

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

L'autre resserrement monétaire se poursuit

Par Hendrix Vachon, économiste principal

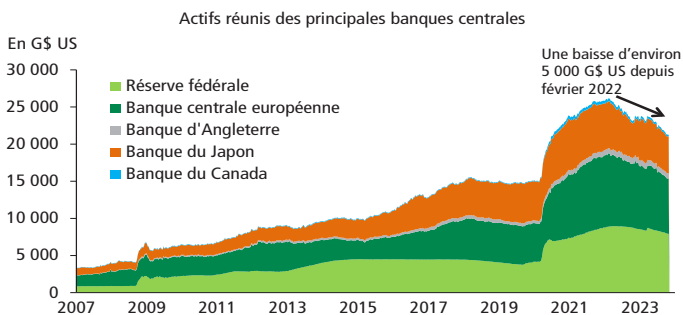
Plusieurs banques centrales semblent en avoir terminé avec leurs hausses de taux d'intérêt. Cependant, agir sur les taux d'intérêt n'est pas le seul outil contribuant à restreindre les conditions monétaires. Après avoir fortement accru la taille de leur bilan durant la pandémie, la plupart des banques centrales sont maintenant en mode réduction. À moins d'une forte récession ou d'instabilité financière, la plupart des banques centrales continueront sur cette voie en 2024. Étant donné que cela réduit les liquidités excédentaires disponibles sur les marchés financiers, il s'agira d'un facteur qui pourrait limiter la baisse des taux obligataires mondiaux.

Déjà près de 5000 G\$ US de retiré

Ce point de vue économique se concentre sur l'évolution de la taille des bilans des cinq principales banques centrales regroupant les pays du G7 et l'ensemble de la zone euro. La somme des actifs de ces banques centrales avoisinait les 27 000 G\$ US à la fin de l'hiver 2022. Depuis, cette somme a déjà fondu de près de 5 000 G\$US (graphique 1).

GRAPHIQUE 1

La taille des bilans des banques centrales diminue



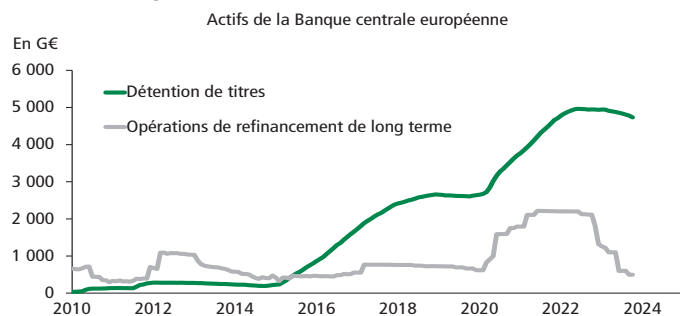
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La **Banque centrale européenne (BCE)** a été la principale contributrice à cette baisse. Au plus haut, elle détenait environ 8 800 G€ d'actif, ce qui représentait un peu plus de 36 % des actifs totaux des cinq principales banques centrales. Les plus récentes données établissaient la taille des actifs de la BCE à près de 7 000 G€. Ramenée en dollars américains, la diminution a été de près de 2 400 G\$ US, ce qui prend aussi en compte l'effet de la dépréciation de l'euro sur la période.

La diminution de la taille du bilan de la BCE est principalement le résultat de l'échéance de prêts qui avaient été octroyés aux institutions financières via des opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO - *Targeted long-term refinancing operations*). La BCE a aussi commencé à réduire sa détention d'actifs en cessant le réinvestissement de certains titres arrivant à échéance (graphique 2). Les titres visés sont ceux qui ont été acquis via son programme d'achat d'actifs (APP - *Asset purchase programme*). Les titres acquis via le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP - *Pandemic emergency purchase programme*) continueront d'être réinvestis au moins jusqu'à la fin de 2024 selon les indications données par la BCE.

