



Daniele Antonucci
Chief Economist &
Macro Strategist

Lionel Balle
Head of Fixed
Income Strategy

Philip Odum
Macro Strategist

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

Réduction de la politique d'assouplissement quantitatif de la Fed - Explications

La réduction attendue des achats nets d'actifs est susceptible d'exercer une pression à la hausse sur les rendements des bons du Trésor, mais seulement de façon modérée dans la mesure où aucune hausse des taux n'est encore en vue. Les marchés du crédit et des actions devraient pouvoir y faire face.

Ce qu'il faut savoir

- L'annonce prochaine d'une réduction du programme d'achat d'actifs de la Fed devrait se traduire par une hausse des rendements des bons du Trésor. Mais tant que la banque centrale indiquera clairement qu'une hausse des taux n'est pas imminente (notre scénario de référence), tout repli éventuel devrait se limiter à 10-30 pb pour les rendements à 10 ans sur une période d'un à deux mois après une telle annonce.
- Bien que des réactions excessives soient possibles compte tenu du point de départ, notre scénario de base est construit autour de l'extrémité inférieure de la fourchette. Si l'on remonte à 2013, on constate que de nombreuses caractéristiques à l'origine du mouvement de panique suscité à l'époque par l'annonce de la réduction de la politique d'assouplissement quantitatif de la Fed (dit « Taper tantrum ») sont soit absentes, soit suffisamment différentes cette fois-ci, ce qui suggère que les fluctuations des rendements seront probablement de moindre amplitude.
- Les marchés des actions et du crédit devraient pouvoir résister à une hausse modérée des rendements des bons du Trésor si les fondamentaux économiques (Covid-19 mis à part) restent relativement positifs malgré le léger ralentissement de la croissance, et si la politique monétaire reste favorable (même en cas de réduction des mesures de relance). Si l'on prend l'exemple du marché des titres à haut rendement, les spreads ne devraient pas se creuser de manière significative, même si la volatilité est susceptible d'augmenter.

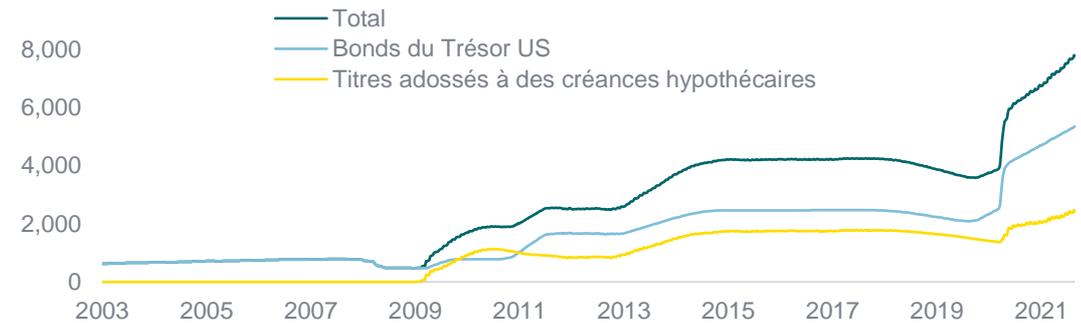
Chaque année au mois d'août, le discours du président de la Réserve fédérale américaine (Fed) lors du symposium de Jackson Hole constitue un événement majeur pour les marchés. Le défi auquel la Fed est à présent confrontée consiste à mettre fin à sa politique de relance sans trop tarder pour ne pas aggraver les déséquilibres ni trop se précipiter pour ne pas resserrer de manière excessive les conditions financières par rapport à l'état de l'économie. Les investisseurs scrutent les propos de Jerome Powell depuis de longues semaines afin de déterminer la nature des mesures que pourrait prendre la Fed et l'impact que celles-ci pourraient avoir sur leurs portefeuilles. M. Powell a laissé entendre que la réduction de l'assouplissement quantitatif était imminente en déclarant : « Lors de la récente réunion du FOMC en juillet, j'étais d'avis, comme la plupart des participants, de commencer à réduire le rythme des achats d'actifs cette année si l'économie évoluait globalement comme prévu. »

