

THÉMATIQUE



Bastien DRUT
Responsable de la Macro
Stratégie Thématique,
CPR Asset Management

Le QT de la Fed ne peut être efficace dans son format actuel

Le QT impossible de la Fed

La Fed, dans le cadre de sa lutte contre l'inflation élevée, a commencé à réduire son bilan. Toutefois, le QT est confronté au fait que la Fed joue désormais le rôle de contrepartie des fonds du marché monétaire. Le processus serait considérablement facilité si le Trésor annonçait un rachat de dette de long terme financé par l'émission de Tbills.

QT : un élément important dans la lutte de la Fed contre l'inflation élevée

Dans le cadre de sa lutte contre l'inflation élevée, la Fed a relevé très rapidement ses taux directeurs en 2022 et a commencé en juin à réduire son bilan en ne réinvestissant pas une partie de ses MBS et de ses titres du Trésor arrivant à échéance. Pour rappel, la Fed détient actuellement 2 700 milliards de dollars de MBS et 5 600 milliards de dollars de titres du Trésor. Un des motifs derrière ce processus de réduction du bilan, connu sous le nom de « resserrement quantitatif » ou « QT » (pour *quantitative tightening*), est le fait que la Fed paie un taux d'intérêt sur certains éléments de passif : les réserves détenues par

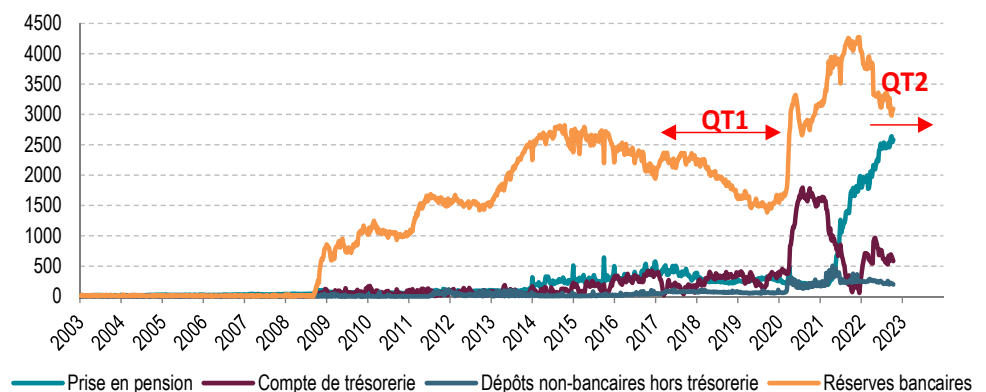
les banques commerciales et les accords de prise en pension (opérations par lesquelles la Fed emprunte au jour le jour, principalement à des fonds monétaires). Récemment, le coût du passif de la Fed a fortement augmenté et a dépassé les revenus perçus sur ses actifs. Ces « pertes » pourraient se creuser si la Fed continue de relever ses taux directeurs et si elle les maintient à un niveau élevé pendant un certain temps. Une autre justification du QT est l'objectif de recouvrer une marge de manœuvre pour un « assouplissement quantitatif » (QE) à venir.

Différence importante par rapport au QT précédent (2017-2019)

Le fait de lancer un QT n'est pas sans précédent pour la Fed, puisque la banque centrale a procédé ainsi de fin 2017 à septembre 2019, date à laquelle débuta une crise sur le marché américain des repo (opérations de prise en pension). À l'époque, trop de monnaie banque centrale avait été détruite par le QT, les taux monétaires étaient sortis de la fourchette cible de la Fed et cette dernière dut relancer un QE « technique » à partir d'octobre 2019. Une grande différence entre le QT actuel et celui de 2017-2019 tient à la composition du

passif de la Fed dont les accords de prise en pension (*reverse repo*) représentent environ 2 500 milliards de dollars actuellement, alors qu'ils ne représentaient que de très faibles quantités lors du QT précédent. Si en 2017-2019 le QT ne pouvait conduire qu'à une réduction des réserves des banques commerciales détenues à la Fed, aujourd'hui il pourrait théoriquement entraîner aussi une réduction du montant de *reverse repo* de la Fed. Ceci est dû à l'évolution des fonds monétaires américains au cours des trois dernières années.