GRAPHIQUE 2

Les opérations de refinancement de long terme de la Banque centrale européenne arrivent à maturité

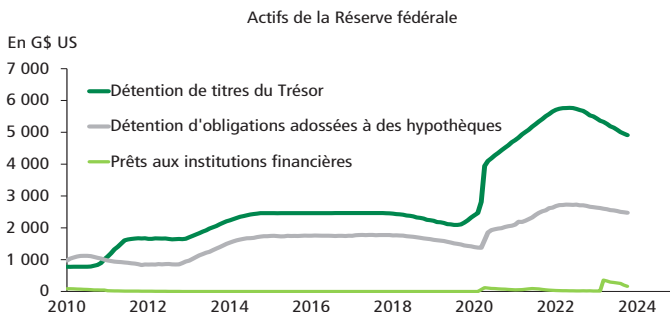


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Du côté de la **Réserve fédérale américaine (Fed)**, la diminution de la taille de son bilan depuis son sommet dépasse légèrement les 1000 G\$ US. En mai 2022, elle avait annoncé la fin partielle du réinvestissement de ses actifs arrivant à échéance. Jusqu'en août 2022, elle pouvait laisser aller jusqu'à 30 G\$ US par mois en titres du Trésor américain et jusqu'à 17,5 G\$ US en obligations adossées à des hypothèques. Par la suite, ces limites ont respectivement été relevées à 60 G\$ US et 35 G\$ US. Notons toutefois que la taille du bilan de la Fed baisse rarement de 95 G\$ US par mois en raison de la quantité plus limitée de titres arrivant à échéance.

La réduction du bilan aurait aussi été un peu plus grande si la Fed n'avait eu à accroître son aide au système financier au printemps 2023 dans la foulée des difficultés de plusieurs banques régionales. Ainsi, parallèlement à la diminution de sa détention d'obligations, une hausse d'environ 300 G\$ US a été observée du côté des prêts aux institutions financières (graphique 3). Ce poste du bilan de la Fed a néanmoins déjà fondu d'environ de moitié depuis le printemps.

GRAPHIQUE 3
La Réserve fédérale ne réinvestit plus le capital des titres arrivant à échéance, jusqu'à un maximum de 95 G\$ US par mois

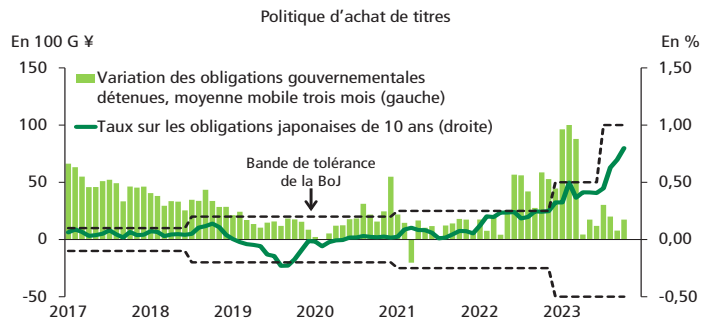


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le cas de la **Banque du Japon (BoJ)** est plus complexe. Son principal programme d'achat d'actifs est toujours en vigueur et le rythme des achats fluctue grandement, car il dépend de l'évolution du taux d'intérêt sur les obligations 10 ans du gouvernement japonais. La BoJ a une cible de 0 % pour ce taux d'intérêt et elle achète plus d'obligations si elle doit le faire diminuer. Au cours de la dernière année, le taux 10 ans s'est nettement maintenu au-dessus de 0 %. Dans un premier temps, cela a forcé la BoJ à acheter plus d'obligations, mais cette dernière a ensuite élargi sa bande de tolérance de sorte qu'elle a pu rapidement réduire le rythme de ses achats (graphique 4).

