

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La hausse du bilan de la Réserve fédérale est-elle de l'assouplissement quantitatif?

La Réserve fédérale de New York a annoncé le 11 octobre dernier qu'elle achètera des bons du Trésor à hauteur de 60 G\$ US par mois au moins jusqu'au deuxième trimestre de 2020. L'objectif officiel de cette mesure est d'ajouter de la liquidité sur le marché monétaire pour assurer son bon fonctionnement et pour faciliter le maintien du taux d'intérêt effectif des fonds fédéraux à l'intérieur de sa fourchette cible. Cela étant dit, il en résultera une augmentation considérable de la taille du bilan de la Réserve fédérale (Fed), ce qui aura toute l'apparence d'un programme d'assouplissement quantitatif.

Le problème du taux effectif des fonds fédéraux

La Fed gère sa politique monétaire en établissant une fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux. Idéalement, elle souhaite voir ce taux se stabiliser au centre de cette fourchette. Pour l'aider, la Fed ajuste aussi le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires. Ces réserves appartiennent aux institutions financières et sont déposées à la Fed.

En 2015 et en 2016, le taux effectif des fonds fédéraux se maintenait généralement près du centre de la fourchette cible. À partir de 2017, l'équilibre du taux effectif a graduellement migré vers la borne supérieure de la fourchette cible, là où se situait aussi le taux sur les réserves excédentaires. Au courant de l'année 2018, le taux effectif s'est davantage collé au taux d'intérêt sur les réserves excédentaires. La Fed a réagi en décalant

le taux sur les réserves par rapport au haut de sa fourchette cible. Un écart de 5 points de base a été instauré en juin 2018, lequel a été élargi à 10 points en décembre 2018. L'opération avait pour but de ramener le taux effectif des fonds fédéraux plus près du centre de sa fourchette cible. Cependant, ce taux a commencé à s'installer au-dessus du taux sur les réserves. D'autres ajustements sur le taux de réserve ont été jugés nécessaires en mai 2019, puis en septembre dernier, de sorte qu'il se situe maintenant plus près du bas de la fourchette cible (graphique 1).

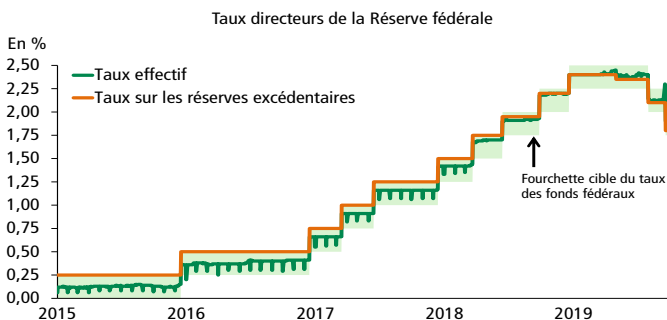
Le manque de contrôle sur le taux effectif des fonds fédéraux a aussi forcé la Fed à renouer avec des opérations de prises en pension (repos). Cela permet d'injecter temporairement des liquidités dans le marché monétaire et d'exercer des pressions à la baisse sur le taux d'intérêt des fonds fédéraux. À la mi-octobre, les opérations de prises en pension totalisaient environ 180 G\$ US.

Un manque de liquidités sur le marché monétaire

Le changement de comportement du taux effectif des fonds fédéraux semble principalement s'expliquer par la diminution graduelle des réserves excédentaires (graphique 2 à la page 2). Cette diminution découle d'ajustements d'autres éléments du passif de la Fed, dont la quantité d'argent comptant en circulation, qui tend à augmenter dans le temps. La décision de réduire la taille du bilan de la Fed entre octobre 2017 et août 2019 a aussi contribué à abaisser les réserves excédentaires.

Le marché des bons du Trésor est également montré du doigt pour expliquer les récents mouvements du taux effectif des

GRAPHIQUE 1
La Réserve fédérale a de la difficulté à maintenir le taux effectif des fonds fédéraux au centre de sa fourchette cible

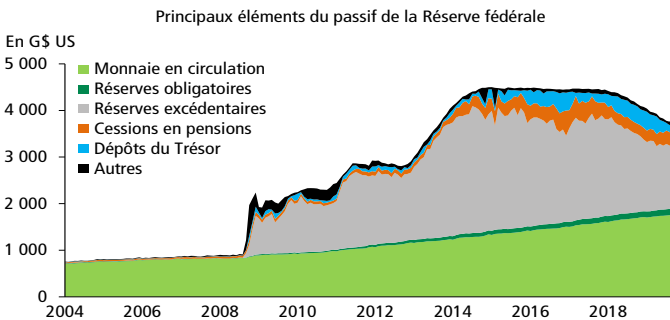


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint • Hendrix Vachon, économiste principal
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS: Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE: Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2019, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 2
Les réserves excédentaires ont constamment diminué au cours des dernières années