1/Fed : éléments du passif hors monnaie fiduciaire (milliards de dollars)



L'impressionnante ascension des fonds monétaires américains

Les encours sous gestion des fonds monétaires américains ont explosé (à environ 5 000 milliards de dollars) avec la crise de Covid-19 et n'ont jamais diminué depuis, en raison de la persistance des incertitudes

économiques et de l'excès d'épargne accumulé par les ménages et les entreprises. Avec un peu plus de recul historique, on constate que les encours des fonds monétaires augmentent lorsque les taux directeurs sont élevés (ou

THÉMATIQUE

La Fed a endossé un nouveau rôle d'« emprunteur de dernier ressort »

en hausse), puis se dégonflent dans les années qui suivent une récession, lorsque les taux directeurs sont encore bas et que des opportunités d'investissement plus attractives se présentent. Or, il n'en a rien été durant le cycle actuel, peut-être parce que la phase de taux bas a été courte par rapport aux autres cycles. Le fait que la Fed ait continué à relever

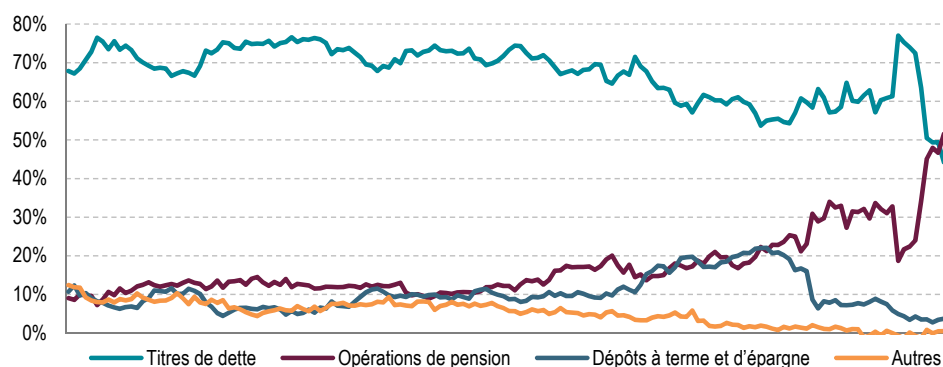
la fourchette cible des Fed funds en 2022 (ce qu'elle fera peut-être aussi l'année prochaine) est plus susceptible de gonfler que de réduire les encours des fonds monétaires : une note récente¹ des économistes de la Fed estimait qu'ils augmenteraient encore de 600 milliards de dollars d'ici fin 2024.

Opportunités d'investissement insuffisantes pour les fonds monétaires

L'actif net des fonds monétaires devrait donc augmenter, mais ces fonds disposent de moins en moins d'opportunités d'investissement en raison de la forte réduction des encours de T-bills (titres de maturité inférieure ou égale à 12 mois) du Trésor américain au cours des deux dernières années (le stock de T-bills a diminué d'environ 1 500 milliards de dollars sur cette période)². À ce niveau, quelque chose de nouveau et d'assez extraordinaire est en train de se produire, puisque la majorité des actifs des fonds monétaires, qui ont historiquement été investis dans des titres de dette, est maintenant constitué d'opérations de *reverse repo* avec, presque exclusivement, la Réserve fédérale comme contrepartie. La maturité moyenne des portefeuilles des fonds monétaires s'est effondrée en raison du poids plus important des opérations de *repo* conclues avec la Fed.

Au deuxième trimestre 2022, pour la première fois, plus de la moitié des actifs des

fonds monétaires américains était constituée d'accords de pension. Cette évolution a été facilitée par la Fed, celle-ci ayant relevé deux fois la limite par contrepartie de ses accords de prise en pension (180 milliards de dollars actuellement) ainsi que le taux d'intérêt des accords de prise en pension en juin 2021 par rapport à la limite inférieure de la fourchette cible des Fed funds. À l'époque, le président de la Fed, Jerome Powell, avait fait valoir que cette mesure était nécessaire pour « *fournir un plancher aux taux du marché monétaire et contribuer à garantir que le taux des fonds fédéraux resterait dans la fourchette cible* ». En d'autres termes, la mesure était censée être technique, face à l'explosion des liquidités que la Fed avait créée avec ses opérations de QE. Ce faisant, la Fed commença à jouer un rôle nouveau d'« emprunteur en dernier ressort », alors que les banques centrales sont plutôt connues pour leur rôle plus classique de « prêteur en dernier ressort ».

