

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La Réserve fédérale devrait bientôt donner plus de précisions sur la réduction de la taille de son bilan

Qu'est-ce que cela changera?



La taille du bilan de la Réserve fédérale (Fed) diminue graduellement depuis l'automne 2017 et les marchés se demandent jusqu'où cette réduction ira. Jusqu'à tout récemment, la Fed avait donné peu d'indications à cet égard, suggérant qu'elle demeurerait sur le pilote automatique pour un bon bout de temps encore. À sa rencontre de politique monétaire de janvier dernier, elle a toutefois indiqué qu'elle sera plus flexible dans la gestion de son bilan et a laissé entendre que plus d'informations seraient bientôt fournies¹.

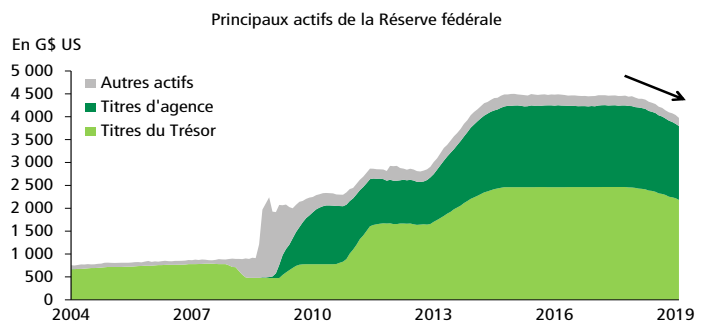
Plus de clarté aidera probablement à rassurer les marchés. Cependant, il faudra être prudent dans l'interprétation des nouvelles indications qui pourraient être données. La Fed ne souhaite pas que l'annonce d'un changement de rythme ou d'une date de fin à son programme de normalisation de son bilan soit vue comme une politique monétaire plus accommodante. Le maintien d'un surplus de liquidités viserait surtout à faciliter la gestion du taux des fonds fédéraux.

Le bilan se dégonfle lentement, mais sûrement

Depuis l'automne 2017, la Fed ne réinvestit plus complètement les titres qui arrivent à échéance, ce qui se traduit par une réduction de la taille de son bilan (graphique 1). Sur une base mensuelle, elle a d'abord laissé échoir sans réinvestissement 6 G\$ US de titres du Trésor et 4 G\$ US de titres d'agences, essentiellement des titres adossés à des hypothèques (MBS). La Fed avait annoncé à l'avance une augmentation de ces seuils dans le temps, jusqu'à atteindre respectivement 30 G\$ US et 20 G\$ US en octobre 2018. Ainsi, la taille de son bilan peut actuellement diminuer de 50 G\$ US par mois. Toutefois, cela se produit seulement lorsqu'il y a suffisamment de titres qui arrivent à échéance.

Le bilan de la Fed a diminué d'environ 375 G\$ US en 2018. La diminution pourrait être un peu plus élevée en 2019 en supposant que la Fed n'apporte aucun changement. La baisse ne dépasserait probablement pas 300 G\$ US pour les titres

GRAPHIQUE 1
La Réserve fédérale délaisse des actifs



Sources : Réserve fédérale, Datastream et Desjardins, Études économiques

¹ Réserve fédérale : [Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization](#), Communiqué de presse, 30 janvier 2019; [Minutes of the Federal Open Market Committee January 29–30, 2019](#), 21 p.

du Trésor, en prenant en compte les échéances prévues selon les [données](#) publiées par la Fed de New York. Quant aux titres d'agence, la baisse pourrait se chiffrer à moins de 200 G\$ US. Cela suppose que la limite fixée pour la réduction de ces titres serait atteinte dans des proportions similaires à celles de l'an passé. Au total, à moins que des changements ne soient apportés, la taille du bilan de la Fed pourrait diminuer de près de 500 G\$ US en 2019.

Mieux vaut se concentrer sur les réserves

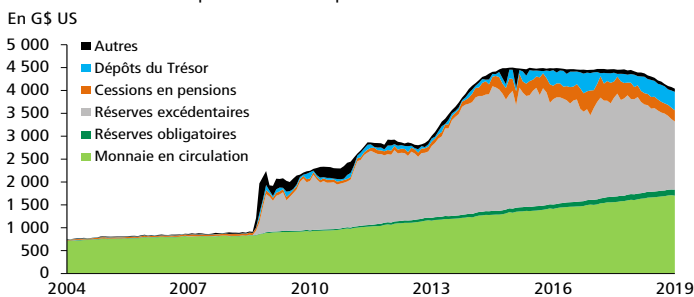
Avec une telle réduction, la taille du bilan de la Fed atteindrait environ 3 600 G\$ US à la fin de l'année et resterait encore très élevée d'un point de vue historique. Cela dit, il ne faut pas s'attendre à revenir sous la barre des 1 000 G\$ US comme c'était le cas avant la Grande Récession de 2008-2009.

