

# Rapport stratégique

Bureau du chef des placements | Juin 2023

## Remplir le compte du Trésor américain : quel impact sur la liquidité?

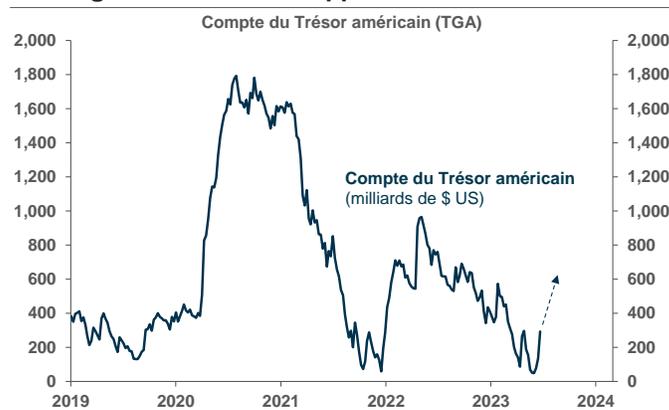
Après avoir tenu les marchés en haleine en mai, la saga du plafond de la dette américaine s'est terminée de manière favorable en début juin avec l'atteinte d'un accord entre républicains et démocrates. Les investisseurs ont accueilli la nouvelle avec enthousiasme, l'environnement de marché étant devenu résolument plus optimiste au cours des dernières semaines avec entre autres une excellente performance du côté des actions américaines.

Cependant, la suspension du plafond de la dette implique également une augmentation marquée de l'émission de bons et d'obligations au cours des prochains mois, non seulement pour couvrir les dépenses du gouvernement fédéral, mais aussi pour remplir à nouveau le compte du Trésor (TGA, de l'anglais *Treasury General Account*). Le TGA est en quelque sorte le compte de banque du Trésor américain ; c'est dans ce dernier que le gouvernement dépose ses recettes et les produits de l'émission de dette, qui lui servent ensuite à s'acquitter de ses dépenses.

Devant l'impossibilité d'émettre de la nouvelle dette pendant plusieurs mois, le TGA fut presque entièrement épuisé à la fin mai, et on estime maintenant que le Trésor américain vise à le renflouer à environ 600 milliards \$ US d'ici septembre (**graphique 1**).

L'impact de cette émission de dette importante (qui a d'ailleurs déjà débuté il y a deux semaines) dans un court laps de temps soulève des questions, alors que certains experts soutiennent que cela devrait drainer la liquidité dans le système financier, représentant un vent de face considérable pour les actifs risqués. Mais qu'en est-il exactement? Et qu'entendons-nous par « liquidité »?

### 1 | Le gov. américain s'apprête à renflouer les coffres



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

### Une question de réserves bancaires

La « liquidité » au sein du système financier est un concept assez vague qui peut rapidement devenir complexe. Une définition simple et relativement commune – du moins lorsqu'il est question du système financier américain – utilise les réserves bancaires<sup>1</sup> comme indicateur de liquidité (**graphique 2**).

### 2 | Réserves bancaires: un indice de liquidité à suivre



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

<sup>1</sup> Les réserves bancaires sont les liquidités minimales que les institutions financières doivent détenir pour répondre aux exigences des banques centrales. Aux États-Unis, elles sont principalement détenues auprès de l'une des 12 Banques fédérales de réserve (Federal Reserve Banks).

Comment le niveau de réserves bancaires est-il déterminé exactement? De manière simplifiée<sup>2</sup>, il suffit d'utiliser les actifs sur le bilan de la Réserve fédérale comme point de départ et de soustraire trois catégories, tel qu'illustré ci-dessous :

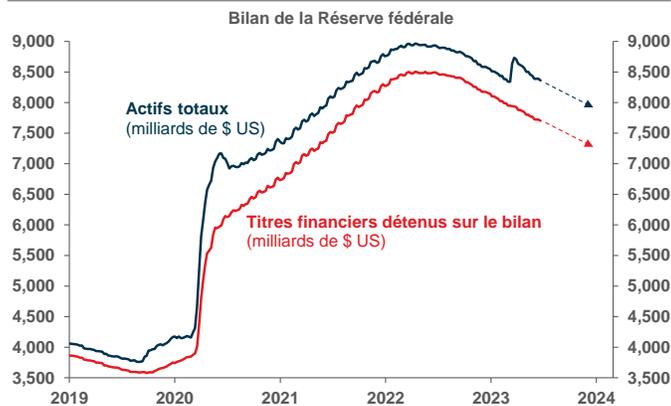
#### Réserves bancaires

- = Actifs totaux sur le bilan de la Fed
- Monnaie en circulation
- TGA
- Prises en pension (*Reverse repo*)

