

# Automne 2019 : QE OR NOT QE ...



**Bruno Syrmen**  
CIO Alternatif - Partner  
[bsyrmen@seven-cm.com](mailto:bsyrmen@seven-cm.com)  
+33 1 42 33 75 22

**OU EN EST LA FED 2 MOIS EXACTEMENT APRÈS  
L'EXPLOSION DES TAUX DE REPO?**

**QE OR NOT QE EST EN EFFET LA QUESTION....**

Ceux qui nous lisent depuis quelques temps savent désormais que parmi les différents problèmes de liquidité qui nous intéressent, celui de la fourniture de liquidités aux systèmes financiers par les Banques Centrales est l'un de nos favoris.

Et pas seulement parce que c'est l'un des plus, sinon LE PLUS, important. Pour ne citer que quelques articles où nous avons déjà abordé ce thème :

[https://www.seven-cm.com/assets/files/pdf/University/Zombie\\_Apocalypse\\_VF.pdf](https://www.seven-cm.com/assets/files/pdf/University/Zombie_Apocalypse_VF.pdf)

Où encore, mi-octobre après les spikes de Septembre:

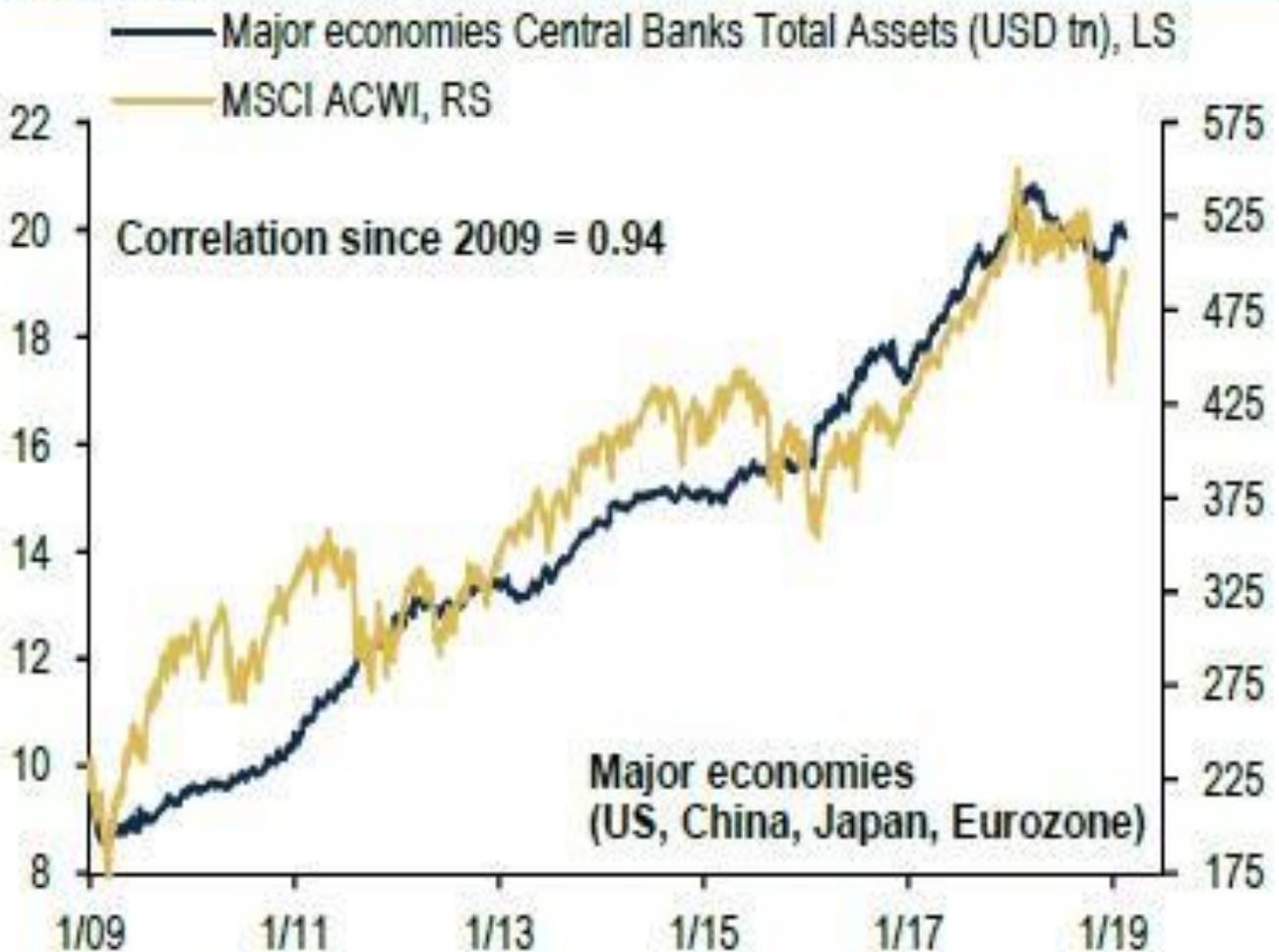
<https://www.seven-cm.com/news/2019/oct/September2019-From-RepoToQE-vf.pdf>