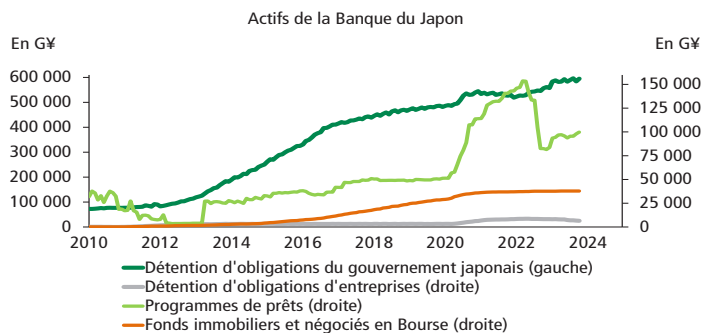
Certains postes du bilan de la BoJ ont toutefois diminué. C'est le cas des prêts qu'elle accorde via différents programmes, quoique la tendance récente est revenue positive (graphique 5). Elle a aussi commencé à réduire sa détention d'obligations d'entreprises. Peu de changement a été observé concernant la détention de fonds d'investissement résidentiel et de fonds

GRAPHIQUE 4
La Banque du Japon achète plus d'obligations lorsque le taux 10 ans est jugé trop élevé



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 5
La Banque du Japon a surtout réduit ses prêts



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

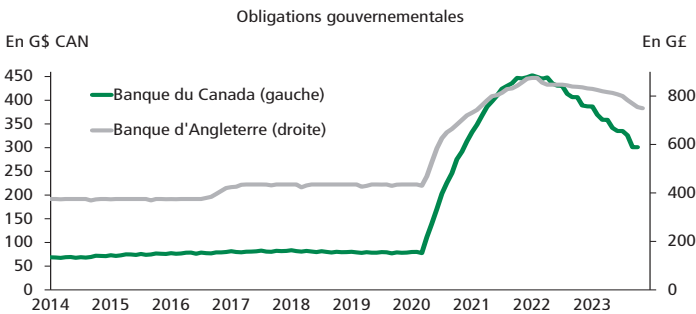
négociés en Bourse. Dans l'ensemble, la taille du bilan de la BoJ a connu une courte période de diminution en 2022, pour ensuite remonter légèrement en 2023. La forte dépréciation du yen a néanmoins fait chuter davantage la valeur du bilan de la BoJ exprimée en dollars américains. La diminution a été d'environ 1 300 G\$ US depuis l'hiver 2022.

La **Banque d'Angleterre (BoE)** et la **Banque du Canada (BdC)** ferment la marche avec une réduction totale de leur bilan d'environ 400 G\$ US s'expliquant essentiellement par la fin des réinvestissements des obligations détenues arrivant à échéance (graphique 6 à la page 3). La BdC n'a pas établi de limite maximale. La diminution suit donc le rythme des échéances et peut varier sensiblement d'un mois à l'autre. Quant au Royaume-Uni, une limite annuelle a d'abord été fixée à 80 G£, puis celle-ci a été relevée à 100 G£ en octobre dernier.

Pas de retour rapide au niveau d'avant la pandémie

En dépit de la diminution en cours, les banques centrales demeureront encore pour un certain temps avec des bilans plus gros qu'ils ne l'étaient avant la pandémie. Pour la BCE, le rythme de diminution pourrait même ralentir quelque peu alors qu'il y aura moins d'échéances du côté des opérations de financement à long terme. D'ici la fin de 2024, ces échéances pourraient

GRAPHIQUE 6
La Banque du Canada et la Banque d'Angleterre réduisent leur détention d'obligations



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

totaliser un peu moins de 500 G€. À cela s'ajouteraient les échéances des titres acquis dans le cadre de l'APP. Celles-ci devraient amputer la taille du bilan de la BCE de 375 G€ additionnels d'ici la fin de 2024¹.