2/Fonds monétaires américains : répartition des actifs

Source : CPR AM, Datastream. Données au 20 octobre 2022

Le QT « impossible » souhaité par les membres du FOMC

Pour en revenir au QT de la Fed, il semble qu'il y ait une forme de consensus parmi les membres du FOMC sur le fait que « l'excès d'excès de liquidité » à purger correspond au montant des opérations de *reverse repo* de la Fed, ceux-ci n'étant sans doute pas vraiment

à l'aise avec ce nouveau rôle d'« emprunteur en dernier ressort ». Les membres du FOMC pourraient donc préférer un QT sous forme de diminution des accords de prise en pension plutôt qu'une diminution des réserves des banques commerciales. Dans un discours

¹ Morgan L., Sarver A., Tase M., et Zlate A., 2022, "Bank Deposit Flows to Money Market Funds and ON RRP Usage during Monetary Policy Tightening", Fed papers.

² En 2020, le Trésor a émis beaucoup de bons du Trésor pour financer rapidement les différents plans de soutien - en particulier la loi CARES - et a adopté par la suite une stratégie de financement par des obligations et bons à long terme, ce qui a entraîné une diminution du stock de bons du Trésor.

THÉMATIQUE

récent, un responsable de la Fed de New York³ s'est dit confiant dans le fait que le QT réduirait le montant des accords de prise en pension au fil du temps, car « *une plus grande certitude quant aux perspectives économiques et à la trajectoire de l'action publique pourrait également modérer la demande pour les instruments monétaires à plus courte échéance* ». Cette affirmation pourrait n'être qu'un vœu pieux, car pour l'heure il n'y a manifestement aucun signe de

réduction des encours des fonds monétaires. En effet, les volumes d'opérations de reverse repo de la Fed ont fortement augmenté, tandis que les réserves des banques commerciales détenues auprès de la Fed ont fortement diminué depuis le début du QT. Si cette tendance devait se poursuivre plus longtemps, une pénurie localisée de réserves pourrait resurgir, comme cela avait été le cas en septembre 2019.

Coordination nécessaire avec le Trésor américain

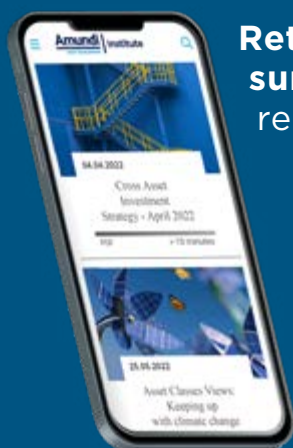
En réalité, le QT de la Fed ne peut être efficace dans son format actuel : pour que les opérations de prise en pension diminuent fortement, le Trésor américain doit changer sa stratégie d'émission et émettre beaucoup plus de T-bills. C'est, en définitive, ce qui pourrait se passer : dans le but d'améliorer la liquidité du marché des titres du Trésor, le Trésor américain a demandé aux spécialistes en valeurs du Trésor s'il devait racheter des titres à longue échéance en émettant des T-bills.

Ce serait là une excellente façon de poursuivre le QT sans réduire trop fortement ou trop rapidement les réserves détenues par les banques commerciales. **En bref, une éventuelle annonce de rachats de dette par le Trésor pourrait avoir un effet positif sur les marchés financiers.** Ce qui montre, au final, que la politique monétaire ne peut aujourd'hui plus être menée efficacement sans coordination avec le Trésor.

Achévé de rédiger le 20 octobre 2022

³ Zobel P., 2022, "The Ample Reserves Framework and Balance Sheet Reduction: Perspective from the Open Market Desk".

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

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

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 27 octobre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : 4 novembre 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1143615555 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - martin Puddy

Directeurs de la publication

DEFEND Monica, Directrice d'Amundi Institute
MORTIER Vincent, CIO Groupe

Rédactrices en chef

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing
FIOROT Laura, Responsable Investment Insights & Client Division

Contributeurs Amundi Institute

AINOUZ Valentine, Responsable de la stratégie Taux, CFA
BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique
BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux
BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset
DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste, Recherche Cross Asset
DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Contributeur CPR Asset Management

DRUT BASTIEN, Responsable de la Macro Stratégie Thématique

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA Pol, Spécialiste Investment Insights & Client Division

Conception et support

BERGER Pia, Spécialiste communication

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

Rédacteurs en chef adjoints

BOROWSKI Didier, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PERRIER Tristan, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux
HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents
PANELLI Francesca, Spécialiste Investment Insights & Client Division
PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset
ROSENBERG Anna, Responsable de la Géopolitique
USARDI Annalisa, Economiste Senior, CFA
VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Spécialiste Investment Insights & Client Division

PONCET Benoît, Spécialiste communication