Et, également, même si plus ancien (2018):

<https://www.seven-cm.com/assets/files/pdf/University/SEVEN-CM-Le-probleme-de-la-liquidite-part-2.pdf>

De même, beaucoup d'entre vous, se souviennent probablement du graphe suivant qui est également l'un de nos préférés. La croissance totale des actifs des 4 principales Banques Centrales comparée à la hausse du All Countries World Index.

**Figure 1: The major Central Banks' balance sheet - the main thing (the only thing?) Investors need to watch? (I)**



Source: BofA Merrill Lynch Global Research, Bloomberg



La plupart des gens n'ont pas suivi le problème de liquidités apparu dans le marché Interbancaire US/ Repo le 16 septembre 2019, et ne sont pas vraiment familiers avec ces problématiques.

Mais pourquoi le seraient ils? A priori, aucun intervenant n'a jamais du se pencher «en temps réel » sur l'état du marché du Repo aux USA pour générer de la performance où à tout le moins se faire une idée sur la direction à venir des marchés!

Pourtant de plus en plus « d'insiders » considèrent que le traitement du problème par la FED a été et restera comme l'événement financier le plus important de l'année.

Nous suspectons même que les événements des 2 derniers mois et surtout les réponses apportées par la FED représenteront à jamais le pivot ultime de toute une décennie de politique monétaire de la FED....

## Un bref rappel des faits

Depuis la fin des années 50 et la guerre du Vietnam, le gouvernement US s'est reposé sur les banques centrales et les institutions financières étrangères pour acheter sa dette en croissance permanente (à l'exception notable de la fin des 90's). Très longtemps les Japonais et, à un degré moindre les Européens, furent les principaux acheteurs.

