



# MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE

## Le bilan de la Réserve fédérale

Taylor Self, MBA

Analyste

RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

La Réserve fédérale américaine (Fed) poursuit le relèvement graduel des taux d'intérêt par rapport à des niveaux historiquement faibles, et l'attention des participants aux marchés se porte désormais sur la prochaine étape du processus de normalisation de la politique monétaire, soit la réduction du bilan de la Fed. Nous prévoyons que ce processus sera amorcé à la fin de 2017 ou au début de 2018. Dans le présent article, le Comité stratégique de placement des titres à revenu fixe présente son point de vue sur les raisons pour lesquelles la gestion du bilan de la Fed revêt de l'importance pour les investisseurs et sur la façon dont la banque centrale devrait s'y prendre.

### Bref historique du bilan de la Fed

Avant de nous demander à quoi ressemblera le bilan de la Fed dans l'avenir, il est important de rappeler brièvement son rôle dans le passé. Avant la crise financière mondiale et les mesures d'assouplissement quantitatif, la Fed n'utilisait pas activement son bilan comme outil de politique monétaire. Les actifs détenus étaient plutôt déterminés principalement par la demande de liquidités du public, laquelle était en grande partie fonction de la croissance économique.

Le fait que le bilan de la Fed soit désormais beaucoup plus imposant que ce que laisserait entrevoir la demande de liquidités est le résultat direct des mesures monétaires non traditionnelles mises en œuvre par la banque centrale dans la foulée de la crise financière. À moins d'une réduction de la taille du bilan, ce pourrait être le cas pour encore un certain temps. En fait, si la Fed n'allégeait pas son bilan, la demande de liquidités ne « rattraperait » la taille actuelle du bilan qu'autour de 2035.

### Bilan futur de la Fed

Il n'est toutefois pas certain que la Fed puisse ou doive revenir aux conditions précédant la crise, en raison de l'importante transformation du système bancaire ces dix dernières années. Les exigences en matière de fonds

propres qui s'appliquent aux banques sont beaucoup plus élevées qu'avant la crise et par conséquent, selon nous, la Fed devra conserver un bilan imposant indéfiniment.

Les capitaux que les banques doivent conserver en fonction de leur passif à court terme, comme les dépôts, représentent le changement réglementaire le plus transformateur dans la foulée de la crise financière. Avant la crise, les banques étaient uniquement tenues de conserver des capitaux en fonction de leurs dépôts aux États-Unis, et ces capitaux étaient conservés à titre de réserves obligatoires auprès de la Fed. Soulignons toutefois que ces dépôts aux États-Unis ne représentaient qu'une petite fraction du passif à court terme total du système bancaire, tout comme aujourd'hui d'ailleurs. À l'époque, ce coussin ne semblait pas poser problème, étant donné que les banques se tournaient régulièrement vers d'autres sources de financement sur les marchés financiers.

Cette situation a changé lors de la crise financière, qui s'est traduite par une pénurie de liquidités à l'échelle mondiale, car les capitaux conservés par les banques en fonction de leur passif à court terme se sont révélés nettement insuffisants. Par conséquent, les efforts des organismes de réglementation dans le monde ont visé à accroître les réserves de liquidités des banques en établissant une correspondance entre le passif à court terme et les actifs

liquides de grande qualité pouvant être utilisés en cas de pénuries imprévues de liquidités. Au lieu de conserver uniquement des capitaux en fonction des dépôts aux États-Unis, les banques sont désormais tenues de conserver des actifs liquides de grande qualité en fonction de leur passif à court terme à l'échelle mondiale dont l'échéance est inférieure à 30 jours. Ces exigences en matière de fonds propres dépassent de loin les réserves que les banques étaient tenues de conserver avant la crise. Pour avoir une idée de l'évolution des exigences en matière de fonds propres, il suffit de rappeler que les réserves obligatoires étaient d'environ 100 milliards \$ US avant la crise ; les avoirs en actifs liquides de grande qualité atteignent aujourd'hui près de 4 500 milliards de dollars américains.

L'accroissement des exigences en matière de fonds propres nous permet d'évaluer ce que devrait être la taille normale du bilan de la Fed, car celle-ci, en raison du gonflement massif de son bilan, procure les actifs les plus liquides et les plus sûrs de la planète : les réserves. En effet, les réserves représentent une part significative des actifs liquides de grande qualité du système bancaire. Les banques pourraient dorénavant préférer faire de ces réserves leur principal coussin de liquidités, car le recours aux réserves pour faire face aux pénuries imprévues de liquidités n'entraîne pratiquement aucune perturbation des activités des banques ou des marchés, si elles sont utilisées comme telles. Elles se distinguent ainsi des autres actifs qui répondent aussi aux exigences réglementaires en matière de fonds propres, en premier lieu les obligations du gouvernement des États-Unis et les titres adossés à des créances hypothécaires. Nous croyons que la Fed préférera peut-être conserver un bilan imposant, ce qui lui permettra d'atteindre un autre objectif de sa politique monétaire, soit de rehausser la stabilité financière.