Pour la Fed, la réduction de la taille de son bilan s'annonce similaire à celle des derniers trimestres. La limite de 95 G\$ US établie pour le non-renouvellement des titres arrivant à échéance devrait rarement être atteinte. En se basant sur la moyenne des 12 derniers mois, on peut s'attendre à une réduction mensuelle d'environ 75 G\$ US. Il s'agirait donc d'une baisse totalisant plus de 1000 G\$ US d'ici la fin de 2024 à laquelle on pourrait ajouter une diminution d'environ 100 G\$ US pour les prêts octroyés au système financier. Cela demeure évidemment conditionnel à ce qu'il n'y ait pas de rebond des tensions financières.

Pour la BoE, si le rythme annuel de 100 G£ est maintenu, cela signifierait une baisse totale de 120 G£ pour les deux derniers mois de 2023 et pour l'ensemble de l'année 2024. Pour la BdC, les données disponibles sur les échéances pointent vers une réduction d'un peu plus de 60 G\$ CAN d'ici la fin de l'an prochain².

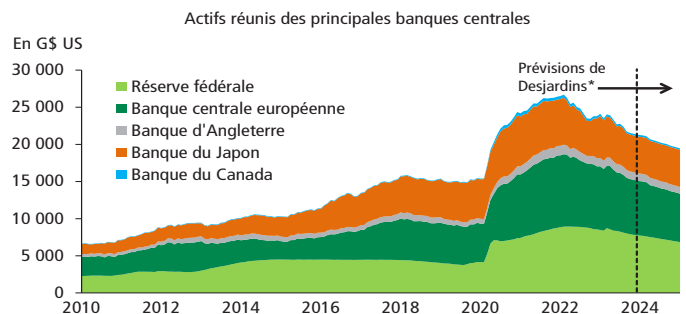
Quant à la BoJ, il y a peu d'indications sur ce qu'elle fera avec son bilan. La seule indication claire est qu'elle souhaite réduire sa détention d'obligations corporative d'environ 3000 G¥ par rapport au niveau actuel. Quant à la détention d'obligations gouvernementales, nous pouvons faire l'hypothèse qu'elle limitera considérablement ses achats étant donné qu'elle est de plus en plus flexible dans l'atteinte de sa cible pour le taux 10 ans japonais. Cette cible pourrait d'ailleurs être relevée prochainement avec son principal taux directeur. Mais même en supposant une stabilisation dans la détention d'obligations gouvernementales, le bilan de la BoJ risque d'augmenter légèrement avec son programme de prêts visant à stimuler le crédit. En maintenant le rythme des derniers mois, ce programme

¹ [Banque centrale européenne, données sur les TLTRO, consulté le 14 novembre 2023](#)
[Banque centrale européenne, données sur l'APP, consulté le 14 novembre 2023](#)

ajouterait plus de 10 000 G¥ de yens au bilan de la BoJ d'ici la fin de 2024.

Au bout du compte, le cumul de nos prévisions pour les cinq principales banques centrales pointe vers une diminution supplémentaire de la taille des bilans d'environ 2 000 G\$ US d'ici la fin de l'an prochain (graphique 7). Ces prévisions supposent des taux de change inchangés. En incorporant nos [prévisions de change](#), qui tablent sur une dépréciation du billet vert plus tard en 2024, la taille totale des bilans exprimée en dollar américain diminuerait moins.

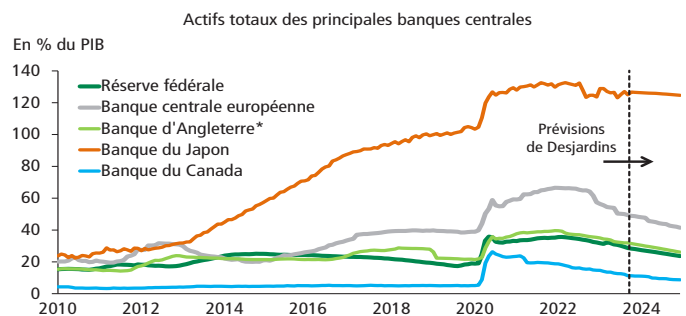
GRAPHIQUE 7
Vers une réduction supplémentaire d'environ 2 000 G\$ US d'ici la fin de 2024



