



La rupture : un nouveau chapitre dans la politique monétaire américaine

Kevin Hebner, PhD

directeur général et stratège en placements mondiaux, TD Epoch

En bref

L'article présente un tournant majeur dans la politique monétaire américaine, alors que l'administration Trump vise à réduire le rôle de la Réserve fédérale américaine (la Fed), qui avait été élargi après 2008. Après des années marquées par le recours à des outils non traditionnels, la croissance du bilan et de vastes pouvoirs réglementaires, la Fed devrait revenir vers un mandat plus restreint, principalement axé sur la fixation des taux à court terme, tandis que de nombreuses fonctions de surveillance et de gestion des crises seront transférées au pouvoir exécutif.

Ce changement a d'importantes conséquences pour les placements : on parle notamment de pressions politiques accrues en faveur de réductions de taux, d'assouplissement de la réglementation bancaire, d'élargissement des écarts de taux, de changements dans la dynamique des marchés privés et d'un regain d'intérêt pour la réindustrialisation et les investissements dans l'économie réelle.

Le « néokeynésianisme » est venu à dominer les débats universitaires et les conférences des banques centrales après la crise de la stagflation des années 1970. Ben Bernanke, un spécialiste de la Grande Dépression qui a assumé la présidence de la Réserve fédérale américaine (la Fed) de 2006 à 2014 et qui a remporté le prix Nobel d'économie en 2022, a été la figure emblématique de l'ère néokeynésienne. Le néokeynésianisme a renforcé le rôle des banques centrales indépendantes dans la gestion macroéconomique et réduit l'importance de la politique budgétaire dirigée par le gouvernement. Cette vision a été mise à rude épreuve par la crise financière mondiale de 2008 à 2009, lorsque les taux d'intérêt ont chuté à zéro, mais que la Fed ne semblait toujours pas être en mesure de stimuler la demande globale.

Effets secondaires indésirables

Au cours de l'ère néokeynésienne, la Fed a connu une profonde transformation. L'institution, qui à l'origine, était dotée d'un mandat relativement étroit et prévisible, a vu ses outils et ses responsabilités considérablement augmenter. Son bilan a presque été décuplé après 2007, ses outils sont devenus de plus en plus du domaine expérimental et son influence sur les marchés financiers a atteint une ampleur sans précédent. Ces changements ont

Si les économistes parvenaient à se cantonner dans le rôle d'hommes modestes et compétents sur le même plan que les dentistes, ce serait merveilleux!

John Maynard Keynes,

Perspectives économiques pour nos petits-enfants (1930), dans Essais de persuasion (1932)

entrainé une série d'effets secondaires indésirables, soit une distorsion des prix des actifs, une augmentation des inégalités de revenu et une prise de conscience croissante que la Fed s'était éloignée de son rôle traditionnellement neutre sur le plan politique.¹



Cette ère néokeynésienne marquée par une politique expansionniste des banques centrales est probablement terminée, surtout compte tenu du mépris de l'administration Trump à l'égard des élites bureaucratiques non élues, ne devant pas rendre de comptes et exerçant autant de pouvoir.² La Maison-Blanche a souligné qu'elle voulait voir un rétrécissement du mandat de la Fed, une réduction de son bilan et un recentrage de son rôle institutionnel sur sa fonction principale, soit la

fixation des taux d'intérêt à court terme, et ce, en vue d'assurer une inflation faible et stable.

À bien des égards, la présidence de Donald Trump est un facteur de transformation et aura probablement un impact structurel semblable à celui de Ronald Reagan ou de Franklin D. Roosevelt. Comme lors de ces changements antérieurs, M. Trump a redéfini les principaux piliers de la gouvernance économique, notamment la politique commerciale et industrielle,

la défense et le partage des responsabilités au sein de l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN), de l'immigration et maintenant de la politique monétaire. Ces derniers font l'objet d'une restructuration qui s'inscrit dans une vision du monde centrée sur la réindustrialisation afin de favoriser la main-d'œuvre intérieure et de réduire les vulnérabilités stratégiques.³

Ce changement a d'importantes conséquences pour les investisseurs. Nous nous attendons à ce que la

Fed soit dotée d'un mandat bien « plus restreint » ou « plus simple », et à ce qu'une grande partie de ses responsabilités actuelles soient transférées au pouvoir exécutif. Cette situation a des conséquences graves pour les marchés et n'en est plus à un stade théorique. Toutefois, avant d'aborder les conséquences en ce qui concerne les placements, voyons rapidement comment nous en sommes arrivés là.