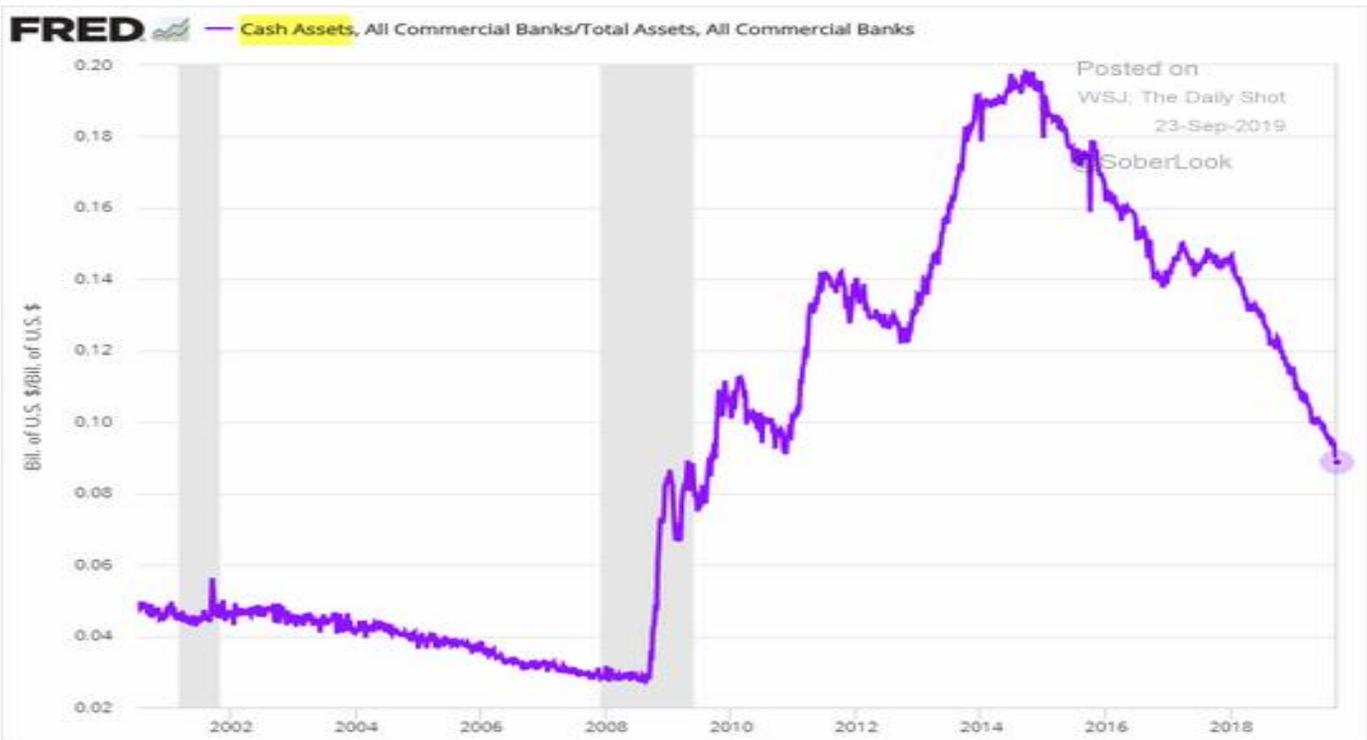
Avec l'avènement au premier plan de la Chine, la Chine devint le principal acheteur de dette fédérale US pendant toutes les premières années du siècle.

Mais vers la fin de 2014, pour la première fois depuis les 60's, les institutions étrangères ont cessé d'acheter de la dette US. Alors même que celle ci était déjà à un niveau très important. Et donc, Durant les 5 dernières années les institutions Financières US ( Banques, Fonds de pension, et même les entreprises) ont du absorber plus de \$3Ts de nouvelle dette fédérale US, sans quasiment aucune aide des institutions étrangères. Bien entendu, les baisses d'impôts du president US en 2017, non compensées par la moindre baisse de dépenses et le démarrage d'une "guerre commerciale" avec l'ex plus gros financier du pays (la Chine) n'ont pas aidé non plus à la resolution du problème....

Et tout ceci continua à marcher, cahin-caha, jusqu'à ce 16 septembre 2019, où les balance sheets des principaux acteurs financiers domestiques se retrouvèrent juste pleines, et qu'il n'y avait quasiment plus de place nulle part pour acheter toujours plus de T-Bills gouvernementaux. Et la réserve Fédérale dut alors commencer à emprunter leurs titres aux grosses banques US, contre du cash. Ces grosses banques ayant déjà diminué leurs niveaux de cash aux limites réglementaires pour acheter, déjà, <sub>3</sub> des Treasuries!



Les 2 charts suivants vous donneront une idée de l'augmentation des Treasuries sur les balance sheets des institutions financières US comparé à la diminution de leur... Cash disponible....





OUI! Bien sur ces opérations de repo « overnight » et à 14 jours réussirent, et la FED est parvenue à remettre en ligne le taux de repo avec ses Fed Funds. Mais nombre d'intervenants et observateurs étaient déjà convaincus que la FED basculerait « naturellement » d'un Temporary Open Market Operations à un Permanent Open Market Operation (I.e une expansion organique de la croissance de sa balance sheet, donc une autre dénomination du Quantitative Easing.....)

