



Réserve fédérale américaine : L'attention est maintenant centrée sur le bilan

Eric Lascelles, économiste en chef, RBC Gestion mondiale d'actifs

Krystyne Manzer, CFA, spécialiste en gestion de portefeuille, RBC Gestion mondiale d'actifs

Poursuivant le retrait des mesures de stimulation extraordinaires mises en place pendant la crise financière, la Réserve fédérale américaine (Fed) a annoncé des plans visant à alléger son bilan. Ceux-ci prévoient la vente d'obligations d'une valeur de 10 milliards de dollars par mois, suivie d'une accélération graduelle du rythme jusqu'à 50 milliards de dollars par mois. Cette réduction graduelle de la masse monétaire devrait avoir le même effet qu'un ou deux relèvements des taux par an. Nous discutons du rôle de la Fed dans le présent article, expliquons comment et pourquoi le bilan a atteint sa taille actuelle, parlons des mesures prises par la Fed pour alléger le bilan et traitons des éventuelles répercussions sur l'économie dans l'ensemble.

Le rôle de la Fed

Les fluctuations naturelles de l'activité économique se répercutent sur la croissance, mais ce sont les forces cycliques et à long terme qui importent le plus à cet égard. La Fed a été créée au début des années 1900 dans le but de soutenir la masse monétaire et l'offre de crédit lors des replis économiques et d'agir comme prêteur de dernier recours. Aujourd'hui, elle contrôle la masse monétaire pour assurer la stabilité de la croissance et des cibles d'inflation. L'augmentation de la masse monétaire permet de stimuler l'économie, car les banques sont portées à prêter plus, mais sa diminution limite la croissance. La Fed ajuste la masse monétaire de trois façons : 1) elle peut modifier les exigences de réserves (les fonds propres que les banques sont tenues de conserver en fonction des dépôts. Cette politique rarement utilisée dans l'ère moderne.) ; 2) elle peut ajuster le taux d'intérêt directeur ; et 3) elle peut prendre part à des opérations sur le marché libre en effectuant entre autres des achats et des ventes d'obligations. Elle se servira de cette dernière méthode pour alléger son bilan.

Examen du bilan

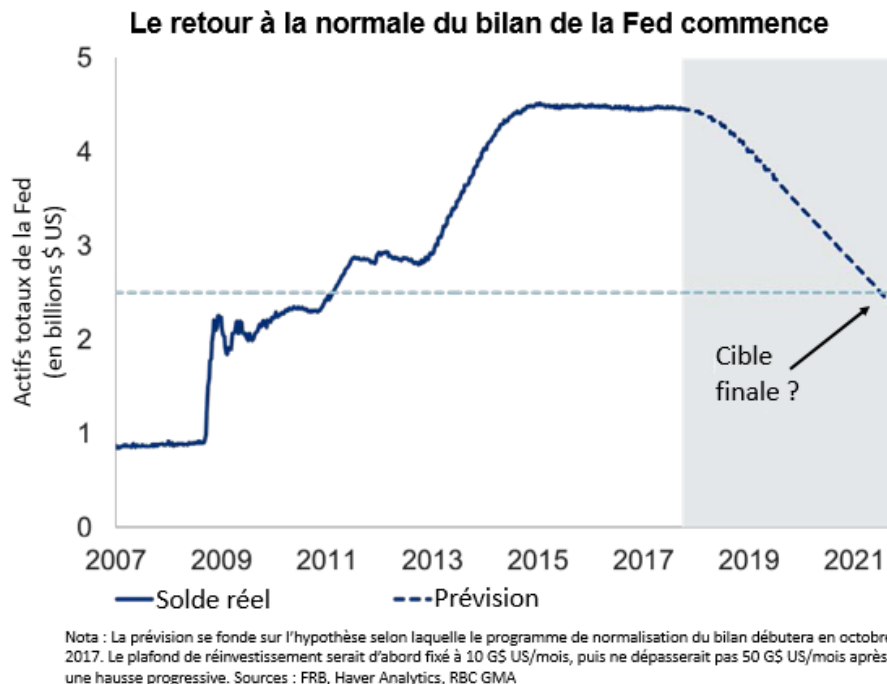
Comme toute entreprise ou tout ménage, la Fed tient un bilan. Toutes les obligations gouvernementales et le solde des prêts consentis par la Fed aux banques participantes sont comptabilisés dans l'actif du bilan. Pendant et après la crise financière, la Fed a commencé à injecter des liquidités dans l'économie grâce à l'achat d'obligations du Trésor américain et de titres adossés à des créances hypothécaires et garantis par le gouvernement. En temps normal, un relèvement ou une baisse des taux aurait suffi à redresser la situation, mais comme les taux d'intérêt se situaient à des niveaux presque nuls, l'option la mieux indiquée consistait à augmenter la masse monétaire grâce à des achats d'obligations (mesure communément appelée assouplissement quantitatif).