Prévision des faillites : les limites de la politique monétaire interventionniste

Depuis la crise financière mondiale, la Fed a surestimé à plusieurs reprises le pouvoir de stimulation de ses outils non traditionnels. De plus, au cours de la flambée de l'inflation de 2021 à 2023, elle a commis l'erreur inverse, en sous-estimant l'ampleur, la persistance et l'étendue des pressions inflationnistes. Ces erreurs de prévision ont miné la confiance envers les nouveaux outils de la Fed et la conviction générale que ceux-ci lui donnaient la possibilité d'orienter habilement l'économie réelle.

En fait, la situation après la crise financière mondiale a démontré le contraire. Les canaux par lesquels les outils non traditionnels fonctionnent, notamment les effets de richesse et la compression de la prime à l'échéance, se sont révélés difficiles à modéliser, et encore plus difficiles à calibrer. Il est largement reconnu que les bases théoriques et empiriques de l'hyperactivité des banques centrales laissent à désirer, au mieux.⁴

Dérive de la mission : augmentation exagérée du rôle institutionnel et questions sur son indépendance

Alors que le champ d'action politique de la Fed s'est élargi, son encadrement réglementaire s'est aussi accentué. Les réformes mises en place après la crise financière mondiale ont conféré à la banque centrale une autorité importante sur les grandes banques. Était-il logique de déléguer des responsabilités de supervision aussi importantes à un organisme indépendant? De récents manquements très médiatisés en matière de surveillance, comme les faillites de la Silicon Valley Bank et de la First Republic Bank, ont exposé la Fed à des critiques généralisées. Des responsabilités plus vastes et une intervention importante sur les marchés financiers ont également exposé la Fed à des accusations de ne plus être neutre sur le plan politique.

Ces critiques ont été formulées avec force par le secrétaire au Trésor des États-Unis, Scott Bessent, et le gouverneur de la Fed, Stephen Miran.⁵ M. Bessent

met l'accent sur la dérive de la mission, la lourdeur institutionnelle et le manque de responsabilisation de la Fed. Il conclut que, pour être efficace, la Fed a besoin d'un mandat modeste et étroit.

M. Miran souligne que la Fed est allée au-delà de son rôle traditionnel restreint et technocratique. Elle a poursuivi un plan d'action beaucoup plus vaste qui correspond plus à celui d'une institution explicitement politique. Il s'agit notamment du contrôle bancaire, de la répartition du crédit et de la sélection des gagnants et des perdants économiques, en particulier en période de crise. À l'instar de M. Bessent, il conclut en soulignant la nécessité de dissocier les fonctions de politique non monétaire, comme la réglementation bancaire et les outils d'intervention en cas de crise, de la responsabilité de fixation des taux du Federal Open Market Committee (FOMC).

Vers le rétrécissement du mandat de la Fed : à quoi pourrait ressembler la prochaine ère

Compte tenu de ces critiques, le « rétrécissement » de plusieurs éléments du mandat de la future Fed semble plausible.

Premièrement, les responsabilités de supervision pourraient être redistribuées, ce qui pourrait signifier un retour de la surveillance quotidienne vers des institutions comme le Trésor ou la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Une telle situation permettrait de rétablir la séparation traditionnelle entre politique monétaire et contrôle bancaire.

Deuxièmement, le bilan pourrait être graduellement réduit à une taille plus proche de celle d'avant la crise.

Troisièmement, les outils de politique monétaire non traditionnels pourraient être réservés à la gestion de crises rares et clairement définies. De plus, de telles interventions seraient dirigées par le Trésor. Il s'agit notamment de lignes de swap en dollars américains, que la Fed a reconduits avec 14 banques centrales mondiales pendant la crise financière mondiale et la pandémie de COVID-19.

