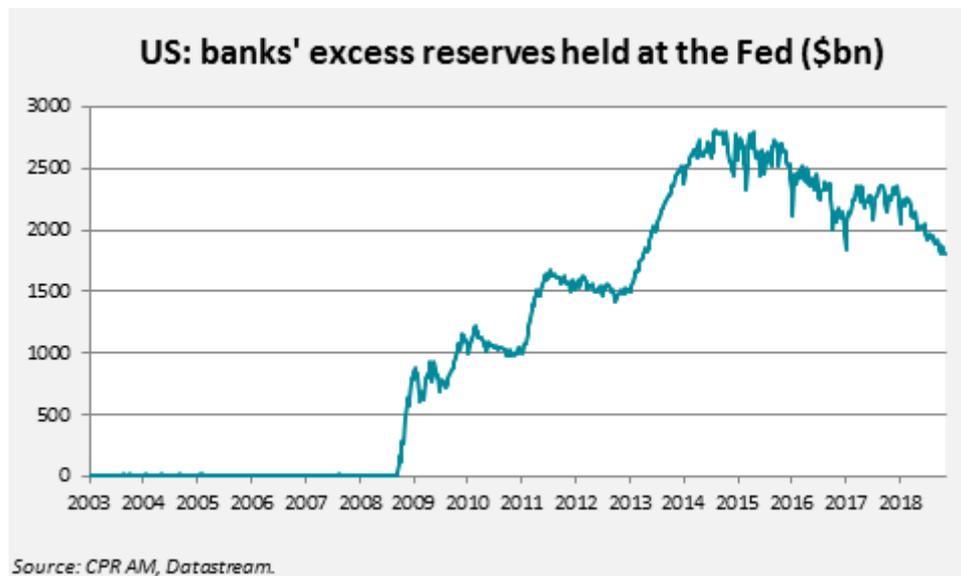




Pourquoi la Fed risque de ne relever que de 15 bps le taux d'intérêt sur les réserves en décembre

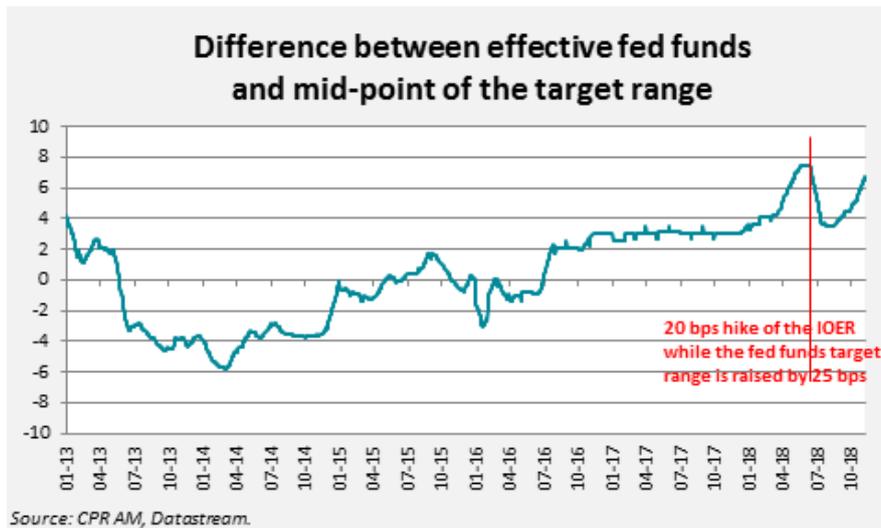
Par Bastien Drut, Stratégiste Sénior chez CPR AM

Depuis 2008 et l'apparition de réserves excédentaires liées aux opérations de QE (achats de titres financés par de la création monétaire), le véritable outil de la Fed en ce qui concerne la politique de taux est le taux de rémunération des réserves excédentaires (IOER, *Interest rate On Excess Reserves*). Avant octobre 2008, la Fed n'était pas autorisée à rémunérer les réserves excédentaires. A partir de cette date et jusqu'à juin 2018, le taux IOER a été confondu avec la borne supérieure de la fourchette des fed funds.