*Prévisions supposant des taux de change constant.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Une autre façon d'analyser ces données est de les ramener en fonction de la taille de l'économie. On enlève ainsi l'effet des taux de change en plus de pouvoir faire de meilleures comparaisons historiques. Actuellement, la taille des bilans en pourcentage du PIB nominal est encore nettement supérieure aux niveaux d'avant la pandémie, mais l'écart diminue rapidement. Cela devrait se poursuivre l'an prochain en prenant en compte nos [prévisions de croissance économique et d'inflation](#) (graphique 8). À la fin de 2024, la taille du bilan de la BCE pourrait être assez près

GRAPHIQUE 8
La taille des bilans diminue davantage en proportion du PIB



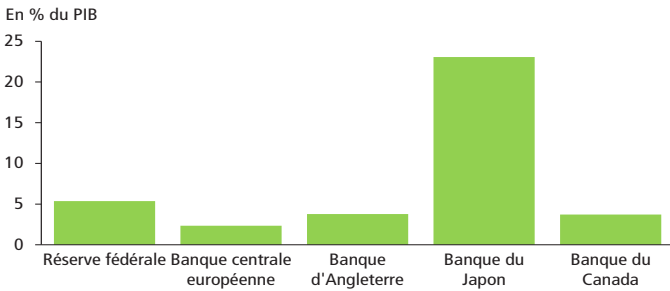
*Estimations avec des données partielles à partir d'octobre 2014.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

² [Banque du Canada, données sur les obligations fédérales, consulté le 14 novembre 2023](#)
[Banque du Canada, données sur les autres titres détenus, consulté le 14 novembre 2023](#)

de sa moyenne de 2019, avec un écart de moins de 2,5 points de pourcentage. Cet écart pourrait être légèrement inférieur à 4 points pour la BdC et la BoE, tandis qu'il serait supérieur à 5 points pour la Fed (graphique 9).

GRAPHIQUE 9
Le poids du bilan de la Banque centrale européenne se rapproche plus rapidement de son niveau d'avant pandémie

Écarts entre la prévision pour la fin 2024 et la moyenne en 2019



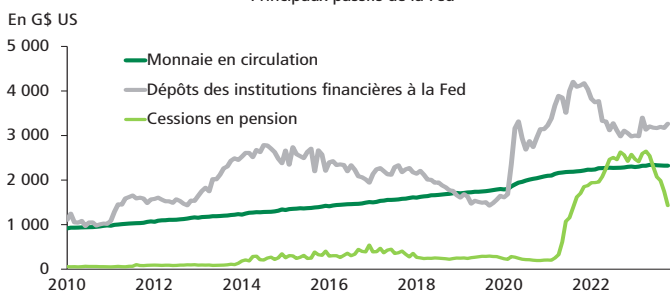
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Mais cela n'est pas la meilleure mesure

La taille des bilans des banques centrales donne une idée de la façon dont le niveau évolue, mais ne constitue pas la meilleure mesure. Pour être plus précis, il est préférable de regarder du côté du passif des banques centrales, notamment du côté des dépôts des institutions financières auprès des banques centrales. En théorie, ces dépôts correspondent à un surplus d'argent qui pourrait être redéployé dans le système financier pour soutenir la croissance du crédit. Les banques centrales utilisent aussi parfois des opérations de cessions en pension pour éponger une partie du surplus de liquidité. Ces opérations sont des ventes de titres, avec promesse de les racheter plus tard, ce qui retire temporairement de l'argent du système financier. La Fed utilise beaucoup ces opérations (graphique 10).