L'orientation par défaut de la politique monétaire reposeraient de nouveau autour du taux du financement à un jour. Toutefois, M. Trump, qui croit en une approche pangouvernementale pour résoudre les problèmes, aimerait que la structure du FOMC évolue. Il s'agit de faire en sorte qu'elle s'aligne davantage sur les objectifs généraux du gouvernement, comme cela est le cas de presque toutes les autres institutions fédérales, tout en conservant son indépendance dans ses activités quotidiennes. Dans un tel scénario, il est raisonnable de s'attendre à ce que la Fed subisse de plus en plus de pressions politiques. Cela sous-entend le retour d'un cycle économique et politique, par exemple, la Fed subissant des pressions pour réduire les taux d'intérêt dans la perspective des élections qui auront lieu en novembre.



Conséquences pour les placements : le travail de la Fed consiste-t-il à fermer le bar ou à continuer à servir ?

Nous nous attendons à ce que la Fed soit dotée d'un mandat plus restreint, plusieurs de ses responsabilités étant transférées au Trésor ou à d'autres instances gouvernementales. Dans l'ensemble, cette situation est susceptible de donner lieu à encore plus d'ingérence et d'intervention sur les marchés et à un alignement accru avec les priorités du gouvernement. Par conséquent, le contexte de placement changera probablement de plusieurs façons importantes :

Une pression accrue pour réduire le taux directeur de la Fed. Le président des États-Unis a, à de nombreuses reprises, exigé une baisse importante du taux d'intérêt de la Fed. Ce point de vue a été réitéré par de hauts membres de l'administration, dont M. Bessent et M. Miran. Les marchés à terme anticipent trois réductions en 2026, mais nous croyons qu'il est probable que les mesures de la Fed seront plus musclées.

Un contrôle bancaire moins strict et des ratios de réserves obligatoires plus faibles permettront de redynamiser le secteur des prêts traditionnels. À mesure que le degré de rigueur de la réglementation diminue, en particulier dans le cas des institutions régionales et celles de taille moyenne, les banques regagnent de la souplesse au niveau de leur bilan. La croissance des prêts devrait s'améliorer, les marges d'intérêt nettes devraient s'élargir et les règles de jeux sur le plan de la réglementation devraient de nouveau favoriser les banques installées sur les principales places financières et les banques régionales. Cela est globalement de bon augure pour le secteur des services financiers américains et pour les segments de l'économie réelle centrés sur le crédit.

La réduction du bilan de la Fed nécessitera un financement important du secteur privé, avec la possibilité d'un élargissement des écarts de taux. Si les titres adossés à des créances hypothécaires quittent le bilan de la Fed pour réintégrer celui de Fannie Mae et de Freddie Mac, soutenus temporairement par le financement du Trésor, les marchés privés devront assumer un risque lié à la durée et au crédit considérablement plus important. Les primes à l'échéance devraient augmenter, les écarts de taux sur titres adossés à des créances hypothécaires d'organismes gouvernementaux pourraient s'élargir et les obligations de qualité investissement et obligations à rendement élevé devraient faire l'objet d'une réévaluation en conséquence.⁶ La sélection active des titres de créance gagne aussi en importance dans ce contexte.

Lors de la prochaine crise, l'intervention sur le marché pourrait être encore plus musclée, mais elle sera conçue par la Maison-Blanche et tout simplement mise en œuvre par la Fed. L'objectif est de faire bénéficier les consommateurs plus que les investisseurs, la Fed étant considérée comme un intermédiaire plutôt que comme un partenaire égal. Cela signifie également que les politiques d'assouplissement quantitatif qui ont contribué à l'expansion du marché privé sont terminées et que les opérations par voie de capital-investissement et de crédit privé doivent être proportionnelles. Les fonds qui comptaient sur des coûts de financement artificiellement bas seront soumis à des pressions, et le secteur pourrait avoir besoin d'un cycle robuste de premier appel public à l'épargne (PAPE) pour attirer de nouveaux capitaux propres. Les marchés publics pourraient reconquérir une part des placements privés non traditionnels.