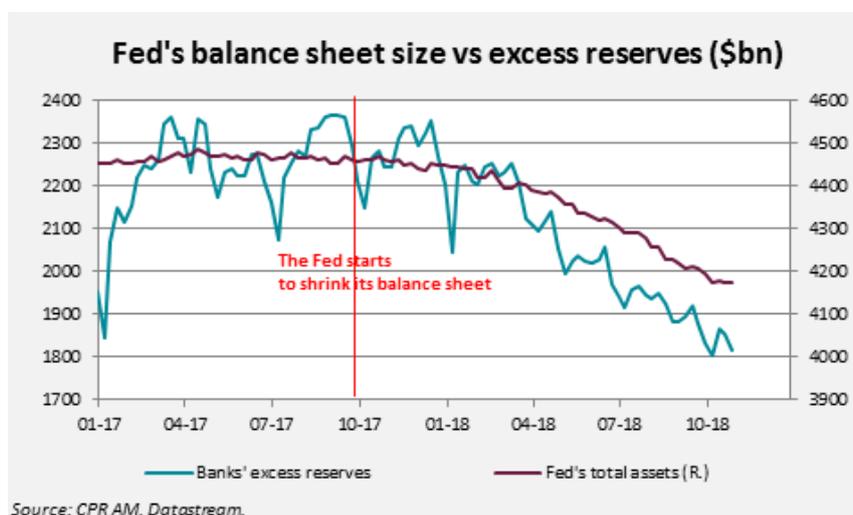
Théoriquement, le fait de payer un intérêt sur les réserves excédentaires aurait dû fournir un plancher pour les fed funds effectifs (taux overnight auquel les banques se prêtent entre elles sur les marchés monétaires) car les banques n'ont pas d'incitation à prêter à d'autres banques à un taux qui serait inférieur au taux auquel elles peuvent prêter à la Fed. Toutefois, cela n'a pas été le cas car certaines institutions (telles que certaines agences gouvernementales) peuvent prêter sur les marchés monétaires mais pas déposer à la Fed.

Depuis l'introduction du taux IOER, les fed funds se sont retrouvés légèrement en deçà du taux IOER et relativement peu éloignés du milieu de la fourchette de fed funds.



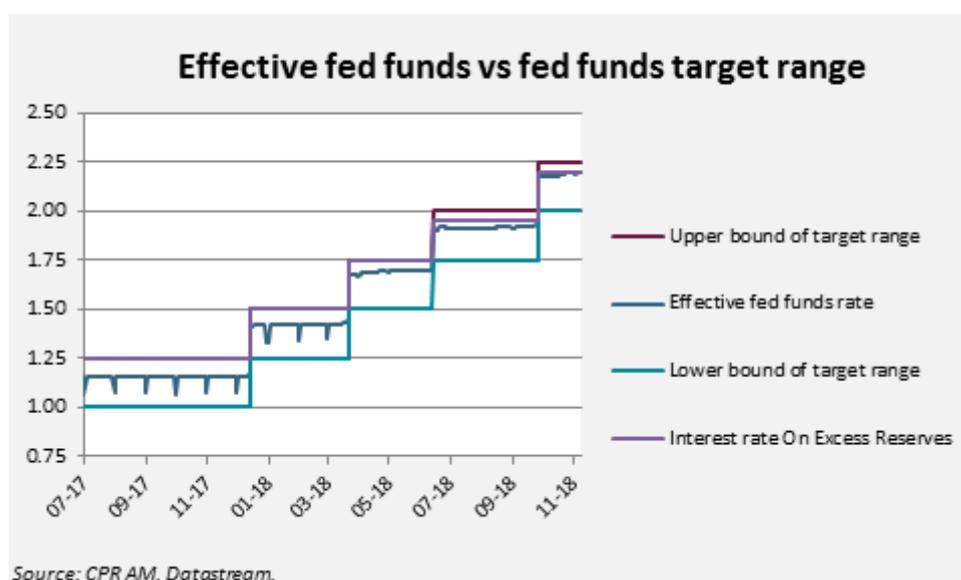
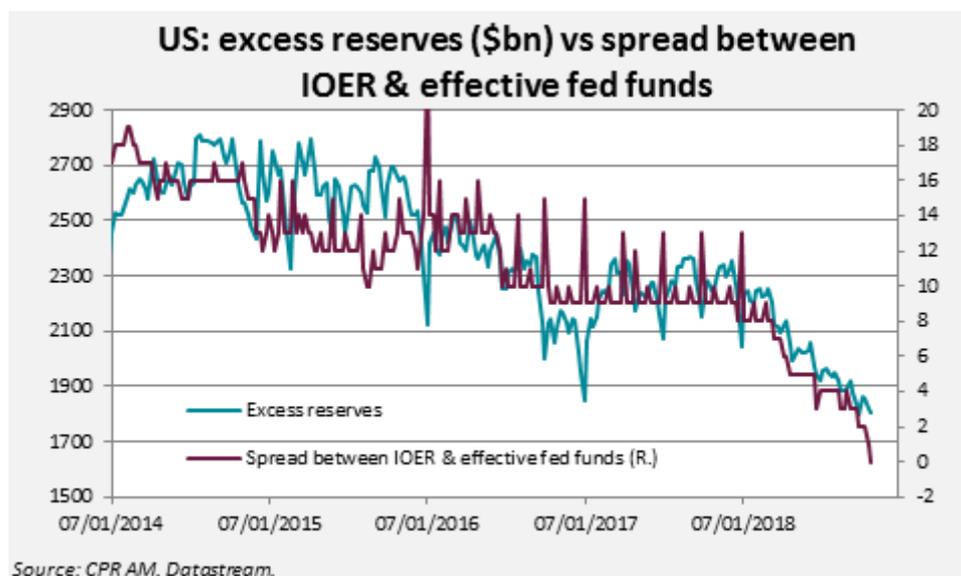
Toutefois, la réduction du bilan de la Fed (via le non-réinvestissement des Treasuries et des MBS qui arrivent à maturité) à partir du T4 2017 a entraîné une nette baisse des réserves excédentaires. Le schéma suivant permet de comprendre pourquoi le mécanisme induisant une baisse des réserves :