Pour mieux juger du degré de normalisation du bilan de la Fed, il est préférable de se concentrer sur les réserves excédentaires, lesquelles sont comptabilisées du côté des passifs (graphique 2). Ces réserves constituent une meilleure mesure du surplus de liquidités dans le système financier. Les banques qui détiennent ces surplus les déposent à la Fed. À la fin de l'année 2018, les réserves excédentaires se chiffraient à un peu plus de 1 500 G\$ US, en baisse de 540 G\$ US par rapport à la fin de l'année 2017.

GRAPHIQUE 2

La diminution des réserves excédentaires est plus manifeste que celle de la taille du bilan de la Réserve fédérale

Principaux éléments du passif de la Réserve fédérale



Sources : Réserve fédérale, Datastream et Desjardins, Études économiques

La diminution des réserves excédentaires est plus importante que celle des actifs de la Fed et a même débuté avant. Le sommet des réserves excédentaires date de l'été 2014, à 2 700 G\$ US. Cette diminution plus précoce s'explique par des ajustements dans le temps d'autres éléments du passif de la Fed, dont la quantité d'argent comptant en circulation. Une demande accrue pour le numéraire, liée notamment à la croissance de l'économie, réduit les réserves excédentaires.

Les opérations de cession en pension menées par la Fed pour l'aider à contrôler le taux des fonds fédéraux ont aussi un effet important sur le niveau des réserves excédentaires. Ces

opérations consistent à prêter des titres détenus par la Fed en échange de fonds, ce qui draine une partie des réserves excédentaires. Les cessions en pension totalisaient plus de 500 G\$ US à la fin de 2016. Elles ont considérablement diminué en 2017 pour ensuite se stabiliser aux alentours de 250 G\$ US.

En supposant une hausse annuelle de 100 G\$ US de l'argent comptant en circulation et une situation inchangée pour les autres postes du passif de la Fed, les réserves excédentaires pourraient finalement diminuer de près de 600 G\$ US cette année. Cela nous conduirait vers un surplus de liquidités sous la barre des 1 000 G\$ US à la fin de 2019. À ce rythme, il disparaîtrait complètement vers le milieu de l'année 2021.

La Fed ne vise pas la disparition complète du surplus de liquidités

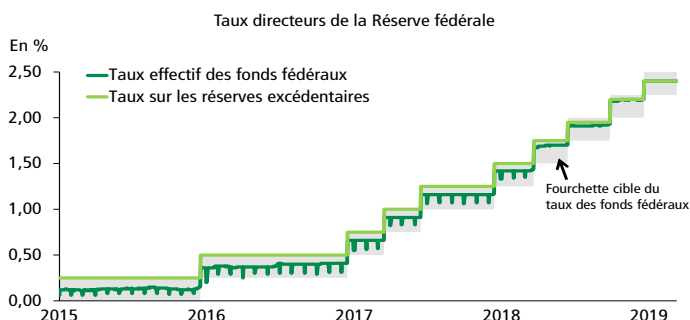
De toute évidence, la Fed ne souhaite pas ramener les réserves excédentaires près de zéro, comme c'était le cas avant 2009. Elle signale même qu'elle pourrait cesser l'amincissement de son bilan avant la fin de l'année. Dans un tel scénario, les réserves excédentaires demeureraient au-dessus des 1 000 G\$ US. Elles pourraient ensuite diminuer plus lentement selon l'augmentation de la quantité d'argent comptant en circulation. Des actifs pourraient cependant être rachetés pour compenser cet effet.

Le maintien de réserves excédentaires ne serait pas motivé par la volonté de conserver une politique monétaire accommodante, mais plutôt par celle d'aider à contrôler le taux des fonds fédéraux. Avant la dernière crise, la Fed opérait dans un système sans réserve excédentaire et devait régulièrement procéder à des injections ou à des retraits de liquidités pour stabiliser le taux des fonds fédéraux au niveau souhaité. Or, elle juge que la volatilité de la demande et de l'offre pour les réserves excédentaires est probablement plus élevée qu'auparavant. En conséquence, cela nécessiterait davantage d'interventions sur le marché pour stabiliser le taux des fonds fédéraux. Il serait donc plus efficace de conserver le régime actuel, dans lequel le taux effectif des fonds fédéraux est essentiellement contrôlé par le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires et le taux d'intérêt sur les cessions en pension.

