

Economie

Focus US
N° 2021 - 38

Bilan de la Fed : +5000 milliards

Vendredi 15 Octobre 2021

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

C'est à peu près de ce montant que le portefeuille de titres détenus par la Fed aura augmenté quand le programme d'achats d'actifs prendra fin vers mi-2022. La Fed détient un quart de l'encours de dette fédérale (15% avant la pandémie), ce qui contribue à peser sur le niveau des taux longs. Il y a un excès de liquidités sur le marché monétaire, comme en témoigne l'utilisation massive de la facilité de reverse repo. Pour autant, la banque centrale ne vise pas à réduire activement sa marque sur le marché obligataire. Sa priorité du moment est de sortir d'une mesure d'urgence et de signaler à peu de frais sa vigilance au risque d'inflation.

Le focus de la semaine

Avant même d'être officialisé le mois prochain, la réduction des achats d'actifs par la Fed est accepté par tous. Les progrès accomplis par l'économie US depuis décembre 2020 sont jugés suffisants pour sauter le pas. Il n'y a pas eu de panique comme en 2014. M. Powell a fait de la préparation du *tapering* un non-événement. Le processus s'étalera sur huit mois si, comme cela semble être l'option privilégiée, le rythme des achats est réduit de 15 Md\$ par mois. En juin 2022, le bilan de la Fed avoisinera 9000Md\$, ou l'équivalent de 38% du PIB. Lors du précédent *tapering* en 2015, le pic était 26% du PIB. En somme, depuis le début de la pandémie, le bilan de la Fed aura gonflé de près de 5000 Md\$ (tableau de gauche). A l'actif, la hausse vient du portefeuille de titres. Durant la phase aiguë de la crise, la Fed avait aussi augmenté ses facilités de prêt et de swap, mais ces postes sont désormais normalisés. Au passif, il y a eu une hausse des dépôts bancaires et, ces derniers mois, une envolée du *Reverse Repo*. Cela montre que le marché interbancaire déborde de liquidité. Ce n'est plus la peine d'en rajouter.

Que pèse la Fed sur le marché obligataire ? Elle détient environ 25% de l'encours de titres publics et de MBS. Sa part dans la détention de *Treasuries* était plus élevée dans les années 1970, mais ce n'était pas alors le fait d'une politique active visant à soutenir les marchés mais plutôt un ajustement passif aux évolutions de la politique budgétaire (graphe de droite). Le QE fait désormais partie de la boîte à outils monétaires. A l'avenir, il pourrait prendre des formes différentes selon les besoins. Dans un papier récent¹, des économistes de la Fed suggéraient de moduler l'usage du QE (montant fixe, programme ouvert avec flux ajustables, ciblage spécifique pour soutenir tel ou tel agent) en fonction des types de chocs subis par l'économie. A la fin du programme, la Fed ne se retirera pas du marché, ne vendant pas de titres et réinvestissant ceux arrivant à maturité. Les besoins d'absorption de papier vont se réduire avec la réduction cyclique du déficit. En tout état de cause, on doute que la Fed se désintéresse du sort des taux d'intérêt longs. Le maintien d'un large portefeuille de titres est censé peser sur leur niveau absolu.