Et d'ailleurs le 8 octobre; la FED finit par annoncer qu'elle recommencerait à accroître sa balance sheet à partir de la mi-octobre, en achetant \$60Milliards de T-Bills chaque mois, et ce jusqu'à au moins mi 2020!

## Les premières conséquences

- La première conséquence de l'ensemble de mesures prises par la FED fut donc la normalisation des taux de repo.
- La seconde, à voir la réaction des marchés obligataires et surtout des marchés actions, est que désormais tous les investisseurs devraient prêter une grande attention à ces problèmes macro-économiques qui comprennent les déficits gouvernementaux, les niveaux de liquidité et par conséquent les politiques des Banques Centrales, que ce soit de l'assouplissement monétaire standard ou du QE (ou autre chose si vous croyez Chaiman Powell quand il jure ses grands Dieux que la FED n'a pas repris de politique de Quantitative Easing). Ces facteurs sont, A NOUVEAU, parmi les plus importants.

La troisième conséquence, et pas la moindre, est que la Réserve Fédérale crée maintenant de la nouvelle monnaie pour acheter de la dette gouvernementale US aux autres banques US. Les déficits Fédéraux sont donc monétisés par de la création monétaire, alors même que les USA sont toujours loin, officiellement, d'être en récession.

Et ceci est précisément un pivot complet dans l'histoire de la politique monétaire US.

Vous trouverez ci-après un graphe de la Fed de St Louis vous détaillant l'évolution de la Balance Sheet de la FED durant ces 5 dernières années. Et avec le moment charnière (à partir du 16 septembre) . Il apparaît très clairement.....