Ainsi, ignorant la monnaie en circulation, il existe trois options pour que l'équation ci-dessus reste en équilibre suite à une augmentation du TGA : 1) une augmentation des actifs totaux sur le bilan de la Fed, 2) une diminution des prises en pension (*Reverse repo* en anglais) ou 3) une diminution des réserves.

Tout d'abord, l'option 1 où la Fed achèterait la dette du Trésor pour la mettre sur son bilan peut tout de suite être écartée. Alors que c'est essentiellement ce qu'elle a fait en 2020 lorsque le TGA est monté jusqu'à 1 800 milliards \$ US au début de la pandémie, la situation actuelle est bien différente. La Réserve fédérale est plutôt en plein processus de resserrement quantitatif, c'est-à-dire qu'elle est en train de réduire la taille de son bilan en laissant les titres financiers qu'elle détient venir à échéance à un rythme prédéterminé (**graphique 3**).

### 3 | La Fed ne sera pas acheteuse cette fois...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

<sup>2</sup> Par souci de simplicité, nous omettons quelques catégories mineures qu'il faut également soustraire aux actifs de la Fed. Voir la publication hebdomadaire [H.4.1](#) de la Réserve fédérale pour plus de détails (en anglais seulement).

L'option 2, où l'argent sortirait des prises en pension pour acheter la dette nouvellement émise par le Trésor, est beaucoup plus réaliste. La facilité de prises en pension de la Fed est utilisée entre autres par les fonds du marché monétaire afin d'obtenir un rendement sans risque (présentement 5,05 %) relié au taux directeur de la Fed. Ces fonds peuvent décider de sortir de cette facilité et d'acheter la nouvelle émission de bons du Trésor, si le rapport risque-rendement offert est plus intéressant. C'est d'ailleurs ce qu'on observe récemment ; les prises en pension ont diminué de 245 milliards \$ US depuis le 31 mai (**graphique 4**).

### 4 | ... mais les fonds du marchés monétaire devraient



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Par contre, il est important de noter que cette dynamique ne pourra jamais complètement neutraliser l'impact négatif sur les réserves bancaires puisque les fonds du marché monétaire ne sont intéressés que par les bons du Trésor de très court terme ; l'émission d'obligations de moyen à long terme devra nécessairement passer par une certaine diminution des réserves.

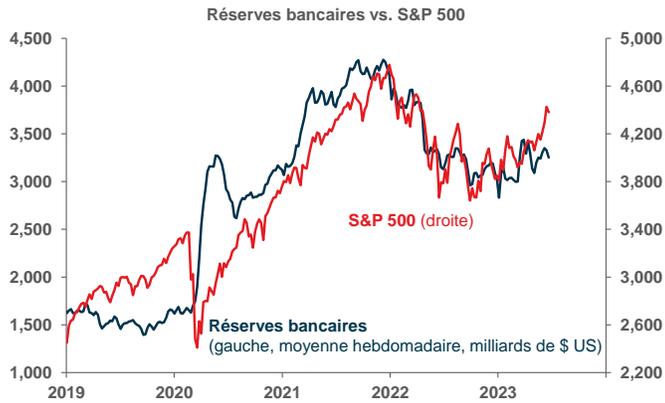
### La conclusion

En soi, l'émission de dette pour remplir le TGA au cours des prochains mois devrait avoir un impact mitigé sur les marchés financiers. En effet, les fonds du marché monétaire permettent, du moins pour le

moment, de limiter partiellement la réduction des réserves en utilisant l'argent présentement situé à la facilité de prises en pension de la Fed pour acheter les bons du Trésor nouvellement émis. De plus, la demande pour les titres du Trésor semble être au rendez-vous alors que la volatilité au sein du secteur obligataire continue de s'estomper depuis la suspension du plafond de la dette.

Par contre, une source d'incertitude non négligeable demeure l'effet combiné de l'augmentation du TGA et du programme de resserrement quantitatif de la Réserve fédérale qui vient plus directement réduire les réserves bancaires – étroitement corrélées au S&P 500 depuis 2020 (**graphique 5**).