¹ Carlson & al (2020), *Issues in the Use of the Balance Sheet Tool*

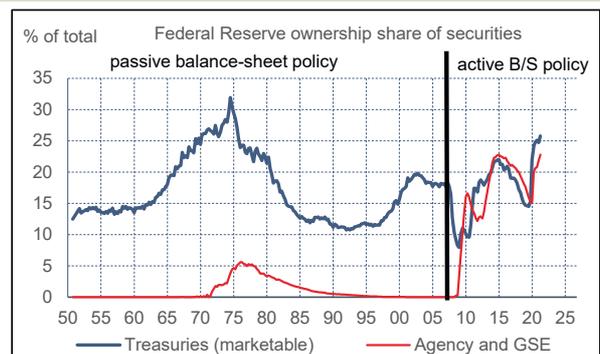
Bilan simplifié de la Fed

Poids de la Fed dans le marché obligataire

Federal reserve banks consolidated statement (bn\$)					
Assets	1 Jan.2020		14 Oct.2021		Liabilities
	1 Jan.2020	14 Oct.2021	1 Jan.2020	14 Oct.2021	
Gold/FX Reserves	18	17	Banknotes	1759	2155
Loans	0	55	Deposits	2032	4593
- o/w PD credit facility	0	0	- o/w held by banks	1549	4205
- o/w MMMF liq. facility	0	0	- o/w T'sy account	404	72
- o/w PPP liq. facility	0	55			
Repo	256	0	Reverse repo	337	1658
Central bank swap	4	0			
Securities	3740	7963			
- o/w Treasuries	2329	5466			
- o/w MBS	1409	2495			
Other assets	156	445	Other liabilities	46	75
TOTAL	4174	8481	TOTAL	4174	8481

PD: primary dealer, MMMF: money market mutual fund, PPP: Paycheck Protection Program

Sources : Fed, ODDO BHF Securities



Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Economie

- A la surface, le rapport sur le marché du travail de **septembre** était faible, en tout cas décevant par rapport aux attentes (+194K emplois créés, 500K attendus). Sous la surface, les détails étaient plus solides. Tout d'abord, les données de juillet et d'août ont été revues à la hausse de 169K. Ensuite, le nombre de postes dans le secteur éducatif a baissé de façon tout à fait inhabituelle (-123K), ce qui traduit sans doute les perturbations de la rentrée des classes en période de pandémie. Ce n'est pas un aléa qui est amené à se répéter. Enfin, l'enquête BLS auprès des ménages donne une plus forte estimation des créations d'emploi (+526K), ce qui conduit à un repli du taux de chômage de 0.4 points à 4.8%. Le taux de salaire horaire a encore accéléré (+0.6% m/m, +4.6% sur un an), confirmant des tensions salariales au bas de l'échelle des salaires. Pour partie ce mouvement reflète aussi des effets de composition. Le rapport complémentaire JOLTS sur les flux du marché du travail indique une nouvelle hausse du taux de démission à 2.9% des employés en **août**, un nouveau record (la série débute en 2000, sa moyenne historique est de 1.9%). Dans la restauration, ce taux s'envole littéralement, en hausse de 1.2 pt à 6.8%, là encore un nouveau record (moyenne = 4.1%).
- En **septembre**, l'indice CPI a progressé de 0.4% m/m, entraînant une accélération du taux annuel à 5.4%, plus haut de l'année. En bonne partie, c'est dû à la vigueur des prix de l'énergie (+25% sur un an). Du côté des prix altérés par la pandémie, on notera un léger repli du prix des voitures d'occasion (-0.7%, +24.4% sur un an). Pour le deuxième mois de suite, le prix des billets d'avion a baissé, sans doute un effet variant-Delta. Il faut s'attendre à un rebond d'ici la fin de l'année. Le prix des services de logements (loyers et loyers imputés) s'affermi. Cette tendance devrait se poursuivre dans les prochains mois comme un effet décalé de la surchauffe immobilière. Au total, l'inflation reste élevée pour les standards récents, même si le rythme de hausse des prix s'est atténué au T3 (0.39% par mois) vs T2 (0.77% par mois). Le taux d'inflation sous-jacente est stabilisé à 4.0% sur un an.
- Dans son dernier *World Economic Outlook* paru cette semaine, le FMI a nettement abaissé la prévision de croissance du PIB réel en 2021, -1 pt par rapport à juillet à 6.0%, mais relevé la prévision pour 2022, +0.3pt à 5.2%. Le consensus est plus conservateur (à raison selon nous), à respectivement 5.7% et 4.1%.