Le taux des fonds fédéraux a évolué différemment dernièrement

La Fed n'annonce plus de cible précise sur le taux des fonds fédéraux, mais plutôt une fourchette, en plus du taux sur les réserves excédentaires. Initialement, le taux effectif des fonds fédéraux tendait à se maintenir au centre de la fourchette cible, avec quelques incursions près de la borne inférieure, où se réalisent des opérations de cession en pension. Au fur et à mesure que la Fed a relevé ses taux directeurs et que les réserves excédentaires ont diminué, le taux des fonds fédéraux a commencé à se tenir plus près du haut de la fourchette, là où était aussi établi le taux sur les réserves excédentaires (graphique 3 à la page 3).

GRAPHIQUE 3 Le taux effectif sur les fonds fédéraux s'est rapproché du haut de la fourchette



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Certains voient dans cette évolution du taux des fonds fédéraux le signal que la Fed doit mettre un frein à la réduction des réserves excédentaires. D'autres ont toutefois noté que le Trésor américain avait émis davantage de bons du Trésor en 2018 et que les taux un peu plus élevés sur ceux-ci auraient généré une forme de concurrence ayant tiré vers le haut le taux des fonds fédéraux. Quoi qu'il en soit, la Fed a réagi en décalant le taux sur les réserves excédentaires par rapport au haut de sa fourchette cible. Un écart de 5 points de base a été créé en juin 2018, lequel a été élargi à 10 points en décembre. Depuis, le taux des fonds fédéraux se maintient très près du taux des réserves excédentaires, lequel se situe maintenant près du milieu de la fourchette cible de la Fed.

Quand on y pense, il y a une certaine logique à ce que le taux des fonds fédéraux suive de près le taux des réserves excédentaires. Normalement, les banques centrales bornent leur cible sur le taux des fonds à un jour avec une facilité de dépôt et une facilité de prêt. Le taux sur les réserves de la Fed s'apparente davantage à un taux sur une facilité de dépôts et devrait normalement constituer un plancher pour le taux des fonds fédéraux plutôt qu'un plafond. Ce ne sont toutefois pas toutes les institutions financières qui peuvent accumuler des réserves à la Fed, ce qui peut créer des divergences.

Avec la disparition graduelle des réserves excédentaires, il se peut très bien que cela ait réduit ces divergences. On peut penser qu'une autre réduction importante des réserves pourrait amener le taux des fonds fédéraux à passer occasionnellement au-dessus du taux d'intérêt sur les réserves excédentaires. Devant cette possibilité, on peut comprendre pourquoi la Fed songe aussi à instaurer une facilité de prêt dans le haut de sa fourchette cible, laquelle permettrait d'ajouter aisément des liquidités au besoin. Toutefois, le maintien d'un certain niveau de réserves excédentaires pouvant prévenir une volatilité accrue du taux des fonds fédéraux apparaît pour l'instant comme la solution la plus efficace aux yeux de la Fed.

Serait-ce équivalent à une fin de resserrement monétaire?

Alors que l'accroissement de la taille du bilan était clairement identifié comme une politique monétaire expansionniste, plusieurs interprètent maintenant le dégonflement du bilan comme une politique restrictive. Donc, si la Fed cessait la réduction de son bilan, cela pourrait être vu comme l'arrêt d'une forme de resserrement monétaire.

Ce raisonnement serait erroné. C'est notamment ce qu'a démontré le président de la Fed de Saint-Louis, James Bullard, dans une [récente allocution](#). En gros, son discours est le suivant. Durant la période où le bilan augmentait, il y a bel et bien eu un effet stimulant. Toutefois, celui-ci découlait surtout du fait que les achats de titres augmentaient la crédibilité de la Fed à maintenir longtemps des taux d'intérêt très faibles. Cette mécanique s'applique difficilement dans une période de relèvement des taux directeurs.

La Fed n'a jamais utilisé la réduction de son bilan pour donner une indication sur le rythme de ses futures hausses de taux d'intérêt. Pour ce faire, d'autres outils de communication sont employés, comme la publication des prévisions de taux d'intérêt des dirigeants de la Fed. À la limite, si la Fed avait voulu convaincre les marchés qu'elle souhaitait normaliser rapidement sa politique monétaire, elle aurait alors peut-être pu renforcer ce signal par un dégonflement rapide de la taille de son bilan. Elle n'a toutefois pas eu besoin d'emprunter cette voie. Jusqu'à présent, l'évolution de l'économie et de l'inflation n'ont pas nécessité un tel empressement.