GRAPHIQUE 10
La Fed a fortement utilisé les opérations de cession en pension

Principaux passifs de la Fed

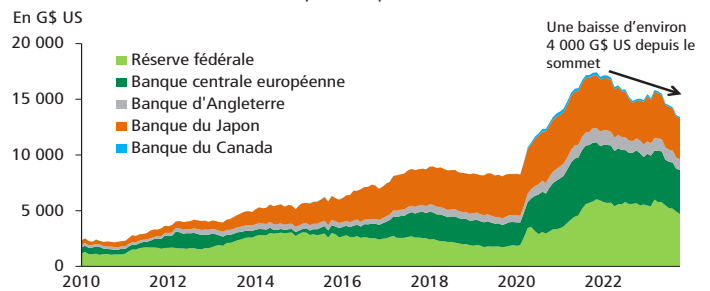


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Pour les cinq principales banques centrales traitées ici, le surplus de liquidité a atteint un sommet de près de 17 500 G\$ US à la fin de 2021. Depuis, ce surplus a fondu d'un peu plus de 4 000 G\$ US, soit moins que la diminution de la taille des bilans (graphique 11). Cela peut sembler contre-intuitif, car on pourrait penser que l'excès de liquidité devrait baisser au moins aussi vite que la taille de l'actif des banques centrales. Il devrait même diminuer plus rapidement en considérant que l'argent en circulation, qui constitue aussi un passif des banques centrales, tant à augmenter au fil du temps. Cela dit, la croissance de l'argent en circulation a considérablement ralenti dans la dernière année et est même passée en territoire négatif en zone euro et au Royaume-Uni (graphique 12). L'effet n'est cependant pas assez important pour expliquer pourquoi l'excès de liquidité a moins diminué que l'actif des banques centrales.

GRAPHIQUE 11
Le surplus de liquidité a diminué moins rapidement que la taille des bilans

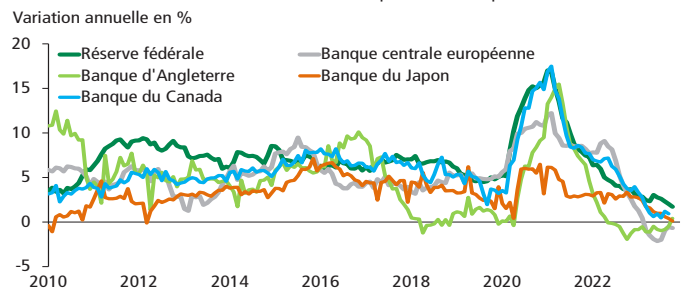
Surplus de liquidité*



* Dépôts des institutions financières auprès des banques centrales et cessions en pension. Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 12
La croissance de l'argent en circulation a considérablement ralenti

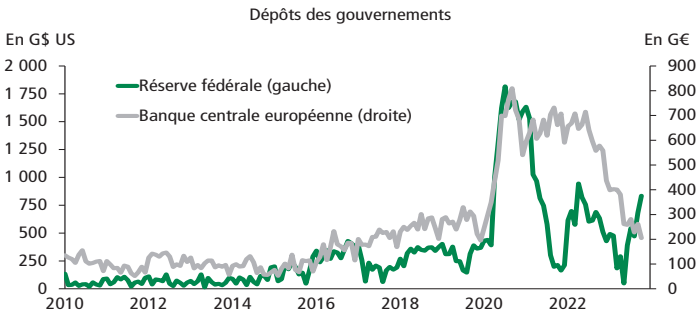
Monnaie en circulation inscrite au passif des banques centrales



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'explication réside dans d'autres postes du bilan des banques centrales, notamment du côté des dépôts gouvernementaux, également inscrits au passif. Ces dépôts ont été très volatils dans les dernières années et ces variations se chiffrent en centaines de milliards de dollars pour la Fed et en centaines de milliards d'euros pour la BCE (graphique 13 à la page 5). Si ces dépôts baissent fortement, cela laisse moins de place à une diminution d'autres postes du passif des banques centrales. Un autre