### 5 | Liquidité et actions: étroitement liées depuis 2020



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Au final, l'environnement de liquidité n'est donc pas annonciateur d'une catastrophe, mais la baisse des réserves à venir s'ajoute à la liste des vents de face auxquels les actifs risqués seront confrontés au cours des prochains mois.

**Mikhael Deutsch-Heng,**  
*Associé, stratégie d'investissement*

**Louis Lajoie,**  
*Stratège en investissement*

**Bureau du chef des placements**  
CIO-Office@bnc.ca

**Martin Lefebvre**  
*Chef des placements*  
martin.lefebvre@bnc.ca

**Louis Lajoie**  
Directeur  
Stratégie d'investissement  
louis.lajoie@bnc.ca

**Simon-Carl Dunberry**  
Directeur  
Stratégie de portefeuille  
simon-carl.dunberry@bnc.ca

**Nicolas Charlton**  
Associé  
Stratégie quantitative  
nicolas.charlton@bnc.ca

**Mikhael Deutsch-Heng**  
Associé  
Stratégie d'investissement  
mikhael.deutschheng@bnc.ca

**Zaid Shoufan**  
Associé  
Stratégie de portefeuille  
zaid.shoufan@bnc.ca

**Julien Gordon**  
Analyste  
Stratégie quantitative  
julien.gordon@bnc.ca

**Diego Pinochet-Lapointe**  
Analyste  
Stratégie d'investissement  
diego.pinochetlapointe@bnc.ca

## Général

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation.

Les hypothèses ou les opinions exprimées sur une société, un titre, une industrie, un secteur du marché en particulier, des événements futurs (comme les conditions du marché ou l'évolution de l'économie), le rendement d'une société ou d'un titre, le placement futur de produits ou d'autres prévisions représentent celles du Bureau du Chef des placements à un moment donné et ne constituent pas nécessairement celles de la Banque Nationale du Canada et ses filiales (la « Banque »). Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, qui peuvent faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement de ce que le Bureau du Chef des placements anticipe ou prévoit actuellement. La Banque décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces opinions. En outre, celles-ci ne peuvent pas être considérées comme des recommandations d'achat et de vente ni comme des conseils en placement.

Ces fournisseurs d'indices peuvent être inclus dans le présent document : BofA Merrill Lynch, Standard & Poor's, FTSE, Nasdaq, Russell et MSCI. Ces fournisseurs d'indices permettent l'utilisation de leurs indices et des données reliées « tels quels », ne donnent aucune garantie à leur sujet, ne garantissent pas la convenance, la qualité, l'actualité ou l'exhaustivité des indices ni d'aucune donnée incluse dans ceux-ci, qui y serait reliée ou qui en serait dérivée, n'assument aucune responsabilité à l'égard de l'utilisation de ce qui précède et ne parrainent pas, n'avalisent pas ni ne recommandent Banque Nationale Investissements ni aucun de ses produits ou services. Les fournisseurs d'indices ci-dessus ne garantissent pas l'exactitude de tout indice ou modèle de référence mixte créé par Banque Nationale Investissements, utilisant un de ces indices. Aucune responsabilité ni aucune obligation n'incombent à aucun membre des fournisseurs d'indices ni à leurs administrateurs, dirigeants, employés, associés ou concédants de licence respectifs pour des erreurs ou des pertes dues à l'utilisation de cette publication ou de tout renseignement ou donnée qu'elle contient. En aucun cas, les fournisseurs d'indices ci-dessus ne seront redevables envers aucune partie de dommages-intérêts directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, particuliers ou consécutifs, de coûts, de frais, notamment de justice, ou de pertes (y compris, sans aucune limite, de perte de revenu ou de profits et de coûts de renonciation) en lien avec l'utilisation du contenu, même s'ils ont été avisés de la possibilité de tels préjudices.

Les indices FTSE/TMX sont des marques de commerce de LSE Group. Les indices S&P sont des marques de commerce de S&P Dow Jones Indices LLC, division de S&P Global. Les indices MSCI sont des marques de commerce de MSCI inc. Les indices BofA sont des marques de commerce de Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (« BofAML »). L'indice Nasdaq est une marque de commerce de Nasdaq Inc. Russell 2000 ® est une marque déposée de Frank Russell Company, utilisée sous licence.

© 2023 Banque Nationale Investissements inc. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.