

Politique monétaire américaine : vers une nouvelle normale... en mode expérimental

La Réserve fédérale (Fed) s'apprête vraisemblablement à annoncer une hausse de ses taux d'intérêt directeurs, chose qu'elle n'a pas faite depuis plus de neuf ans. Ce geste marquera une étape cruciale vers la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, mais cela n'implique pas pour autant que le mode d'opération soit celui qui existait avant la crise. Le gonflement du bilan de la Fed a eu pour conséquence une expansion massive des réserves détenues par les institutions financières américaines, ce qui aura des répercussions sur la gestion des taux directeurs durant la normalisation. Ce *Point de vue économique* analyse certains des défis opérationnels qui attendent la Fed et les nouveaux outils qu'elle mettra en œuvre pour s'y attaquer. Il s'agira certes d'une évolution vers une nouvelle normale pour les taux directeurs, mais bien des éléments de la gestion de la politique monétaire demeureront anormaux.

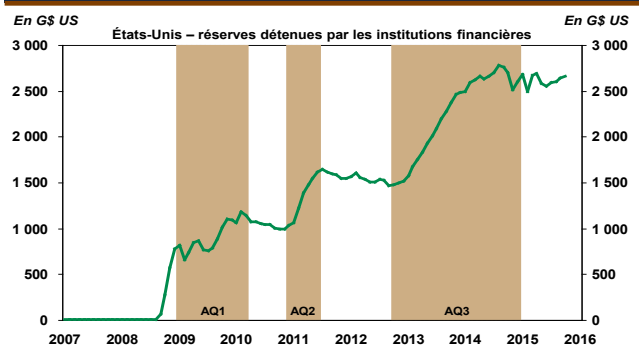
Avant la crise financière de 2008-2009, la Fed mettait en application sa politique de taux d'intérêt par l'entremise du marché des fonds fédéraux, soit le système de financement interbancaire. Les banques avaient recours au marché des fonds fédéraux pour subvenir à tout besoin journalier de liquidité. À l'inverse, lorsqu'elles se trouvaient en position de surplus de liquidité, elles se servaient du marché des fonds fédéraux pour offrir ces montants. La Fed fixait une cible précise pour le taux auquel ces échanges devaient s'effectuer, soit le taux des fonds fédéraux. Les forces d'offre et de demande pouvaient faire en sorte que le taux effectif des fonds fédéraux s'éloigne de la cible fixée par la Fed, mais celle-ci entreprenait des opérations de pension (*open market operations*) pour réguler l'alignement du taux effectif à la cible spécifique qu'elle fixait.

LA RUPTURE

Deux éléments ont changé à la suite de la crise financière. Premièrement, la Fed a continuellement abaissé le taux sur les fonds fédéraux jusqu'au point où, lors de sa décision de décembre 2008, elle décide d'abaisser le taux de 0,50 % à une fourchette de fluctuation allant de 0,00 % à 0,25 %. Ceci marquait alors une rupture avec le passé, le taux effectif ayant jusqu'alors été ciblé de façon précise. Dans un deuxième temps, la Fed a entrepris trois grandes vagues d'achat d'actifs qui ont gonflé son bilan. Cette expansion a eu comme corollaire une augmentation massive des réserves détenues par les institutions financières et déposées

à la Fed (graphique 1). Or, à l'entame de la normalisation des taux d'intérêt, l'usage d'une fourchette pour la cible des fonds fédéraux (pratique qui sera maintenue durant la normalisation), de même que la grande quantité de réserves sur le bilan des banques changent considérablement la façon de gérer la politique monétaire aux États-Unis.