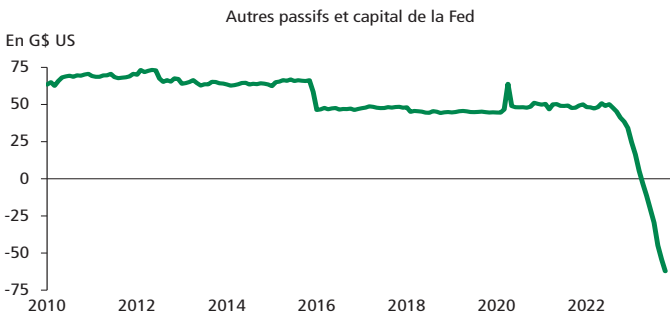
GRAPHIQUE 13
La volatilité des dépôts des gouvernements a été très élevée ces dernières années



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

élément intéressant à noter est que les forts mouvements de taux d'intérêt minent la rentabilité des banques centrales. Ces dernières doivent souvent payer plus d'intérêt sur leurs dépôts qu'elles ne reçoivent de revenus sur leurs actifs. Aux États-Unis, on voit bien l'effet de cette baisse de rentabilité alors que la valeur du capital de la Fed, qui est inscrit au passif, est passée en territoire négatif (graphique 14).

GRAPHIQUE 14
La Réserve fédérale perd maintenant de l'argent et cela se reflète dans la valeur de son capital



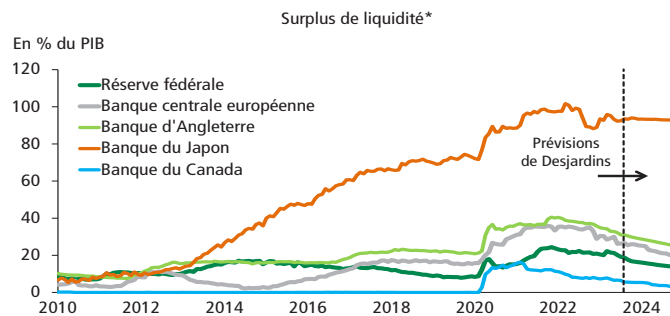
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Prévoir le surplus de liquidité peut donc rapidement devenir complexe. Pour l'exercice actuel, nous nous sommes limités à quelques hypothèses. Essentiellement, le surplus de liquidité devrait fondre proportionnellement avec la diminution de la taille des bilans l'an prochain. Nous avons aussi ajouté un léger effet provenant de la croissance de la monnaie en circulation en supposant que cette croissance convergerait vers 2 % en 2024, ce qui demeurerait faible d'un point de vue historique. Il est difficile de prévoir comment les dépôts des gouvernements évolueront. Pour la BCE, le niveau actuel semble déjà se situer près de sa moyenne d'avant la pandémie. Ce sont surtout les dépôts gouvernementaux auprès de la Fed qui semblent encore nettement plus hauts que la moyenne, militant pour une hypothèse de réduction de ceux-ci d'environ 300 G\$ US. Aucune hypothèse n'a été faite pour le capital de la Fed et l'impact de

la perte de rentabilité chez les autres banques centrales. Nous supposons que les autres postes du bilan restent constants.

Ainsi, d'ici la fin de l'an prochain, nous prévoyons une diminution d'environ 1 200 G\$ US du surplus de liquidité, incluant l'effet des mouvements de taux de change. En ramenant le tout en fonction du PIB nominal, on constate des baisses importantes, mais aucune banque centrale ne regagnerait encore son niveau d'avant la pandémie (graphique 15). L'écart serait d'environ 3 % pour la BCE, la BoE et la BdC.

GRAPHIQUE 15
Le surplus de liquidité devrait encore baisser de l'équivalent de plusieurs points de pourcentage du PIB en 2024



* Dépôts des institutions financières auprès des banques centrales et cessions en pension.
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Où se situe le point d'équilibre?