Politique monétaire et budgétaire

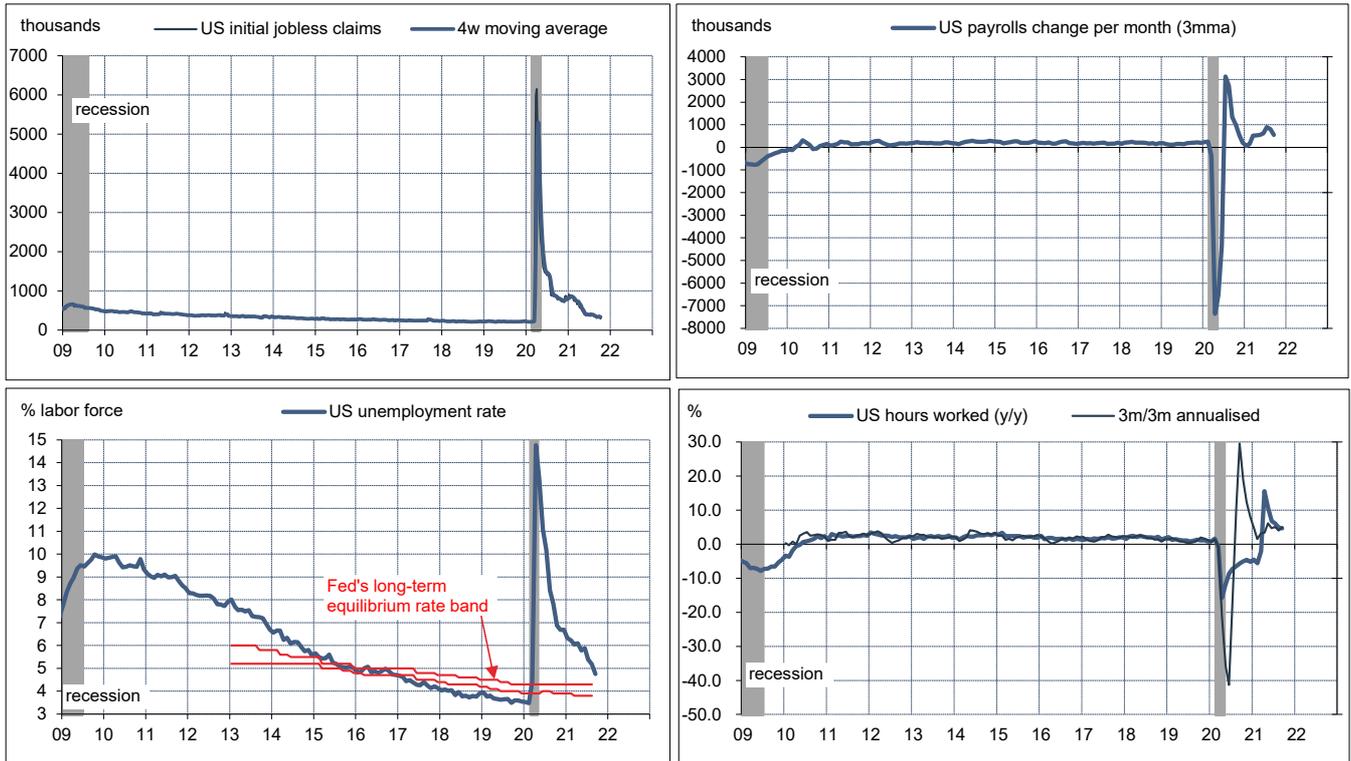
- S'il restait encore quelques doutes au sujet de la volonté de la Fed de réduire le rythme de ses achats d'actifs dès la prochaine réunion, plusieurs discours récents de membres du FOMC les ont levés, par exemple ceux de **Richard Clarida** (Board) ou **Raphael Bostic** (Atlanta). L'un et l'autre ont reconnu que les risques d'inflation continuaient de pointer vers le haut et, par suite, qu'il fallait prendre garde au risque de désancrage des anticipations. M. Clarida a admis que la situation présente avait le goût de la stagflation des années 1970 mais récusé qu'elle en ait la substance. La Fed a appris les leçons des erreurs commises durant cette période et ne les répétera pas, dit-il. M. Bostic ne croit pas non plus que les conditions d'un dérapage durable de l'inflation soient réunies, mais il se refuse désormais à décrire la poussée d'inflation comme étant "*transitoire*". Les perturbations de l'offre ont débuté il y a plus d'un an pour certaines d'entre elles, leur correction ne semble pas imminente. M. Bostic préfère parler de choc épisodique car ces variations extrêmes de prix relatifs sont presque toutes liées à la pandémie, qui a déformé la structure de consommation et causé l'apparition de goulots d'étranglement. Au-delà de ces arguties langagières, il est clair que la Fed ne veut pas rester passive. Réduire sans tarder les mesures d'urgence (achat d'actifs) est le minimum qu'elle puisse faire.
- Les minutes de la réunion du **22 Septembre** n'ont fait que confirmé l'imminence du *tapering*. La décision sera officielle à la prochaine réunion, mais il reste à préciser si la réduction des achats débutera à la mi-novembre ou la mi-décembre. La trajectoire à l'étude est une baisse de 10 Md\$ sur les *Treasuries* et 5 Md\$ sur les MBS chaque mois. En partant d'un rythme respectif de 80 Md\$ et 40 Md\$, il faudrait exactement huit mois à ce rythme pour terminer le processus.