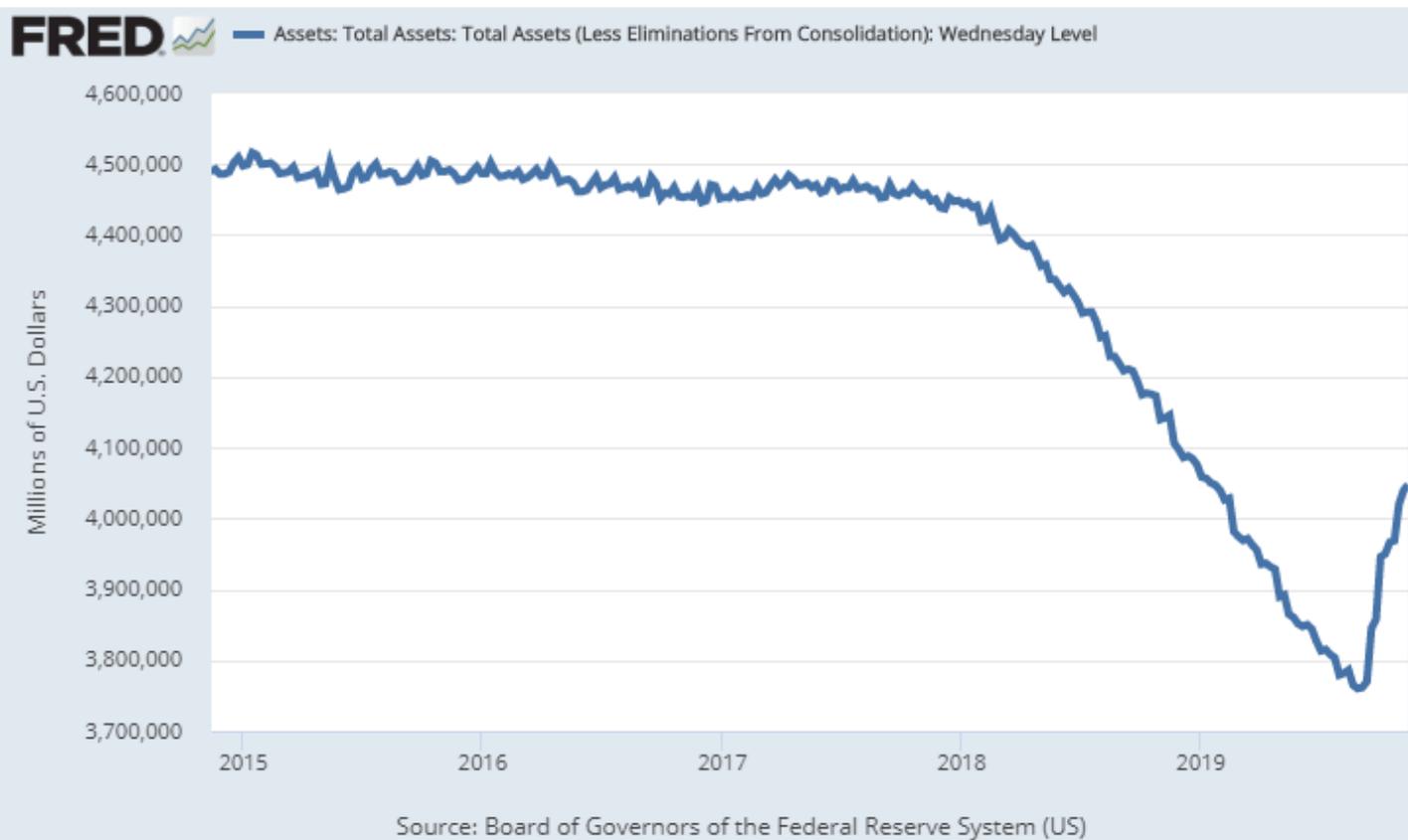


Chart 4 : source : Fed of St Louis

Durant les 9 dernières semaines, depuis le spike du taux de Repo, la FED a déjà augmenté sa balance sheet de \$277Milliards, essentiellement en achetant des T-Bills. Lors des 4 dernières semaines seules, cela a atteint \$80Milliards. A supposer que ce soit désormais le rythme standard, on en serait à plus de \$1Trillion en rythme annualisé. Et en cas de récession aux USA, accompagnée, comme d'habitude, par une baisse substantielle des recettes d'impôts, et une augmentation significative du déficit budgétaire, il est clair que ce taux de monétisation n'aurait que très peu de chance de ralentir....

## Monétiser ou ne pas Monétiser, telle est la (vraie) question

Quand Ben Bernanke, alors président de la FED, a conduit les différentes phases de QE de 2008 à 2014, il a TOUJOURS argumenté dans ses discours, que QE n'ÉTAIT PAS de la monétisation. L'argument fondamental était que toutes ces opérations étaient TEMPORAIRES d'une part et surtout qu'elles seraient DÉBOUCLÉES.



Nous avons très souvent entendu durant cette période que LA FED finirait par VENDRE la dette qu'elle avait achetée, plutôt que la garder dans ses livres où même en acheter encore plus!