Est-ce que revenir au niveau d'avant la pandémie serait suffisant? Ce n'est pas certain. La Fed pourrait fort probablement s'accommoder d'un tel dénouement alors qu'elle semblait à l'aise avec le surplus de liquidité qu'elle avait à l'époque. Un niveau équivalent pourrait être atteint vers la fin de 2025 ou le début de 2026 si la tendance baissière se poursuivait sensiblement au même rythme.

Pour la BCE et la BoE, l'équilibre est probablement plus bas que le niveau d'avant la pandémie. À l'époque, ces deux banques centrales n'avaient pas eu le temps d'essayer de réduire significativement leur surplus de liquidité. Si elles décidaient toutes les deux de revenir à un niveau comparable à l'équilibre trouvé par la Fed avant la pandémie, cela pourrait prendre quelques années de plus pour y arriver.

La BdC se démarque par le fait qu'elle n'avait pas de surplus de liquidité avant la pandémie. Il est probable qu'elle ne souhaitera pas effacer complètement le surplus actuel, notamment en raison de l'entrée en vigueur du système de paiement en temps réel et du nouveau cadre opérationnel avec un taux plancher qui est maintenant utilisé (taux des fonds à un jour est égal au taux sur les dépôts). Dans une récente [recherche](#), un surplus entre 20 et 60 G\$ CAN a été évoqué, lequel pourrait être atteint en 2025 au rythme actuel.

Quant à la BoJ, celle-ci n'a pas encore officiellement commencé son resserrement monétaire. On est donc encore loin d'une réduction significative de la taille de son bilan et du surplus de liquidité qu'elle maintient. Celui-ci dépasse actuellement 90 % du PIB japonais.

Les implications

En conclusion, le surplus de liquidité est encore important et le processus de réduction en cours devrait se poursuivre en 2024 et possiblement plus longtemps. D'ici la fin de l'an prochain, c'est l'équivalent de près de 1 200 G\$ US qui pourrait être retiré du système financier, et cela, en prenant en compte nos prévisions d'appréciation de plusieurs monnaies contre le dollar américain. En ne supposant aucun mouvement de change, le montant devient plus important et pourrait même dépasser le déficit public prévu aux États-Unis pour l'an prochain (environ 1 500 G\$ US selon les plus récentes prévisions du [Congressional Budget Office](#)).

Il s'agit donc d'une somme non négligeable qui pourrait avoir une incidence sur les taux obligataires. Durant la pandémie, les importants déficits publics ont été financés en partie par les banques centrales, qui ont créé de la nouvelle monnaie pour acheter massivement des titres. Cela a contribué à affaiblir les taux obligataires. C'est maintenant la mécanique inverse que l'on observe. Ce ne sera possiblement pas suffisant pour empêcher une réduction des taux obligataires l'an prochain, mais cela pourrait limiter l'amplitude des baisses.

Il s'agira d'un facteur parmi tant d'autres pouvant influencer les taux obligataires. Il y aura aussi l'évolution anticipée des taux directeurs, l'ampleur des déficits publics, les besoins de financement du secteur privé, la propension des ménages à épargner et l'appétit des investisseurs étrangers pour ces nouveaux titres.

Enfin, le fait que la Fed utilise grandement les opérations de cession en pension pourrait constituer un facteur atténuant. Il faut comprendre que la Fed se trouve déjà à retirer temporairement une partie de la liquidité excédentaire avec ce type d'opérations. Celles-ci totalisent actuellement plus de 1000 G\$ US. Si la réduction du bilan de la Fed se fait essentiellement en contrepartie d'une diminution des cessions en pension en 2024, les marchés pourraient avoir une plus grande facilité à absorber l'afflux de titres, quoique cela les oblige à prendre plus de risque en termes de durée. Éventuellement, la Fed pourrait devoir réduire les dépôts excédentaires des institutions financières, probablement en 2025. Toutefois, cette baisse pourrait s'avérer limitée, car la Fed approcherait alors un surplus de liquidité équivalent à celui observé en 2019 en pourcentage du PIB.