Graphique 1 – Les politiques d'assouplissement quantitatif ont légué un montant important de réserves dans le système financier



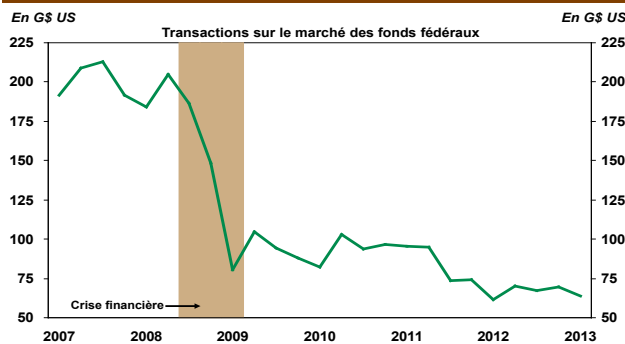
AQ : assouplissement quantitatif
Sources : Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

UN TAUX DIRECTEUR QUI SUBIT DES DISTORSIONS

L'importante augmentation des liquidités sur les bilans des banques a fait en sorte que le marché des fonds fédéraux est presque devenu obsolète après la crise. Regorgeant de réserves, les banques n'avaient aucun incitatif à s'échanger

des liquidités. Les transactions ont chuté de manière importante (graphique 2), et les dirigeants de la Fed craignaient qu'un marché interbancaire trop inactif contrevienne au processus éventuel de normalisation de la politique monétaire. Pour parer à cette éventualité, la Fed a décidé en janvier 2009 d'accorder une rémunération sur les réserves excédentaires¹. Les banques sont ainsi rémunérées à un taux équivalent à la borne supérieure de la fourchette des fonds fédéraux, soit 0,25 %. Il s'agit du taux *IOER* (*interest on excess reserves*).

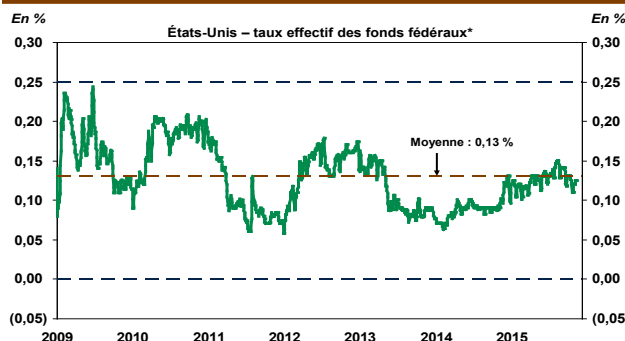
Graphique 2 – L'activité a considérablement ralenti sur le marché des fonds fédéraux après la crise



Sources : Réserve fédérale de New York et Desjardins, Études économiques

L'idée derrière cette méthode est la mise en place d'une situation d'arbitrage entre le taux des fonds fédéraux et le taux *IOER*. En effet, les fonds fédéraux se transigent à un taux inférieur au taux *IOER*, soit 0,13 % en moyenne depuis 2009 (graphique 3).

Graphique 3 – Le taux des fonds fédéraux a avoisiné le milieu de la fourchette cible depuis la crise



* Moyenne mobile sur cinq séances.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

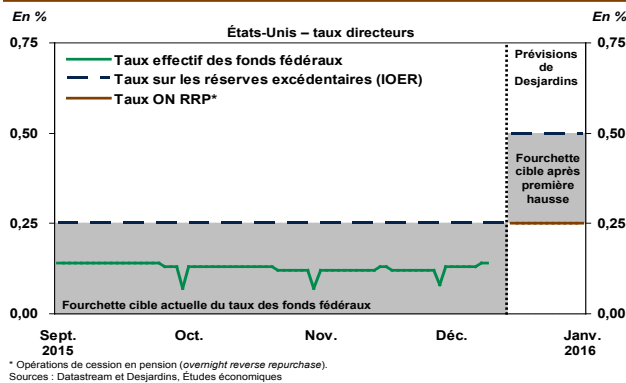
En ne courant aucun risque, les banques ont donc en principe l'occasion d'emprunter à un taux moindre sur le marché des fonds fédéraux pour ensuite obtenir la rémunération supérieure offerte par la Fed avec le taux *IOER*. Cette opportunité d'arbitrage a pour but de maintenir une demande, ne serait-ce qu'artificielle, pour des liquidités sur le marché des fonds fédéraux.