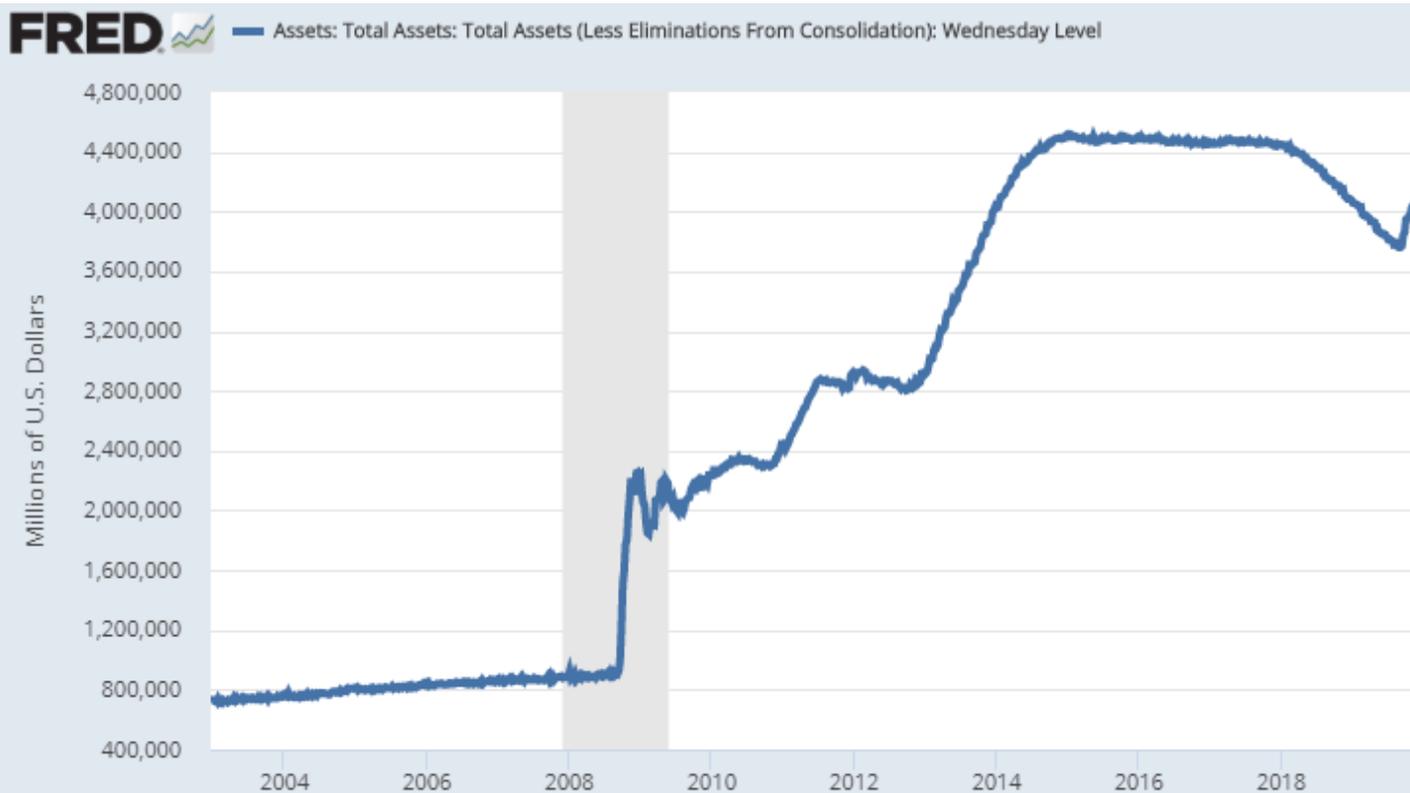
Dans un article de 2013, <https://www.stlouisfed.org/publications/central-banker/spring-2013/is-the-fed-monetizing-government-debt>

La FED de St Louis assure que QE n'est pas de la monétisation puisque la balance sheet globale de la FED reviendra à la normale, i.e à son étiage pré-GFC.

Son ancien président James Bullard, déclara en novembre 2010:

"The (FOMC) has often stated its intention to return the Fed balance sheet to normal, pre-crisis levels over time. Once that occurs, the Treasury will be left with just as much debt held by the public as before the Fed took any of these actions." Un très joli et programmé Retour à la case départ qui ne s'est jamais vraiment produit. Pourtant aux yeux des officiels de la FED de l'époque, c'est précisément ce retour à la situation Ante qui aurait constitué la preuve que la FED n'avait pas utilisé la création monétaire comme source permanente de financement du déficit budgétaire fédéral.

Mais une fois de plus cela ne s'est pas produit!



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System (US)



Chart 5 : source: Fed of St Louis

Durant la période 2008-2014 en 3 épisodes distincts de QE, la balance sheet de la FED a augmenté de \$900millions à \$4,5Trillions. En 2014 la FED cessa effectivement d'acheter le moindre actif. Sa balance sheet est donc restée stable autour de \$4,5Trillions jusqu'à fin 2017. S'ensuivit alors une période de presque 2 ans où ils commencèrent à vendre les Treasuries et à réduire leur balance sheet. Celle-ci finit sa course juste en dessous de \$3,8Trillions après une réduction continue et très graduelle.