A suivre la semaine prochaine

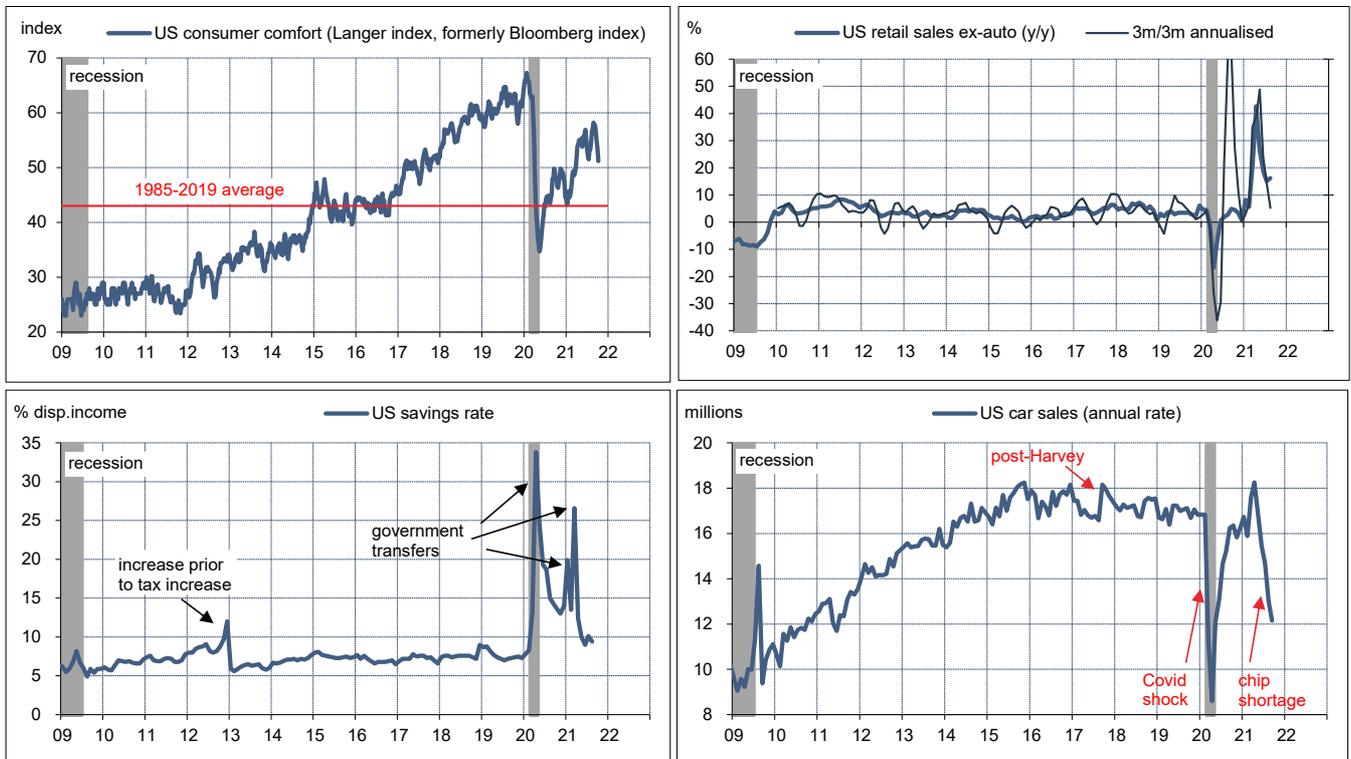
- Le Livre Beige, préparé en vue de la réunion du FOMC du **3 novembre**, sera publié le **20 octobre**. Les principales statistiques à paraître sont la production industrielle (le **18**), les mises en chantier de logements et permis de construire (le **19**) et les ventes de maisons existantes (le **21**). Du côté des données d'enquête pour octobre, il y aura l'indice NAHB de confiance des constructeurs de maisons (le **18**), l'indice de la Fed de Philadelphie sur le secteur manufacturier (le **21**) et les estimations préliminaires des enquêtes PMI (le **22**).