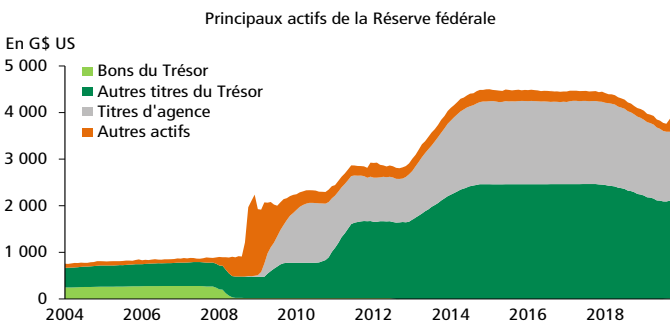


Sources : Réserve fédérale, Datastream et Desjardins, Études économiques

fonds fédéraux. Une offre plus importante de ces titres génère une forme de concurrence sur le marché monétaire, ce qui tirerait vers le haut le taux effectif des fonds fédéraux. Cela serait exacerbé par des contraintes réglementaires plus strictes pour les institutions financières les incitant à conserver davantage de réserves sur leurs bilans, plutôt que d'en transiger une partie.

Finalement, une partie du problème du marché monétaire pourrait même venir de la Fed alors qu'elle ne détenait plus de bons du Trésor depuis la crise financière de 2008-2009, privilégiant les échéances plus longues. Auparavant, c'était près du tiers des actifs de la Fed qui était détenu sous cette forme (graphique 3).

GRAPHIQUE 3
Les bons du Trésor avaient été rayés du bilan de la Réserve fédérale



Sources : Réserve fédérale, Datastream et Desjardins, Études économiques

L'achat de bons du Trésor s'est avéré comme la solution

La Fed a déjà indiqué qu'elle souhaitait demeurer dans un régime où les réserves excédentaires sont élevées. Elle estime que revenir à un régime avec peu ou sans réserves excédentaires nécessiterait des interventions fréquentes et importantes sur le marché monétaire alors que les caractéristiques de ce marché semblent avoir changé.

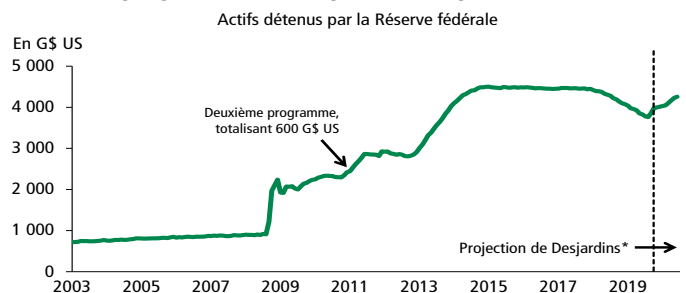
Dans le but d'apporter une solution plus durable au problème des liquidités sur le marché monétaire, la Fed a choisi d'acheter des bons du Trésor à hauteur de 60 G\$ US par mois. Ces achats devraient s'échelonner au moins jusqu'au deuxième trimestre de l'an prochain. Le montant cumulatif des achats pourrait osciller entre 360 G\$ US et 480 G\$ US selon que le programme cessera vers le début d'avril ou vers la fin de juin. Il pourrait aussi être prolongé.

L'intervention de la Fed fera augmenter la taille de son bilan et des réserves excédentaires, mais elle devrait aussi aider à rééquilibrer l'offre et la demande sur le marché des bons du Trésor. La part des bons dans la composition des actifs de la Fed pourrait avoisiner les 10 %. Il s'agirait d'une proportion moindre que celle observée avant la crise de 2008-2009, mais tout de même importante considérant que la taille du bilan de la Fed est nettement plus élevée de nos jours.

En quoi est-ce différent d'un assouplissement quantitatif?

En termes d'ampleur, le programme d'achat actuel de la Fed pourrait se comparer à son deuxième programme d'assouplissement quantitatif mis en place en novembre 2010 et qui avait totalisé 600 G\$ US (graphique 4). En supposant la fin des achats de bons du Trésor en juin, la taille du bilan de la Fed pourrait même revenir près de son précédent sommet.