Mais depuis le marché du Repo US a explosé! Et ceci a marqué la fin du processus de réduction de la balance sheet de la FED, +\$277Milliards, déjà au-dessus de \$4Trillions et continuant à croître, soit un niveau plus de 4 fois supérieur à celui d'avant crise en 2008. Et surtout, d'ici mi 2020, soit à peine plus de 7 mois: au rythme où ils achètent ils seront à un nouveau plus haut historique....

## . Quelques implications pratiques

La plus importante d'abord: C'EST UNE NOUVELLE SOURCE DE LIQUIDITÉ. Ou à tout le moins, la « destruction de liquidité » a été stoppée. Or durant la dernière décennie, on a vu apparaître une corrélation significative entre les niveaux de liquidité globaux et les performances des marchés actions. (Cf chart 1 p.2) .

Ensuite, cette récente injection de liquidité \$277Milliards n'a pas que peu contribué au retracement du USD contre la plupart des autres devises. En effet cela a commencé à adresser un autre problème de liquidité celui affectant la devise US. D'où le rebond des marchés Émergents. Le Dollar Index (DXY) a en fait toppé début Octobre et se trouve dans un mouvement de consolidation depuis. En outre, le niveau courant de ~\$80 Milliards par mois n'est pas encore suffisant pour affaiblir la devise US. En effet, à l'inverse des précédents rounds de QE, ce n'est pas assez agressif pour augmenter les niveaux de cash détenus par toutes les banques US. En fait il semblerait même que ce niveau soit juste suffisant pour EMPECHER ces niveaux de cash de continuer à baisser! Les Treasuries volent en rangs serrés du gouvernement vers les banques, et puis vers la FED!

Enfin, il faut désormais être très prudent quand aux conclusions que l'on peut tirer de la moindre évolution de la situation. 2 exemples:

- Certaines personnes ont soutenu que ce problème de repo devait être du à une banque INSOLVABLE aux USA ou surtout en Europe. Ca n'est visiblement pas le cas. Les banques, Européennes notamment ont bien des problèmes mais pas celui là à priori.
- Durant les premiers stades de la crise du Repo, nombre d'analystes des principaux médias financiers

ont essayé de nous faire croire que c'était un problème temporaire, du à la saison, à une convergence de facteurs malheureux, bref une TECHNICALITÉ .... Que nenni! Cela couvait depuis 5 ans au moins, et les décisions de la FED représentent clairement un tournant majeur dans la conduite de la politique monétaire, du à un déficit budgétaire si important que fautes de suffisamment d'acheteurs de dette fédérale, il faut monétiser en créant du capital tout beau tout neuf tout frais.....

Enfin avant de conclure, nous aimerions partager avec vous le chart suivant qui a constitué un véritable facteur aggravant à la crise de liquidités du système US.

Il montre clairement que quand les réserves détenues par les Banques Centrales étrangères à la FED diminuent, on ne peut rien en attendre de bon sur les marchés.... Et c'était malheureusement le cas en 2019....

### A fall in foreign central bank reserves held at the Fed is never good news

Securities held in custody for foreign official and international accounts | Grey = US recessions