Annexe 1 - Marché du travail



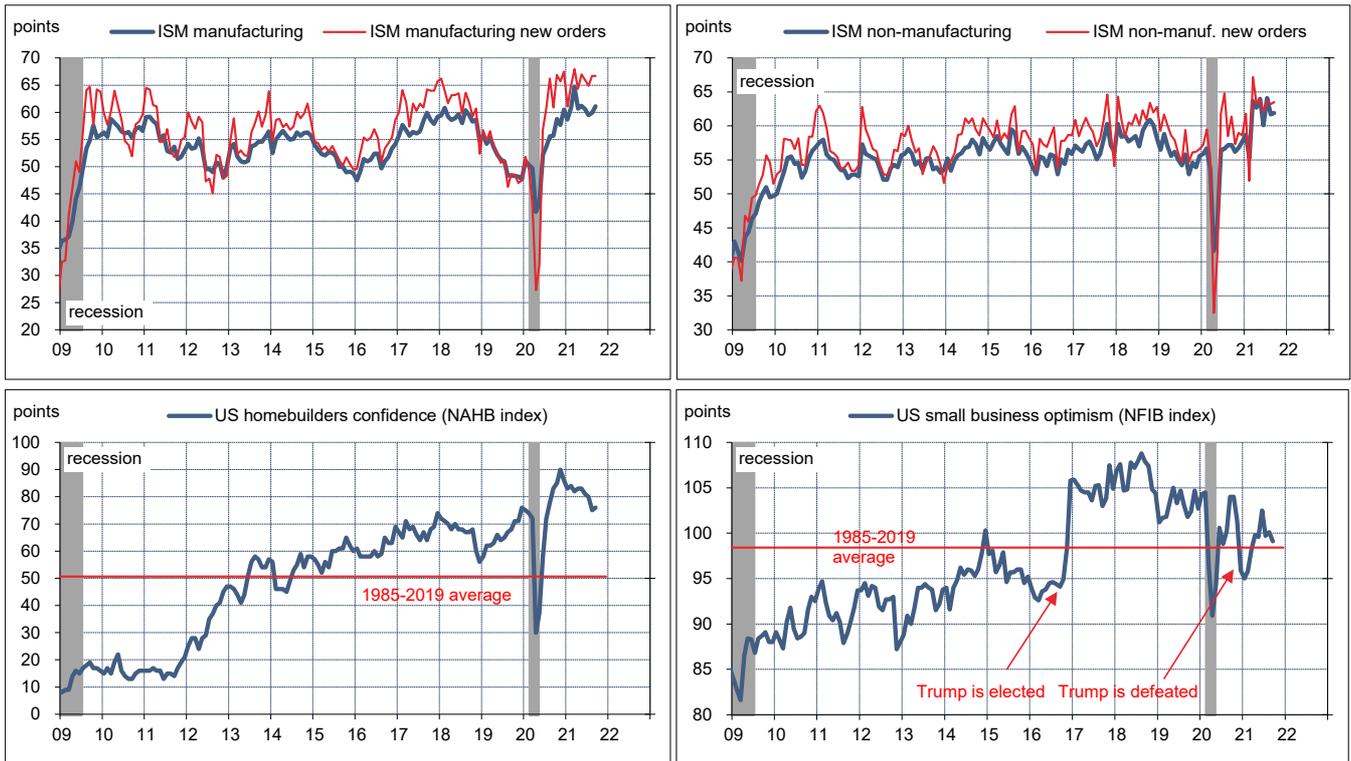
Annexe 2 - Consommateur