La Fed semble estimer avoir désormais atteint l'un des deux objectifs qu'elle souhaitait atteindre avant de réduire son soutien (l'inflation) et avoir « nettement progressé » en ce qui concerne l'autre (l'emploi maximum). Il est peu probable que les chiffres de l'emploi décevants enregistrés récemment aient infléchi cette opinion de manière significative. Par conséquent, la réduction du programme d'achat d'obligations nous semble justifiée (figure 1). Une réduction des achats d'actifs ne constitue pas un changement de politique de taux d'intérêt : « Le calendrier et le rythme de réduction des achats d'actifs ne constitueront pas un signal direct quant au calendrier de relèvement des taux d'intérêt, pour lequel nous avons prévu un test différent et nettement plus rigoureux ». Quel sera l'impact probable sur les rendements des bons du Trésor ? Les marchés du crédit (et les marchés plus risqués comme celui des actions) sauront-ils faire face ? Voici notre analyse.

En 2013, la fin de la politique d'assouplissement quantitatif comptait beaucoup plus du point de vue de l'offre

Figure 1 : Titres détenus par la Fed (en milliards USD)

Le bilan de la banque centrale s'est considérablement étoffé suite au cycle d'assouplissement quantitatif en cours



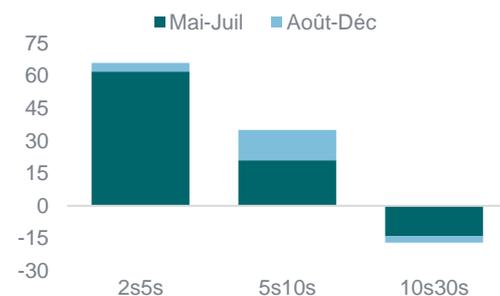
Source : Quintet, Réserve fédérale, FactSet

« Taper tantrum » de 2013 par rapport à aujourd'hui : en quoi la situation est-elle différente cette fois-ci ?

La forme de la courbe des taux (figure 2) est l'un des domaines qui, selon nous, devraient présenter des similitudes avec l'épisode de 2013. Lors du mouvement de panique suscité à l'époque par l'annonce de la réduction de la politique d'assouplissement quantitatif de la Fed (dit « Taper tantrum »), elle s'était considérablement pentifiée, initialement sous l'impulsion de la courbe 2s5s de mai à juillet, puis de la courbe 5s10s (la courbe 10s30s s'étant légèrement aplatie). Toutefois, l'ampleur de cette pentification devrait cette fois-ci être nettement plus faible que lors de l'épisode de 2013. Les études évoquent des répercussions plus larges, mais en règle générale, une augmentation d'un point de pourcentage (pp) des achats d'actifs en proportion du PIB se traduit par une pression à la baisse d'environ 4 pb sur les rendements des bons du Trésor (figure 3), dont 1 à 2 pb par le biais des primes de risque et environ 2 à 3 pb par celui des attentes, et une augmentation d'un pp du déficit budgétaire en proportion du PIB se traduit par une pression à la hausse d'environ 2 à 4 pb.

Figure 2 : « Taper tantrum » de 2013 : évolution cumulée de la courbe des bons du Trésor américain (pb)

Le « Taper tantrum » a provoqué une hausse rapide des rendements obligataires à court terme et une légère baisse des rendements à long terme



Source : Quintet, Bloomberg

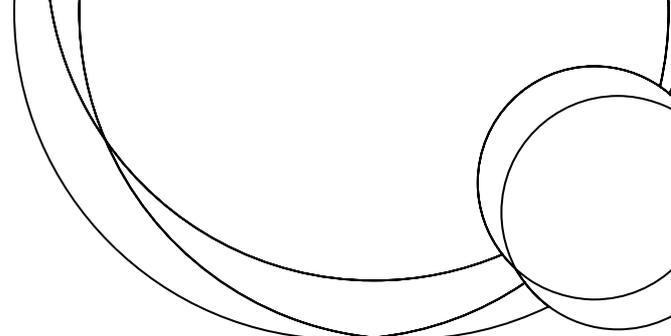
Figure 3 : Estimations de l'impact de l'assouplissement quantitatif sur le rendement des bons du Trésor à 10 ans (par 1 % de PIB, en pb)