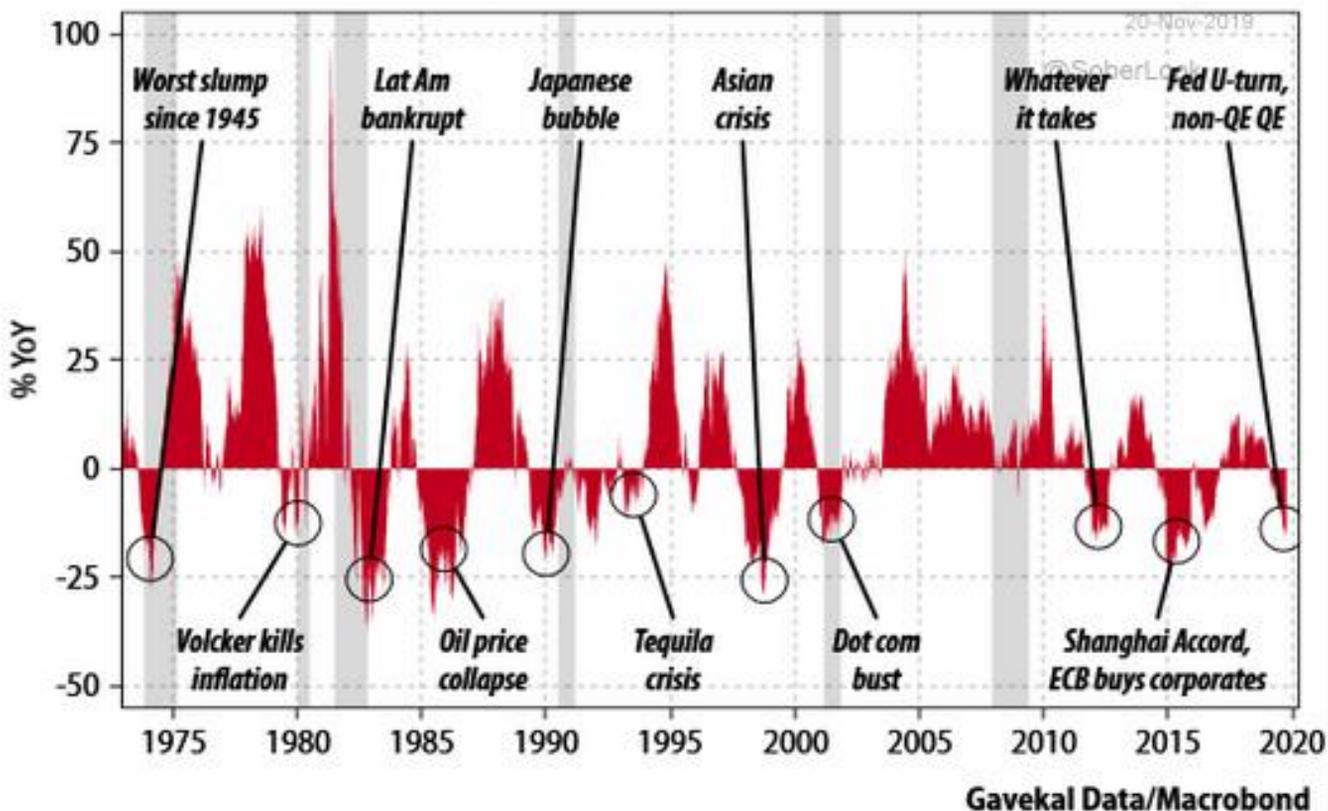




Chart 6 : source : Gavekal

## Conclusion

Il n'y a aucun doute à nos yeux, le tournant pris par la FED dans la seconde moitié du mois de septembre est bien la décision financière la plus importante de l'année!

Et de très loin, bien plus par exemple que le 1er tournant de la Fed mi-Janvier annonçant la fin du cycle de hausse des taux; où que la dernière baisse des taux directeurs de l'ECB couplée à l'annonce par M M. Draghi de la reprise du programme de QE.

Cette décision valide en effet, à posteriori, la théorie selon laquelle la balance sheet de la FED ne reviendra jamais à son étiage pré-GFC et donc que la dette fédérale US a déjà été en partie monétisée par la Banque Centrale. Dès lors le fait que les autorités monétaires se soient senties obligées d'intervenir pour se substituer aux traditionnels prêteurs domestiques, de plus en plus limités qu'ils sont par leur balance sheet boursoufflée et gorgée de Treasuries, alors même que les USA ne sont pas encore en récession, indique clairement que l'accroissement constant du déficit budgétaire US sera de facto toujours financé par de la création monétaire par la FED.

Que vous persistiez à considérer que les dernières mesures de la FED ne sont PAS un nouvel épisode de QE importe finalement assez peu. Reconnaître une monétisation de la dette non avouée, et maladroitement cachée, semble plus important pour la compréhension globale des événements financiers des années à venir....

B. SYRMEN  
20/11/2019