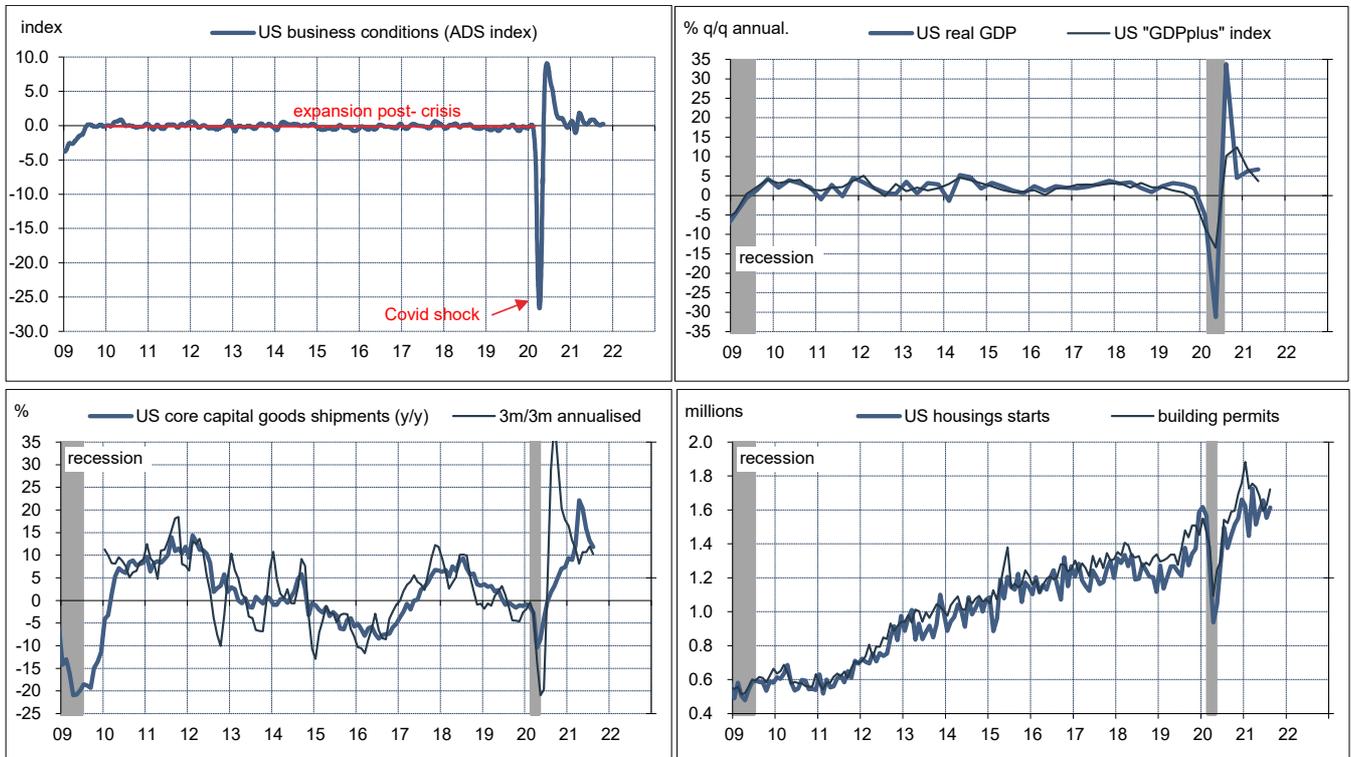
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