Bref, en raison de changements réglementaires et du fait que les banques préfèrent utiliser leurs réserves comme actifs liquides, la Fed pourrait conserver en permanence un bilan de forte taille. Cette taille lui permettra de répondre à la demande de liquidités, mais aussi à la demande de réserves.

### À quoi peut-on s'attendre ?

Trois éléments déterminants entrent en jeu dans l'intention de la Fed d'alléger son bilan : le moment où cette réduction sera amorcée, le rythme de la réduction et la quantité d'actifs que la Fed jugera approprié de conserver à la fin. Les commentaires publiés et les prévisions annoncées nous en apprennent assez sur les deux premiers éléments, mais le troisième reste nébuleux.

Ce n'est pas d'hier que la Fed soutient qu'elle amorcera la réduction de son bilan lorsque le processus de normalisation des taux d'intérêt sera bien enclenché. Le taux des fonds fédéraux est à mi-chemin de l'estimation médiane d'un taux directeur neutre à long terme de 2,75 %, ce qui donne à penser que la réduction du bilan est imminente. En fait, selon le compte rendu de la réunion du Comité de l'open market en mai, les membres du comité ont fait savoir qu'ils aimeraient amorcer l'allègement du bilan de la Fed avant la fin de l'année.

Nous savons que la banque centrale aura recours au calendrier des échéances de ses placements en obligations du gouvernement des États-Unis et en titres adossés à des créances hypothécaires pour faciliter l'allègement de son bilan. Toutefois, le rythme auquel les placements de la Fed arriveront à leur échéance normale est fortement inégal. La Fed décidera donc du rythme de la réduction de son bilan, qui devrait, selon nous, être d'abord de 10 G\$ US par mois et viser les obligations du gouvernement des États-Unis et les titres adossés à des créances hypothécaires ; elle sera ainsi en mesure d'évaluer la capacité du marché à absorber l'accroissement de l'offre d'obligations. Selon le compte rendu de la réunion de mai, nous savons aussi que le rythme envisagé des réductions et des changements sera annoncé publiquement et augmentera graduellement. La Fed n'envisage pas de modifier sa politique à l'égard de son bilan, à moins d'un changement significatif des perspectives économiques, toujours selon le compte rendu.

Contrairement à ce qui concerne le moment où débutera la réduction du bilan et les titres visés, la Fed a divulgué relativement peu de renseignements quant à la taille qu'aura son bilan à long terme. Cette situation est vraisemblablement attribuable aux divergences d'opinions entre les membres du Comité fédéral de l'open market. Ce que nous savons, c'est que la banque centrale a montré que son cadre de contrôle des taux d'intérêt fonctionne bien, malgré un bilan imposant. Dans l'ensemble, en raison de l'absence de consensus à l'égard de la taille du bilan après sa réduction, et compte tenu de l'approche graduelle de la Fed en matière de normalisation des taux d'intérêt, nous prévoyons que cette réduction sera effectuée assez lentement et qu'elle s'échelonnera sur plusieurs années.

En résumé, nous prévoyons que la réduction éventuelle du bilan de la Fed sera très graduelle, à l'exemple de la méthode employée par la banque centrale pour relever les taux d'intérêt au cours des 18 derniers mois. Par ailleurs, l'ampleur de cette réduction pourrait être beaucoup plus limitée que le croient de nombreux observateurs, compte tenu de l'évolution du système bancaire ces dernières années.

Ce rapport a été fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Au Canada, ce rapport est fourni par RBC GMA Inc. (dont Phillips, Hager & North gestion de placements). Aux États-Unis, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe et au Moyen-Orient, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Investment Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, la division de gestion d'actifs de RBC Investment Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Ce rapport n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA à [www.rbcgma.com](http://www.rbcgma.com).

Le présent rapport n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Le processus de placement décrit dans ce rapport peut changer avec le temps. Les caractéristiques mises de l'avant dans ce rapport visent à dresser un portrait général des critères utilisés dans la sélection des titres détenus dans les portefeuilles des clients. Les placements des portefeuilles des clients ne satisferont pas toujours tous ces critères. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. 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.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme le présent rapport représentent le jugement de RBC GMA au 13 juin 2017 et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

Les rendements sont estimés à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré.

#### Note sur les énoncés prospectifs

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, 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. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives peuvent être modifiées sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.

® / <sup>MC</sup> Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada.  
Utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2017