GRAPHIQUE 4
La taille du bilan pourrait augmenter presque autant que lors du deuxième programme d'assouplissement quantitatif



* La projection suppose une réduction graduelle dans l'utilisation des prises en pension et la poursuite des achats de bons du Trésor jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2020.
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Cela ne signifie pas pour autant qu'il s'agit d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif. Certes, la base monétaire sera accrue en raison de l'augmentation des réserves excédentaires. Selon la théorie quantitative de la monnaie, il pourrait alors en résulter une hausse de la masse monétaire¹ et,

¹ La base monétaire correspond à la quantité d'argent comptant en circulation et aux dépôts des institutions financières auprès de la banque centrale. La masse monétaire correspond à la quantité d'argent comptant en circulation plus les dépôts à vue ainsi que tout autre type de dépôts ou actifs pouvant être facilement utilisés comme moyen de paiements. Dans les faits, il existe plusieurs estimations de la masse monétaire en fonction des choix d'inclure ou non certains types de dépôts ou actifs liquides.

par ricochet, une hausse du niveau global des prix. Cependant, en pratique, si les institutions financières n'utilisent pas ces nouvelles réserves pour accorder de nouveaux prêts, il n'y aura pas d'effet sur la masse monétaire et sur les prix. C'est d'ailleurs ce qui devrait se produire avec l'actuel programme d'achat de la Fed. On peut alors difficilement parler d'une politique monétaire quantitative.

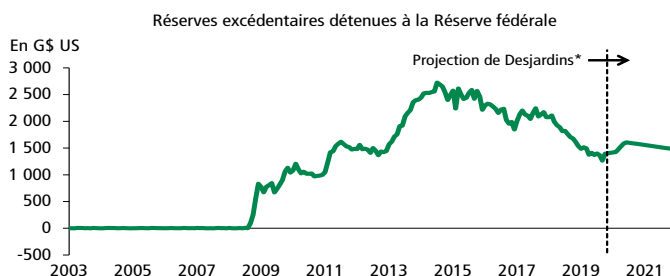
Il n'y avait pas eu non plus d'explosion de la masse monétaire avec les précédents programmes d'achat de titres de la Fed, mais ceux-ci visaient tout de même clairement une relance du crédit. Sans ces programmes, la masse monétaire se serait probablement contractée, ce qui aurait conduit l'économie en déflation. Qui plus est, les achats de titres avaient surtout été concentrés dans les titres de long terme. Ils étaient aussi accompagnés d'indications de la Fed selon lesquelles elle voulait maintenir une politique monétaire accommodante sur une longue période. Cela a permis aux taux d'intérêt de long terme de diminuer fortement et d'encourager le crédit. Ce n'est pas l'objectif du programme d'achat de bons du Trésor.

Mais plus de précisions pourraient aider à nous convaincre...

Il reste tout de même une question sans réponse. Quel est le niveau de réserves excédentaires réellement souhaitable? Une cible plus claire pourrait faciliter la communication de la Fed sur cet aspect.

La Fed risque aussi de devoir annoncer d'autres petits programmes d'achat dans le futur si elle souhaite demeurer dans ce régime de réserves excédentaires abondantes. En supposant que la taille du bilan soit stabilisée à nouveau après le deuxième trimestre de 2020, la hausse continue de la quantité d'argent en circulation infligera une nouvelle tendance baissière aux réserves excédentaires (graphique 5). Tôt ou tard, le problème de rareté des réserves devrait revenir, amenant avec lui plus de volatilité avec le taux effectif des fonds fédéraux. Pourrait-on même considérer une cible de réserves par rapport à la taille du PIB?

GRAPHIQUE 5 Les réserves excédentaires remonteront, mais rediminueront ensuite...



* La projection est basée sur la fin des achats de bons du Trésor en juin et sur une progression annuelle de la monnaie en circulation de 80 G\$ US. Les autres postes du passif de la Réserve fédérale demeurent constants.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans un autre ordre d'idée, il serait également intéressant d'analyser le niveau optimal de détention de bons du Trésor. S'il s'avérait que le marché monétaire fonctionnait mieux avec une détention encore plus importante par la Fed, ne serait-il pas plus simple de vendre des titres de long terme pour acheter des bons du Trésor? De toute évidence, le bilan de la Fed n'a pas fini de nous faire réfléchir...

Hendrix Vachon, économiste principal