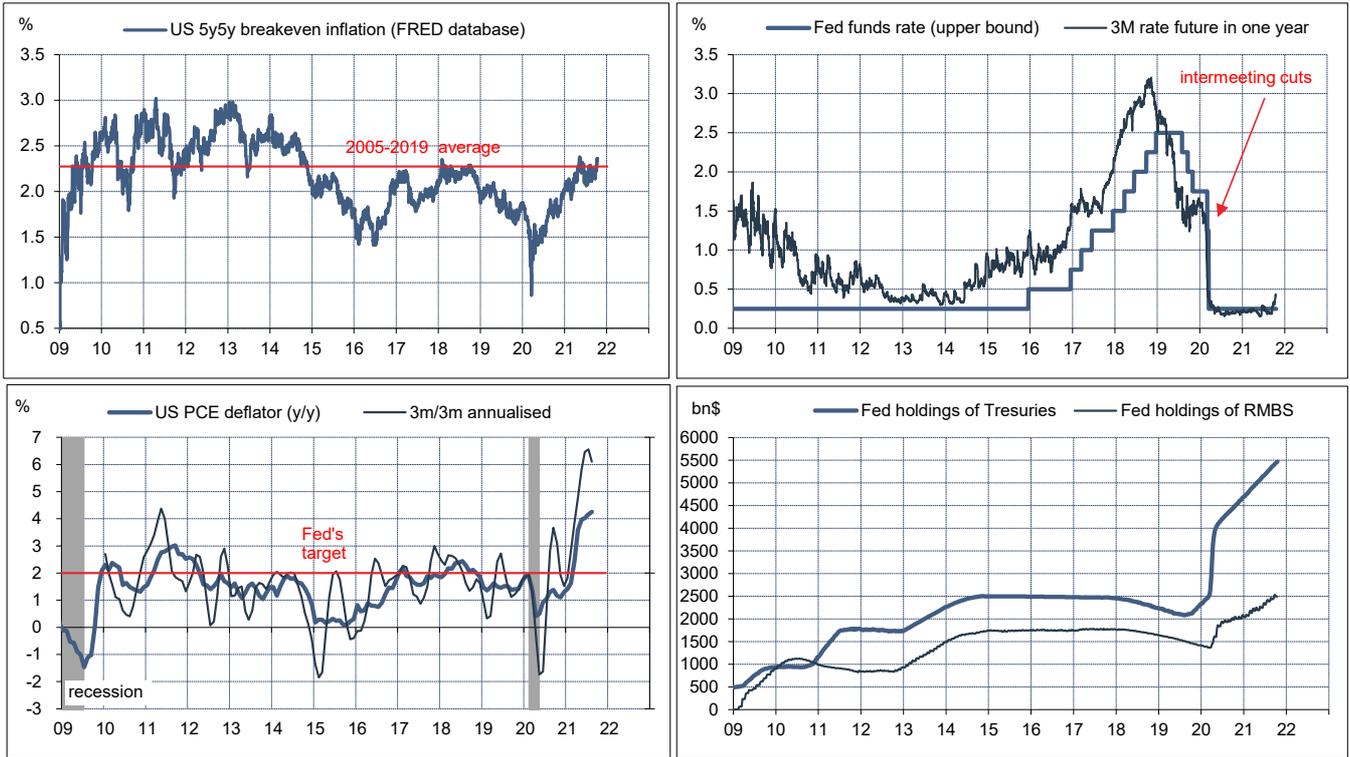
Annexe 4 - Conditions d'activité



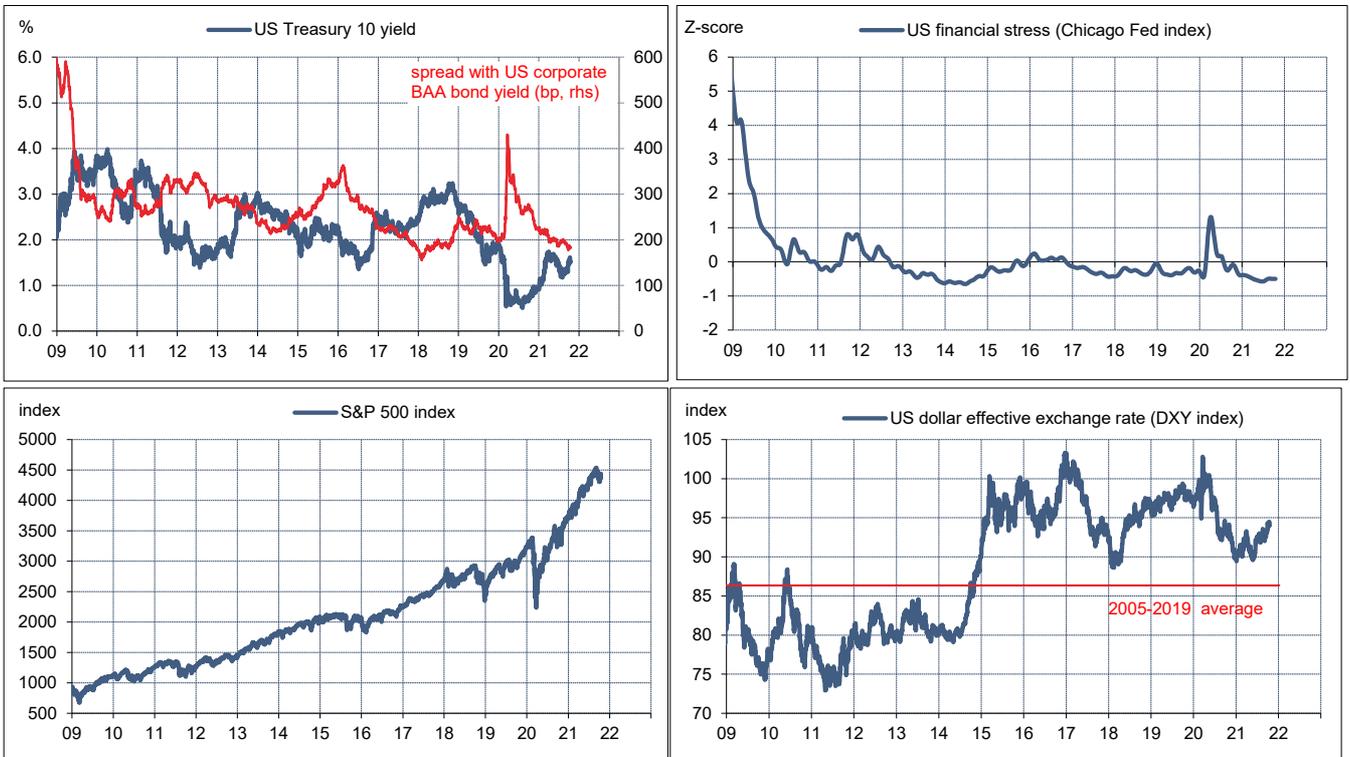
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddonyc.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.