Il convient d'observer que sous l'hypothèse de marchés efficients, la présence d'un arbitrage devrait théoriquement faire converger le taux des fonds fédéraux vers le taux *IOER*, à mesure que les banques exploitent l'opportunité. En pratique, toutefois, trois facteurs empêchent cet alignement. Premièrement, les exigences réglementaires en matière de capital incitent les banques à limiter la taille de leurs bilans. La simple présence d'arbitrage ne signifie donc pas une montée en flèche de la quantité de transactions. Deuxièmement, les institutions financières américaines doivent défrayer un tarif à la *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, l'organisme fédéral d'assurance de dépôts bancaires. Ce tarif varie selon la taille et la complexité des banques. Selon la *FDIC*, il est d'un minimum de 0,025 % et peut aller jusqu'à 0,45 %. Une fois ce coût pris en considération, l'opportunité apparente d'arbitrage est donc, au mieux, moins intéressante. Au pire, elle se trouve à être complètement éliminée. Enfin, les critères d'éligibilité aux différents mécanismes de la Fed constituent un autre élément qui empêche la réalisation de l'arbitrage théorique. L'accès au mécanisme *IOER* est limité aux détenteurs de réserves, c'est-à-dire les institutions financières depositaires. D'autres entités actives sur les marchés des fonds à un jour, notamment les sociétés parrainées par l'État et les firmes d'investissement en marchés monétaires n'ont pas ce privilège. Lorsqu'elles se retrouvent en surplus de fonds, elles sont donc contraintes de les offrir sur le marché des fonds fédéraux, avec pour conséquence une pression à la baisse sur le taux effectif.

Malgré ces limites opérationnelles, la rémunération des réserves détenues par les banques a répondu à l'objectif de garder un certain niveau d'activité sur le marché des fonds fédéraux. Dans le cas contraire, le taux effectif aurait eu tendance à converger vers zéro. Il s'est plutôt maintenu dans le milieu de la fourchette cible de fluctuation.

Cela dit, d'importants doutes subsistent sur la question de savoir si le marché des fonds fédéraux sera réellement habilité à refléter la politique monétaire désirée par la Fed. Le premier geste en ce sens consistera en une augmentation de la fourchette de fluctuation des taux des fonds fédéraux à 0,25 %-0,50 %. Le taux *IOER* sera aussi haussé à 0,50 % (graphique 4 à la page 3). En principe, l'arbitrage devrait entraîner le taux des fonds fédéraux vers le haut, mais étant

¹ Contrairement à la Banque du Canada qui a mis fin à la pratique en 1994, la Fed exige aux banques de maintenir une faible fraction de leur passif-dépôt sous forme de réserves. Les réserves excédentaires représentent la quantité de réserves au-delà de ces exigences.

Graphique 4 – Le comportement du taux des fonds fédéraux après le premier relèvement de la fourchette est incertain


donné les conditions évoquées plus haut, les pressions sur l'offre de liquidité sur le marché à un jour demeureront plus intenses que les pressions sur la demande. Même après la première hausse de taux, les banques demeureront peu dépendantes du marché des fonds fédéraux pour leurs besoins de liquidité, contrairement aux sociétés parrainées par l'État et aux firmes d'investissement, lesquelles n'ont pas d'alternatives aussi lucratives que le mécanisme *IOER* pour placer leurs fonds. Le déséquilibre pourrait faire en sorte que le taux effectif des fonds fédéraux ait de la difficulté à atteindre la fourchette que fixera la Fed.

UN NOUVEL OUTIL EN RENFORT...

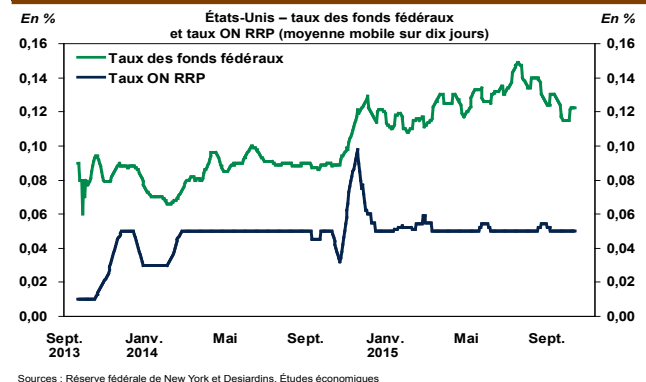
Craignant une difficulté à mettre en œuvre sa politique, et l'atteinte à sa crédibilité qui en découlerait, la Fed a mis sur pied en septembre 2013 un mécanisme de cession en pension à un jour (*overnight reverse repo*) servant essentiellement à concurrencer le taux des fonds fédéraux. Ce mécanisme comprendra un taux fixé par la Fed (taux ON RRP) et sera accessible à un grand nombre d'investisseurs des marchés monétaires qui ne sont pas éligibles à recevoir le taux *IOER*. La Fed mènera des adjudications au cours desquelles elle absorbera la demande d'investissement au taux fixé. Les déposants recevront temporairement des titres en contrepartie².