Les études économiques suggèrent que les achats d'actifs de la Fed exercent une pression à la baisse sur les rendements obligataires



Source : Quintet

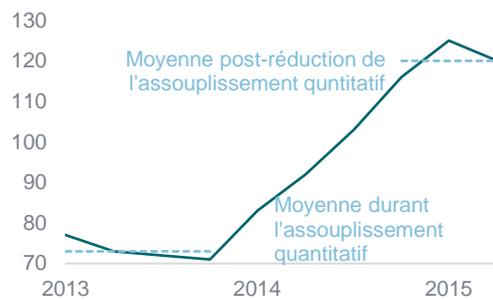
L'offre de duration mise à disposition du public est un facteur important qui influe sur les rendements obligataires. Le contexte actuel en matière d'émissions est très différent de celui du « Taper tantrum » (figure 4). En 2013, la fin de la politique d'assouplissement quantitatif comptait



beaucoup plus du point de vue de l'offre : l'offre moyenne de durée mensuelle a augmenté de 60 % (soit environ 50 milliards USD en équivalent 10 ans) après la suppression des achats d'obligations de la Fed. Notre analyse des estimations suggère que la hausse anticipée a fait grimper les rendements des bons du Trésor à 10 ans de 30 à 50 pb au cours du « Taper tantrum ». Mais il est peu probable que ce soit le cas cette fois-ci. Nos attentes en matière de réduction de la taille des émissions suggèrent que la fin des achats de bons du Trésor devrait entraîner une baisse de 5 % (environ 10 milliards USD en équivalent 10 ans) de l'offre mensuelle de durée, même si la Fed réduit sa politique d'assouplissement quantitatif (figure 5).

Figure 4 : Offre de durée hors Fed (milliards USD, équivalent 10 ans, de 2013 à mi-2015)

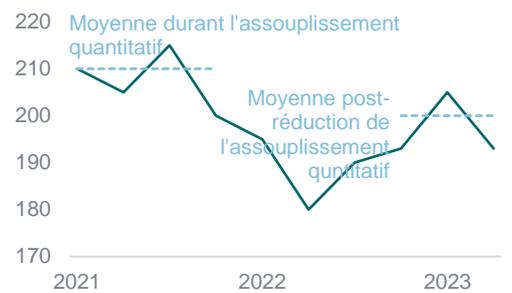
L'augmentation des émissions de titres de créance consécutive au « Taper tantrum » a probablement contribué à la hausse des rendements des bons du Trésor



Source : Quintet, Bloomberg

Figure 5 : Offre de durée hors Fed (milliards USD, équivalent 10 ans, projection à partir du T3 2021)

La baisse des émissions devrait compenser en partie la pression à la hausse exercée sur les rendements par l'assouplissement quantitatif



Source : Quintet, Bloomberg

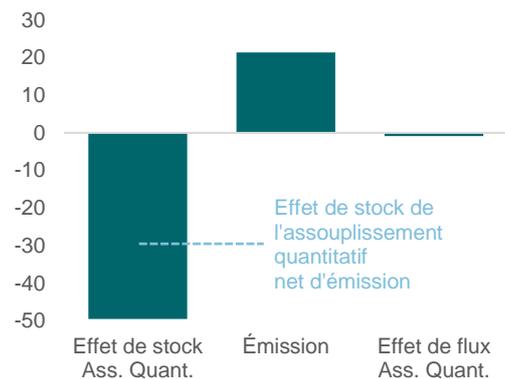
La capacité de la Fed à faire la distinction entre le fait de réduire ses achats d'actifs et celui de relever ses taux d'intérêt peut amplifier ou atténuer l'impact d'une réduction de l'assouplissement quantitatif

