

La réduction de bilan de la Fed qui inquiète

OBLIGATAIRE. Quel segment de la courbe souffrira le plus?

GIANNI PUGLIESE

La Fed est un soutien précieux pour le Trésor américain. L'année dernière, par exemple, elle aurait financé, à travers ses achats de bons du Trésor, environ 40% du déficit budgétaire, selon Bloomberg. Rien d'étonnant que la perspective de réduction de son bilan préoccupe le marché. Quel segment de la courbe souffrira le plus lorsque la banque centrale cessera ses achats? Les opinions divergent.

La poche 5-7 ans vulnérable
JPMorgan estime que la poche 5-7 ans est particulièrement vulnérable, Deutsche Bank et Société Générale mentionnent plutôt la partie longue de la courbe. Il faut savoir qu'au cours des 3 prochaines années, plus de 1000 milliards de dollars de bons du Trésor – sur les 2500 milliards détenus au sein du bilan – arriveront à échéance. L'année dernière, les 216 milliards d'achats ont servi à maintenir stable la taille du bilan – ce qui a été remboursé à été réinvesti. Mais la politique de réinvestissement, mise en

place depuis 2014, pourrait changer, peut-être même avant la fin de l'année.

Certes, il y aura toujours de la demande pour les bons du Trésor, mais le retrait d'un acheteur de telle envergure aura des conséquences sur le marché obligataire et au-delà. Il faudra emprunter plus, avec des rendements en hausse et donc des coûts d'emprunts plus élevés. Le financement des dépenses d'infrastructures et de réductions d'impôts planifiées par M. Trump coûtera plus cher. Outre les remboursements à venir et le programme de relance de M. Trump, le «Congressional Budget Office» prévoit 10.000 milliards de dette publique supplémentaire sur les 10 prochaines années pour payer des programmes tels que l'assurance-maladie et la sécurité sociale.

Emissions de bons du Trésor
Barclays prévoit un accroissement de 25% des émissions de bons du Trésor pendant les 2 années à venir. D'autres ont tablé sur une plus grande offre de T-

Bills, en y voyant une opportunité de relancer un segment pénalisé par le bas niveau des taux d'intérêts, qui a incité le gouvernement à se financer sur la partie longue de la courbe. Le «Treasury Borrowing Advisory Committee» privilégie le recours à toute la courbe et préconise un prolongement de la maturité moyenne de la dette. Il estime qu'une augmentation mensuelle de 4 milliards de la taille des enchères sur le 30 ans, pendant un an, provoquerait une hausse de 18 pb du rendement.

Indépendance de la Fed

Deutsche Bank opte pour une approche de barbell: augmenter les émissions T-Bills, 2 ans et 3 ans d'un côté contre 10 ans et 30 ans de l'autre pour une légère pénétration de la courbe. Quoi qu'il en soit, l'enjeu est de taille. Un ancien membre de la Fed, M. Warsh, a déclaré que la Banque Centrale devrait se coordonner avec le Trésor lorsqu'elle commencera à réduire son bilan. Quid de l'indépendance de la Fed? ■

* *Mirabaud*