Par l'entremise des forces d'arbitrage, le taux sur le mécanisme de cession en pension à un jour devrait établir un plancher pour le taux des fonds fédéraux. Les principes de normalisation adoptés par la Fed en septembre 2014 stipulent d'ailleurs que le taux ON RRP sera fixé à la borne inférieure de la cible des fonds fédéraux.

² Les opérations de pension ne sont pas une innovation pour la Fed. Elles font au contraire partie des outils traditionnels de contrôle de politique monétaire. Dans le cas typique d'opérations de pension, la Fed oriente les taux de manière indirecte en ajustant la quantité de titres qu'elle cède ou qu'elle absorbe. La particularité du mécanisme ON RRP est que son taux est plutôt fixé de manière directe, tandis que les montants sont variables jusqu'à une certaine limite.

... MAIS RIEN N'EST GARANTI

La Fed a mis à l'essai le mécanisme ON RRP entre 2013 et 2015 pour évaluer sa capacité à influencer le taux des fonds fédéraux. Les tests se sont avérés concluants et le taux effectif des fonds fédéraux a généralement réagi de manière attendue (graphique 5).

Graphique 5 – Le taux des fonds fédéraux a démontré une sensibilité aux variations du taux ON RRP lors des essais


Toutefois, rien ne garantit qu'en temps réel, le fonctionnement du mécanisme sera aussi efficace que durant les essais. En outre, l'efficacité du mécanisme ON RRP est maximisée lorsque la Fed satisfait dans son intégralité la demande d'investissement dans ce mécanisme. La Fed a toutefois instauré une limite de 300 G\$ US pour chaque opération, s'inquiétant notamment que le mécanisme ne devienne un refuge en période de tensions financières. Si cette limite s'avérait trop basse et que, conséquemment, la demande aux opérations de cession en pension dépassait substantiellement l'offre de la Fed, le marché des fonds fédéraux absorberait l'excédent, ce qui appliquerait une pression baissière sur le taux des fonds fédéraux. Il y a donc un risque que le mécanisme n'arrive pas à former un véritable plancher, même si à première vue, la limite semble suffisamment généreuse pour éviter ce scénario.

D'AUTRES ARMES DANS L'ARSENAL

Si le mécanisme ON RRP se révélait inefficace, la Fed a quand même prévu une autre méthode pour influencer le taux des fonds fédéraux, soit un mécanisme de dépôts à terme. Ce mécanisme offrira à toutes les institutions detentrices de réserves la possibilité de déposer des fonds à la Fed sur une période plus longue (7, 14 ou 21 jours). Ces opérations aideront ainsi à drainer une partie de l'excédent de réserves et contribueront à raviver l'intérêt pour les fonds fédéraux à un jour. À noter que pour inciter les banques à adopter ce mécanisme, la Fed devra fixer le taux sur les dépôts à terme au-dessus du taux *IOER*. Lors d'essais menés plus tôt cette année, le taux a été généralement fixé de un à trois points de base au-dessus du *IOER*.

Le mécanisme de dépôts à terme ne sera pas nécessairement seulement employé dans un scénario où le taux des fonds fédéraux demeure sous la fourchette cible. Par exemple, tout indique que même si le taux rejoint la fourchette, il fluctuera initialement très près de la borne inférieure. Au départ, la Fed pourrait tolérer ce genre de situation, ce qui impliquerait notamment que la première hausse n'en serait pas une de 25 points de base, comme c'est le cas usuellement, mais plutôt d'environ 12 points de manière effective. Toutefois, un taux effectif des fonds fédéraux qui peinerait à fluctuer au-dessus de la borne inférieure serait signe de déséquilibres persistants. Une utilisation plus intensive du mécanisme de dépôt à terme pourrait alors entrer en jeu.