Une hausse modérée des rendements des bons du Trésor est à prévoir

Les achats d'actifs influent sur les rendements par le biais à la fois d'un effet de stock et d'un effet de flux. Nos hypothèses et notre analyse des études économétriques indiquent que, mécaniquement, l'épisode d'assouplissement quantitatif actuel a réduit les rendements des bons du Trésor de quelque 50 pb à l'échéance de 10 ans par le biais de l'effet de stock, un phénomène en partie compensé par l'augmentation des émissions de titres de créance (figure 6). L'impact de l'effet de flux semble négligeable. La capacité de la Fed à faire la distinction entre le fait de réduire ses achats d'actifs et celui de relever ses taux d'intérêt peut amplifier ou atténuer l'impact d'une réduction de l'assouplissement quantitatif. L'écart-type et la variation maximale à un mois des attentes concernant les bons du Trésor à 10 ans au cours de la dernière période d'indications prospectives (août 2011 à mars 2014) étaient tous deux nettement plus faibles que lorsque la Fed relevait activement ses taux à partir de fin décembre 2015 (figure 7).

Figure 6 : Estimation de l'impact de l'assouplissement quantitatif sur le rendement des bons du Trésor à 10 ans (2020 à aujourd'hui, en pb)

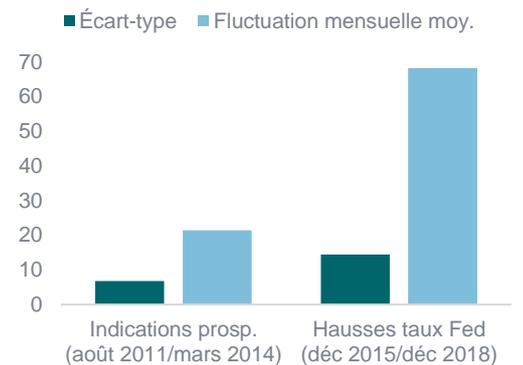
L'effet de stock net d'émission est important, tandis que l'effet de flux est minime



Source : Quintet

Figure 7 : Attentes concernant les bons du Trésor à 10 ans (en pb)

L'engagement à ne pas relever les taux atténue les fluctuations des rendements par rapport au début du cycle de hausse de la Fed



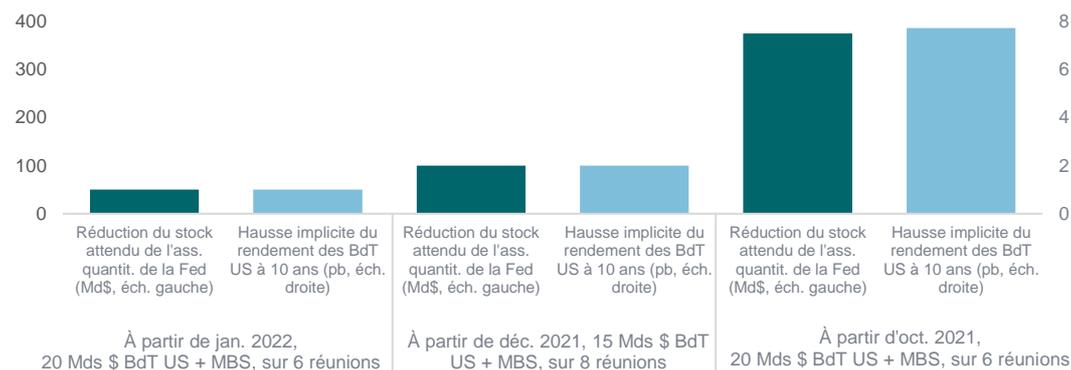
Source : Quintet

À titre d'illustration, nous examinons trois scénarios dans lesquels nous modulons le début et le rythme de réduction des achats d'actifs (sur la base de nos projections concernant les émissions de titres de créance, dont nous anticipons le ralentissement). Le processus de réduction le plus agressif, quoique moins probable, qui débiterait au début du T4 cette année et se prolongerait sur six réunions, entraînerait une réduction du stock d'achats d'environ 370 milliards USD. Cela se traduirait par un impact de près de 8 pb sur les rendements (figure 8). S'il est probable que les fluctuations des rendements à l'annonce d'une éventuelle réduction de la politique d'assouplissement quantitatif seront contenues, on peut craindre une réaction disproportionnée du marché compte tenu de la « richesse » actuelle des rendements. La possibilité que les prévisions de la Fed (qui porteront également sur 2024 en septembre) fassent état d'un nombre de hausses de taux plus élevé que prévu constitue un autre risque, qui va lui aussi dans le sens d'une hausse des rendements.