Rappel au sujet de l'assouplissement quantitatif

Le mécanisme de base de l'assouplissement quantitatif est simple. La banque centrale imprime de l'argent (ou, en termes édulcorés, « augmente la base monétaire ») qu'elle utilise ensuite pour acheter des actifs financiers, généralement des obligations d'État. En achetant des actifs financiers, la banque centrale en fait augmenter le prix ; les investisseurs voient alors les rendements s'améliorer et reprennent confiance grâce au cercle vertueux ainsi créé. Les achats massifs de titres à revenu fixe poussent aussi les taux obligataires à la baisse et, par conséquent, les coûts d'emprunt totaux diminuent et le commerce fonctionne mieux. Les conséquences éventuelles de cette politique sur l'inflation accentuent les anticipations inflationnistes, lesquelles, dans un contexte de taux d'intérêt nominaux fixes, abaissent le taux directeur corrigé de l'inflation et contribuent à la relance. Sous la menace d'une dévaluation, le dollar américain recule, et cette baisse stimule les exportations et l'emploi dans le secteur manufacturier intérieur. Ces effets se renforcent les uns les autres.

Début de la prochaine étape du processus

Le bilan de la Fed est passé de près de 800 milliards \$ à environ 4,5 billions \$ dans le cadre des programmes d'assouplissement quantitatif. En 2014, après avoir constaté un raffermissement suffisant de l'économie, la Fed a entrepris de réduire son programme d'achat d'obligations – puis, l'ensemble de ses achats – sachant que l'économie américaine était en bonne voie de se normaliser. Elle a enchaîné récemment en procédant à une série de quatre hausses. Même si le bilan de Fed n'augmentait plus, il restait bien plus élevé qu'à l'accoutumée. En juin 2017, la Fed a jeté les bases de ses plans visant à réduire les actifs qui gonflent son bilan. Elle a confirmé en septembre 2017 que le processus commencerait en octobre.



Avant l'annonce de septembre, elle avait réinvesti le produit des obligations arrivant à échéance dans de nouvelles obligations, reconduisant ainsi le programme et maintenant la masse monétaire à son niveau actuel. La Fed réduira désormais le capital de 10 milliards \$ US chaque mois. Elle augmentera ensuite le rythme de 10 milliards \$ US chaque trimestre jusqu'à 50 milliards de dollars par mois, probablement vers la fin de 2018, à moins qu'une perturbation économique entrave le plan. Pour conserver la main haute sur la taille et les éléments constitutifs de son bilan, elle réinvestira activement dans son portefeuille le montant des obligations échues en excédent du capital autorisé.

La Fed n'aura probablement pas de ramener la dimension de son bilan à son niveau d'avant la crise pour les raisons suivantes :

- la taille de l'économie est plus grande et les prix sont plus élevés ;
- la vitesse de circulation de la monnaie semble maintenant plus faible ;
- les exigences de fonds propres des banques sont plus élevées, ce qui entraîne un coefficient d'expansion monétaire plus faible ; et
- même en prévoyant une réduction mensuelle de 50 milliards de dollars américains d'obligations pour atteindre un éventuel objectif de 2,5 billions de dollars américains, il faudra plusieurs années pour ramener le bilan à un niveau plus normal.

Répercussions sur les marchés

Grosso modo, la vente de 50 milliards de dollars US d'obligations devrait faire augmenter le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans de un à deux points de base. La vitesse maximale du retrait devrait donc faire progresser annuellement le taux des obligations à 10 ans de 12 à 24 points de base. Cet effet est semblable à celui qu'aurait un ou deux relèvements des taux sur le marché des obligations à long terme. Les répercussions sont tangibles sans toutefois être accablantes et laissent entrevoir une progression des taux.

À l'heure actuelle, douze des seize participants de la Fed anticipent un autre relèvement des taux d'ici la fin de 2017, et trois autres sont prévus pour 2018. La Fed pourrait donc avoir recours à la fois à des hausses traditionnelles de taux et à la vente non traditionnelle d'obligations pour resserrer la masse monétaire. Nous estimons ce resserrement pleinement justifié, voire sans conséquence pour les investisseurs en titres à revenu fixe compte tenu de la vigueur de l'économie américaine.

Date de publication : 22 septembre 2017

Le présent article ne vise aucunement à donner des conseils personnels en matière de questions juridiques, de comptabilité, de fiscalité, de placement, de finances ou autres, et est publié à titre informatif uniquement. Des stratégies de placement données doivent être examinées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chaque investisseur. Les renseignements contenus dans les présentes sont fournis par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) et ils sont réputés à jour, exacts et fiables. Les informations obtenues de tiers sont jugées fiables. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard de tout dommage, perte, erreur ou omission. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs à propos de facteurs économiques généraux qui ne garantissent nullement le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des risques et des incertitudes de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Les opinions exprimées dans les énoncés prospectifs peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont présentées de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2017