Schéma expliquant la normalisation du bilan de la Fed			
Actif		Passif	
1) Bilan post-QE			
Titres du Trésor	\$1,000	Compte du Trésor à la Fed	\$200
		Réserves excédentaires	\$800
2) La Fed ne réinvestit pas \$100 de titres			
Titres du Trésor	\$900	Compte du Trésor à la Fed	\$100
		Réserves excédentaires	\$800
3) Le Trésor vend \$100 de titres sur le marché			
Titres du Trésor	\$900	Compte du Trésor à la Fed	\$200
		Réserves excédentaires	\$700
Variation nette			
Titres du Trésor	(\$100)	Compte du Trésor à la Fed	\$0
		Réserves excédentaires	(\$100)



Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM.

La raréfaction des réserves induit une pression haussière sur les fed funds, qui ont convergé vers le taux IOER (actuellement à 2,20% alors que la fourchette de fed funds est de 2%-2,25%). Simon Potter, vice-président de la Fed de NY, a indiqué il y a quelques jours qu'il s'attendait à ce que les fed funds passent très prochainement au-dessus du taux IOER¹ car certaines banques n'ayant plus de réserves doivent désormais emprunter sur le marché fed funds.



Afin de s'assurer que les fed funds se retrouvent à nouveau au milieu de la fourchette de fed funds, il est très probable que la Fed n'augmente que de 15 bps le taux IOER en décembre (à 2,35% donc) alors que la fourchette de fed funds sera augmenté de 25 bps, à 2,25%-2,50%. Il ne s'agira pas d'un resserrement monétaire « plus faible » que prévu mais plutôt d'un ajustement technique. Dans une perspective plus longue, une sensibilité accrue des fed funds à la baisse des réserves excédentaires pourrait même amener la Fed à ajuster sa politique de réduction de bilan.

Achévé de rédiger le 9 novembre 2018.

¹ <https://www.bis.org/review/r181030k.htm>

Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpram.fr ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

A propos de CPR Asset Management :

CPR AM est une société spécialisée en gestion, agréée AMF, filiale autonome à 100% d'Amundi. CPR AM se consacre exclusivement au métier de la gestion pour compte de tiers (institutionnels, entreprises, assurances, banques privées, gérants de fonds et professionnels du patrimoine). CPR AM couvre les principales classes d'actifs (actions, convertibles, diversifiés, taux et crédit).

CPR AM en chiffres (fin mars 2017)

- Plus de 42 milliards d'actifs gérés
- Plus de 100 collaborateurs dont plus d'un tiers dédié à la gestion

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