De nombreuses raisons plaident en faveur d'un verre à moitié plein plutôt qu'à moitié vide

Figure 8 : Impact des scénarios de réduction de l'assouplissement quantitatif de la Fed sur le rendement des bons du Trésor à 10 ans

Nos hypothèses ne suggèrent qu'une légère pression haussière sur les rendements des bons du Trésor



Source : Quintet

Crédit : raisons pour lesquelles nous ne sommes pas particulièrement inquiets

De nombreuses raisons plaident en faveur d'un verre à moitié plein plutôt qu'à moitié vide. Selon nous, aucun argument spécifique ne semble annoncer une forte correction du marché du crédit. Toutefois, même si nous n'anticipons aucun creusement substantiel des spreads de crédit, nous prévoyons une volatilité beaucoup plus forte. En outre, bien que les fondamentaux et les facteurs techniques soient positifs, le potentiel de resserrement supplémentaire des spreads est lui aussi très limité. Nous devrions traverser une période d'évolution au sein d'un couloir étroit jusqu'à la fin de l'année, avec des marchés du haut rendement relativement résilients.

La réduction de l'assouplissement quantitatif ne signifie pas la fin du soutien de la banque centrale. Il s'agit plutôt d'un ralentissement progressif du rythme des achats d'actifs à grande échelle. Cela signifie que la Fed devrait continuer à acheter (en réinvestissant) et à soutenir l'économie. Contrairement à 2013, date à laquelle M. Bernanke (qui présidait alors la Fed) avait pour la première fois signalé qu'une réduction de l'assouplissement quantitatif était à venir, la Fed a préparé les marchés en communiquant fréquemment et de manière plus ciblée afin d'éviter un mouvement de panique.

Les bilans des entreprises se sont assainis. Les entreprises émettant des titres de créance américains à haut rendement ont réduit leur endettement dans des proportions nettement plus impressionnante que celles qui émettent des titres de créance de qualité Investment Grade, et ce malgré une baisse beaucoup plus marquée de l'EBITDA (bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement) durant la crise du Covid-19 et une croissance similaire de l'EBITDA depuis. La plupart des entreprises de qualité Investment Grade ont réduit leur endettement net grâce à leurs niveaux de liquidités relativement élevés, mais il est encore trop tôt pour savoir exactement ce qu'elles feront de ces vastes positions de trésorerie, notamment si des occasions de fusion/acquisition potentiellement attrayantes se présentent.

L'EBITDA des entreprises à haut rendement a fortement chuté au troisième trimestre 2020, tandis que celui des entreprises de qualité Investment Grade a reculé le trimestre suivant. Toutefois, les marchés du crédit ont été relativement résilients, en partie grâce aux mesures de relance mises en place par le gouvernement américain, de sorte que l'impact de la baisse des revenus et de l'EBITDA est resté tout à fait acceptable (compte tenu des circonstances). En outre, la crise s'est révélée relativement brève : la croissance de l'EBITDA a rebondi au cours du premier trimestre 2021. Cette volatilité est assez normale dans le segment du haut rendement, qui est plus restreint, moins diversifié et qui présente souvent une forte pondération dans les secteurs cycliques, ce qui sous-entend une notation plus faible.