La thèse de l'asymétrie se défend empiriquement

De nombreuses études ont été publiées sur l'efficacité de la politique monétaire atypique de la Fed entre les années 2009 et 2014. Les résultats tendent à démontrer un effet significatif, notamment sur les taux d'intérêt. En somme, cela aurait permis une diminution supplémentaire de 150 points de base sur le taux obligataire de 10 ans².

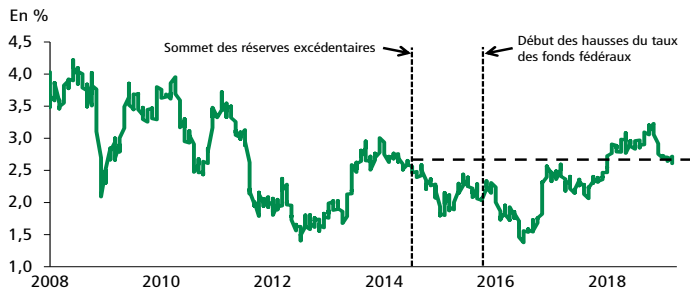
Depuis le début du relèvement des taux directeurs, les taux obligataires ont très peu augmenté (graphique 4 à la page 4). On parle d'environ 40 points de base pour le taux de 10 ans entre le niveau actuel et celui de décembre 2015. La progression est encore plus faible si l'on prend l'été 2014 comme point de comparaison, c'est-à-dire le moment où les réserves excédentaires étaient à leur plus haut. Cela ne suggère pas que la réduction du bilan, et en particulier des réserves excédentaires, a un effet important sur les taux d'intérêt obligataires. On peut aussi constater que la prime du terme est demeurée très faible (graphique 5 à la page 4). Le discours de la Fed semble avoir beaucoup plus d'impact alors que, depuis le début, l'accent est mis sur un relèvement très graduel des taux directeurs. Les faibles

² Kenneth N. KUTTNER, *Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond*, The Brookings Institution, Hutchins Center Working Paper #47, octobre 2018, 25 p.

GRAPHIQUE 4

Malgré les actions de la Réserve fédérale, les taux obligataires de long terme ont peu augmenté au cours des dernières années

Taux obligataire américain de 10 ans

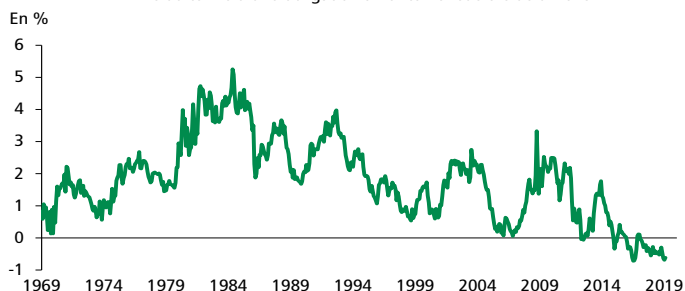


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5

La prime du terme s'est essentiellement maintenue en territoire négatif depuis 2016

Prime du terme d'une obligation américaine fédérale de dix ans



Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

crainces à l'égard de l'inflation semblent aussi avoir un effet. Plus récemment, les banques centrales ont relevé leur degré de prudence en raison d'inquiétudes sur l'état de l'économie, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur plusieurs taux à l'échelle mondiale.

Enfin, d'éventuels changements confirmeraient une certaine forme de stabilité...

En résumé, ce qui semble surtout motiver la Fed à modifier son programme de normalisation du bilan est le maintien du cadre de gestion actuel du taux des fonds fédéraux. En laissant s'évaporer entièrement les réserves excédentaires, la Fed serait forcée de revoir ses façons de faire, notamment en intervenant plus souvent sur le marché interbancaire afin de stabiliser le taux des fonds fédéraux. Le défi est toutefois de trouver un niveau optimal pour les réserves. La Fed pourrait bientôt donner plus de détails à ce sujet, ce qui permettra en même temps de rassurer les marchés, pour qui le manque de clarté dans ce dossier était devenu problématique.

La décision de maintenir des réserves excédentaires n'aurait pas de lien avec le degré d'assouplissement monétaire souhaité par la Fed. Cela vient du fait qu'un programme d'achat de titres et un programme d'abandon de ces titres n'ont pas d'effets symétriques sur les taux d'intérêt et sur l'économie. Or, cette interprétation risque de ne pas être partagée par tous. Certains pourraient tout de même y voir le signal que la Fed repoussera plus longtemps ses prochaines hausses de taux d'intérêt, voire mettra un terme à son resserrement. Interprété ainsi, l'arrêt de la normalisation du bilan de la Fed pourrait contribuer à maintenir plusieurs taux d'intérêt à un faible niveau.

Hendrix Vachon, économiste principal