La croissance du produit intérieur brut nominal devrait augmenter légèrement à mesure que la financiarisation diminue. Compte tenu de la diminution des mesures incitatives concernant l'ingénierie financière et de l'augmentation des flux de capitaux vers la capacité intérieure, le rapatriement de la chaîne d'approvisionnement et de l'activité industrielle, la croissance nominale pourrait être beaucoup plus élevée sur le plan structurel. Cela appuie les secteurs liés à l'investissement matériel, à la demande de main-d'œuvre et à l'amélioration de la productivité. Mais surtout, cette évolution concorde avec le principal objectif économique de M. Trump, soit la réindustrialisation des États-Unis et l'élimination des vulnérabilités critiques.

Mandat de la Fed plus restreint : une politique économique qui s'aligne davantage sur les priorités du gouvernement

Les interventions extraordinaires des dernières décennies ont été effectuées pour répondre à des circonstances extraordinaires. Toutefois, cette situation a donné naissance au néokeynésianisme, un régime dans le cadre duquel la Fed est devenue non seulement un arbitre du système financier, mais aussi l'un de ses acteurs les plus dominants. Par ailleurs, la compétence de la Fed est de plus en plus remise en question, tout comme sa neutralité politique. Pour ces raisons, l'administration Trump est déterminée à

donner à la Fed un mandat plus restreint et plus simple.

Pour les investisseurs à long terme, comme toujours, l'analyse rigoureuse, la diversification mondiale et la gestion active sont les outils qui peuvent aider à s'y retrouver dans un monde complexe. D'autant plus que celui-ci est en train d'être transformé à bien des égards, notamment en raison d'un nouveau cadre de politique monétaire. ■



¹ Comme cela est le cas de presque toutes les institutions aux États-Unis, la Fed est maintenant perçue comme étant hautement partisane. En 2024, 92 % des dons politiques du personnel de la Fed ont été versés aux démocrates. En revanche, en 2000, ces dons étaient répartis de façon à peu près égale. De plus, la présidente de la Fed avant M. Powell, Janet Yellen, a ensuite été secrétaire au Trésor sous le mandat de M. Biden, et le prochain président de la Fed sera probablement Kevin Hassett, un fidèle de M. Trump (probabilité de 82 % selon les marchés de prédiction). <https://www.semafor.com/article/11/12/2024/federal-reserve-employees-overwhelmingly-donate-to-democratic-causes> <https://www.axios.com/2024/11/18/fed-partisan-trump-allies>

² Le président de Fed occupe maintenant sans contredit la cinquième position dans le classement des fonctions politiques les plus puissantes au monde, tout juste derrière les dirigeants des États-Unis, de la Chine, de la Russie et de l'Inde (mais devant les dirigeants du Japon, de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et du Brésil). Voir : <https://bharatramamurti.substack.com/p/what-are-the-most-powerful-political>

³ Veuillez consulter notre article qui sera publié prochainement, intitulé « Guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine : à quoi s'attendre en 2026 » ?

⁴ Alors qu'il occupait toujours la présidence de la Fed en 2012, M. Bernanke a dit avec humour : « Le problème avec l'assouplissement quantitatif, c'est que ça marche en pratique, mais ça ne marche pas en théorie. » https://www.philadelphiefed.org/-/media/FRBP/Assets/Economy/Articles/economic-insights/2016/q1/eiq116_did-quantitative_easing_work.pdf

⁵ « The Fed's New "Gain-of-Function" Monetary Policy » et <https://manhattan.institute/article/reform-the-federal-reserves-governance-to-deliver-better-monetary-outcomes>

⁶ L'abordabilité du logement est devenue un sujet brûlant à l'approche des élections de mi-mandat de novembre 2026, et il est peu probable que M. Trump approuve les politiques qui font grimper les taux hypothécaires. Cela donne à penser que la réduction du bilan pourrait se produire à un rythme beaucoup plus lent que ce que le secrétaire au Trésor, M. Bessent, souhaite.

Réservez aux investisseurs institutionnels canadiens. Les renseignements aux présentes sont fournis à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ce document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Le présent document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.