Notons qu'une autre façon d'alléger la pression à la baisse sur le taux des fonds fédéraux consisterait tout simplement à augmenter le taux *IOER* pour offrir un meilleur incitatif aux banques à demander des fonds fédéraux et exploiter un arbitrage devenu plus intéressant. Il y a toutefois certains obstacles à cette approche. Par exemple, cette mesure serait plus coûteuse pour la Fed, et l'idée que la banque centrale rémunère plus généreusement des institutions financières pourrait être mal perçue par le public américain. Il pourrait aussi y avoir d'autres effets indésirables, si par exemple les marchés interprétaient à tort ce geste comme un resserrement plus prononcé. On peut donc croire que la Fed chercherait à utiliser cette méthode seulement en ultime recours.

De façon alternative, on peut remettre en question le but même de ces manœuvres, soit celui d'artificiallement maintenir une certaine demande pour les fonds fédéraux. Pourrait-il être plus simple de retourner rapidement à une cible fixe pour le taux des fonds fédéraux, quitte à drainer plus intensément les réserves excédentaires pour éliminer la grande source de distorsion? C'est une des questions qui pourraient se poser si l'approche privilégiée par la Fed échouait ou si elle s'avérait inutilement complexe.

CONCLUSION

Le tableau 1 résume les outils à la disposition de la Fed. Tout compte fait, la politique monétaire ne s'opérera pas comme avant la crise. La mise en œuvre d'une remontée des taux directeurs constituera dans les faits une expérience presque aussi inédite que le déploiement des moyens non conventionnels au cours des dernières années. La période initiale pourrait bien être marquée d'essais et d'erreurs, mais la Fed devrait rapidement être en mesure de déterminer les calibrages appropriés pour mener à bien sa politique de taux.

Selon le scénario de base, un certain temps après la première augmentation des taux directeurs, la Fed commencera à réduire la taille de son bilan en cessant les réinvestissements en obligations fédérales détenues dans son portefeuille. Le montant de réserves à l'intérieur du système financier devrait alors diminuer, éliminant progressivement un facteur important de distorsion dans la mise en pratique d'une politique monétaire traditionnelle. Arrivée à ce stade, la rémunération sur les réserves excédentaires constituera par implication un élément beaucoup moins influent. La politique monétaire n'aura vraisemblablement plus besoin de l'appui d'un mécanisme de cession en pension ou encore d'un mécanisme de dépôts à terme. Cette évolution n'est toutefois pas pour bientôt. D'ici là, le fameux retour à la normale comportera encore bien des éléments anormaux!

Jimmy Jean
 Économiste principal

Tableau 1

Mécanisme	Fonction	Éligibilité	Cible actuelle	Cible probable ¹
Fonds fédéraux	Mécanisme à travers lequel les institutions financières s'échangent des réserves. Il s'agit du principal taux directeur de la Fed	Banques américaines, filiales américaines de banques étrangères, sociétés parrainées par l'État, firmes de placement en marchés monétaires	0,00 % à 0,25 %	0,25 % à 0,50 %
Cessions en pension à un jour (ON RRP)	Outil permettant de générer un arbitrage de manière à prévenir une baisse du taux des fonds fédéraux sous la cible	Banques américaines, filiales américaines de banques étrangères, sociétés parrainées par l'État, firmes de placement en marchés monétaires	autour de 0,05 % (période d'essai)	0,25 %
Intérêt sur réserves excédentaires (IOER)	Principal outil que la Fed compte utiliser pour guider le taux des fonds fédéraux vers le haut	Banques américaines, filiales américaines de banques étrangères et fiduciaires	0,25 %	0,50 %
Dépôts à terme	Mécanisme servant à drainer la quantité de réserves et alléger les pressions à la baisse sur le taux des fonds fédéraux	Banques américaines, filiales américaines de banques étrangères et fiduciaires	Un à trois points de base au-dessus du taux <i>IOER</i>	Un à trois points de base au-dessus du taux <i>IOER</i>

¹ Après la première hausse.
 Source : Desjardins, Études économiques