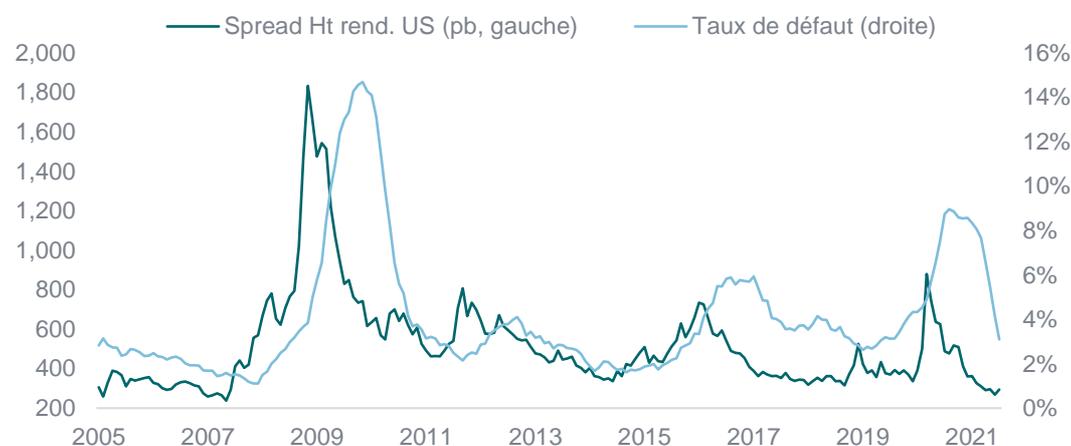
Cette tendance s'explique notamment par l'évolution de l'univers du haut rendement américain. Suite aux défauts enregistrés au cours de l'année écoulée, un certain nombre de valeurs figurant parmi les plus endettées ont été supprimées, tandis que, parallèlement, plus de 260 milliards USD

Les niveaux d'émission sont élevés pour le crédit Investment Grade et ils atteignent des niveaux records pour le haut rendement

de titres d'« anges déchus » ont relevé la qualité globale de l'indice. Le taux de défaut des entreprises à l'échelle mondiale est désormais revenu à son niveau pré-pandémique. En outre, le nombre de défaillances d'entreprises reste faible cette année, signe de la vigueur de l'activité économique et de l'abondance des liquidités sur les marchés (figure 9). Cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochains mois, avec pour conséquence probable des taux de défaut extrêmement bas.

Figure 9 : Indicateurs du haut rendement américain (spread et taux de défaut)

Nous anticipons une certaine volatilité, mais le marché devrait être en mesure de faire face à une baisse des achats de la Fed



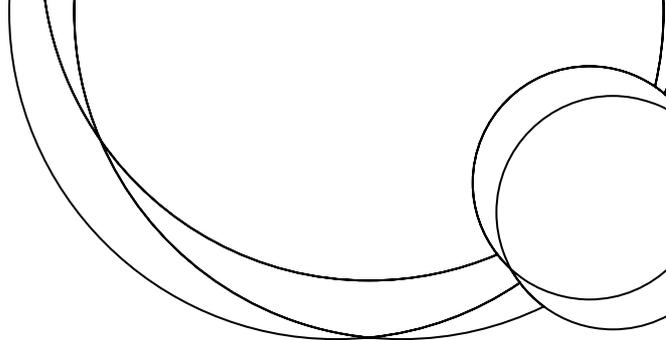
Source : Quintet, Bloomberg

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Le marché n'est pas exclusivement soutenu par les fondamentaux, il l'est également par certains facteurs techniques. Les niveaux d'émission sont élevés pour le crédit Investment Grade et ils atteignent des niveaux records pour le haut rendement. Anticipant le fait que la Fed pourrait réduire progressivement ses achats d'actifs, les émetteurs ont avancé leurs projets d'émission, ce qui a entraîné une baisse de l'offre durant le reste de l'année.

Le programme d'achat d'obligations de la Fed est très différent de celui de la BCE, qui a elle aussi acheté une grande partie des titres du marché, mais dans une moindre mesure que la Fed, ce qui a ouvert la porte aux ETF à haut rendement et aux anges déchus. La Fed a également bénéficié d'un « effet d'annonce » plutôt que de se contenter d'acheter activement sur le marché au sens large.

Les valorisations sont certes tendues sur les deux marchés, mais nous ne prévoyons aucune correction majeure tant que notre scénario macroéconomique restera positif. Selon nous, les principaux catalyseurs d'une hausse sensible des spreads ne sont pas la réduction de l'assouplissement quantitatif, mais le renouvellement et la prolongation des mesures de confinement dans les principaux pays, les préoccupations en matière d'inflation, les tensions commerciales et l'instabilité géopolitique. Même si nous intégrons certains de ces facteurs dans notre scénario de référence, ils continuent de constituer des risques extrêmes.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Puilaetco (Luxembourg), Quintet Danmark (Danemark), Quintet Luxembourg (Luxembourg), Quintet Suisse (Suisse). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 6 septembre 2021 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Tous droits réservés.