisième programme d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing Open-ended), laissant entendre qu'elle achèterait des actifs aussi longtemps que nécessaire, et a étendu les maturités des obligations achetées.
4. De septembre 2012 à octobre 2014 : elle a continué d'acheter des MBS et Bons du Trésor et ce, jusqu'à la fin du dernier QE.

Ainsi, le total de bilan de la Réserve Fédérale est passé de 869 mds \$ à 4 483 mds\$ soit un quintuplement.

Les « forward guidances »

Dans le même temps, La FED a implémenté ce que l'on appelle les « **forward guidances** », ou indications prospectives. Cela consiste à employer un langage permettant d'ancrer les anticipations des investisseurs sur les prochaines actions de la FED.

A titre d'exemples, voici les éléments de langage utilisés :

1. De janvier 2009 à juin 2011 : M. Bernanke a eu recours à des expressions comme « pour quelque temps » (for some time) ou « pour une période prolongée » (for an extended period), en parlant des taux proche de zéro.
2. D'août 2011 à octobre 2012 : M. Bernanke a utilisé un point de référence dans le temps pour qualifier la durée de maintien des taux à zéro : « au moins jusqu'à mi-2013 ». Cette date a été prolongée tant que les données économiques ne montraient pas de signes clairs d'amélioration.
3. De décembre 2012 jusqu'à janvier 2014 : la Réserve Fédérale a aussi eu recours à des indications citant des seuils (sans pour autant être des seuils de déclenchement) telle que : « au moins aussi longtemps que le taux de chômage reste au-dessus de 6.5% et que l'inflation projetée reste sous les 2.5% ».
4. De mars 2014 à décembre 2014 : Mme Yellen a utilisé quant à elle, un mélange des genres en utilisant l'expression « un temps considérable après que le programme d'achat d'actifs aura pris fin ».
5. De décembre 2014 à janvier 2015 : Mme Yellen a introduit la notion selon laquelle la FED sera « patiente pour commencer la normalisation » de la politique monétaire.
6. Enfin, depuis mars 2015 : Mme Yellen a déclaré que la politique de la Réserve fédérale serait conduite par les données macroéconomiques – « plus d'amélioration du marché du travail et une confiance raisonnable dans le fait que l'inflation revienne sur l'objectif de 2% à moyen terme ».

Les projections économiques

Dans le contexte actuel, la Réserve Fédérale, comme la Banque Centrale Européenne, la Banque du Japon ou la Banque d'Angleterre, affine mois par mois ses projections économiques :

- A la fin de 2015, le chômage devrait retrouver un niveau naturel de l'ordre de 5%, en ligne avec la moyenne de long-terme
- La croissance réelle du PIB devrait être comprise entre 2,3 et 2,7%, ce qui est au-dessus de la moyenne de long-terme évaluée entre 2 % et 2.3%.
- La croissance 2016 devrait elle aussi être au-dessus des 2.3% et ce n'est qu'en 2017 qu'il y aurait convergence.
- L'inflation, elle, ne devrait revenir à un niveau proche des 2% qu'à partir de 2017.

- A l'heure actuelle, 15 des 17 membres du FOMC s'attendent à une remontée des FED funds à la fin de l'année 2015. Néanmoins, et c'est une information importante, les « points » (ou « dot ») scrutés par les marchés synthétisent des avis donnés par les participants avant le début du Comité de politique monétaire, ce qui sous-entend que les avis peuvent changer suite aux échanges...
- D'ici à 2017, les taux FED funds devraient retrouver un niveau médian de 3,13% si les projections économiques se réalisent, d'après la synthèse des points donnés suite au dernier FOMC. En tout état de cause, cette médiane est inférieure à la médiane de long-terme qui se situe à 3.75%.

La stratégie de sortie de la FED

Les principes de normalisation de la politique monétaire ont été établis à partir de septembre 2014 et ont été mis à jour lors de la réunion de mars 2015. Ces principes permettent de baliser le chemin conduisant à la remontée des taux d'intérêts et à la réduction du bilan de la Banque.

- Le FOMC continuera de fixer les taux d'intérêts dans des bornes de 0.25% d'amplitude.
- La FED commencera par fixer le taux d'intérêts des réserves excédentaires sur la borne haute de l'amplitude des FED funds.
- La FED a d'ailleurs l'intention de réduire de manière graduelle et prédictible ses détentions de titres obligataires, en cessant les réinvestissements. Cette action commencera après le début de la remontée des taux, mais sera dépendante des données macroéconomiques.
- Le comité n'entend pas, pour l'instant, vendre par anticipation les MBS dans le processus de normalisation.
- A l'avenir, la Réserve fédérale ne détiendra pas plus d'obligations que nécessaire pour implémenter la politique monétaire

Questions / Réponses

Cette conférence s'est conclue sur un échange de questions / réponses et il en est ressorti que :

- Il est assez improbable que la remontée des taux ait lieu en juin du fait de l'utilisation d'un langage particulier dans la rédaction des minutes du FOMC de mars dernier (*utilisation des termes "several members" plutôt que "many members"*).

- Pour la FED, le niveau du taux de change est une donnée importante dans la fixation de la politique monétaire. En effet, son but est de créer les conditions pour que l'écart de production (output gap) de l'économie américaine soit le plus proche possible de zéro (c'est-à-dire que la croissance constatée soit de l'ordre de son potentiel théorique, soit autour de 2.5% en termes réels)
- Alors qu'avant 2008, le taux de chômage pouvait être une donnée qui se suffisait à elle-même, la FED accorde beaucoup d'attention aujourd'hui au taux de participation à l'emploi ainsi qu'aux éventuelles pressions inflationnistes dues à l'augmentation des salaires.
- Il s'avère que la FED a dû revoir à la baisse son estimation de taux de chômage naturel dans sa communication de mars dernier. En effet, la courbe de Phillips (qui établit une relation décroissante et convexe entre taux d'inflation et chômage) est plate ce qui signifie qu'il n'y a aucune inflation générée par la baisse du taux de chômage, et donc par les salaires.
- Il est donc tout à fait possible que ses prévisions soient une nouvelle fois revues à la baisse si cette situation perdurait.

Plus globalement, le FOMC intègre également l'impact sur l'économie américaine des risques géopolitiques, et il est fort à parier que l'incertitude liée à la situation de l'Ukraine ou encore à la sortie de la Grèce de la zone euro sont des thématiques évoquées lors des réunions.

Enfin, pour la Réserve Fédérale américaine, il ne semble pas que la valorisation des actions américaines soit déconnectée de la réalité. Mais il faut garder en mémoire que le mandat de la Banque centrale américaine lui permet de prendre les mesures nécessaires pour contrôler une bulle financière de quelque nature que ce soit.