

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

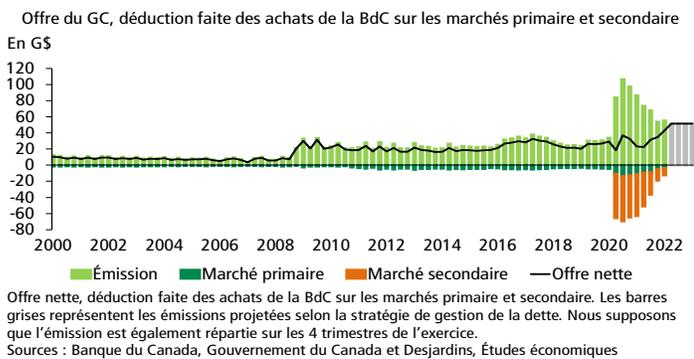
Bilan de la BdC : un régime strict sans obligations

Par Tiago Figueiredo, associé – stratégie macroéconomique et Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique

Après s'être empiétre de titres à revenu fixe canadiens, le bilan de la Banque du Canada (BdC) suit maintenant officiellement un régime sans obligations. Dans le but de réduire ses avoirs à mesure que les actifs arrivent à maturité et disparaissent de son bilan, elle a cessé d'acheter des obligations du gouvernement du Canada (GC) sur les marchés primaire et secondaire.

Cela contraste nettement avec les deux dernières années, pendant lesquelles elle a englouti une partie importante des obligations sur les marchés primaire et secondaire. Pendant la pandémie, le premier programme d'assouplissement quantitatif de la BdC a vu ses avoirs obligataires du gouvernement du Canada passer de 90 G\$ à 430 G\$. Comme elle se retire de ces achats dans le cadre de son resserrement quantitatif, les émissions nettes d'obligations sur le marché correspondront aux émissions brutes. Cela signifie que l'offre nette d'obligations du gouvernement du Canada (GC) devrait augmenter considérablement au cours du présent exercice (graphique 1).

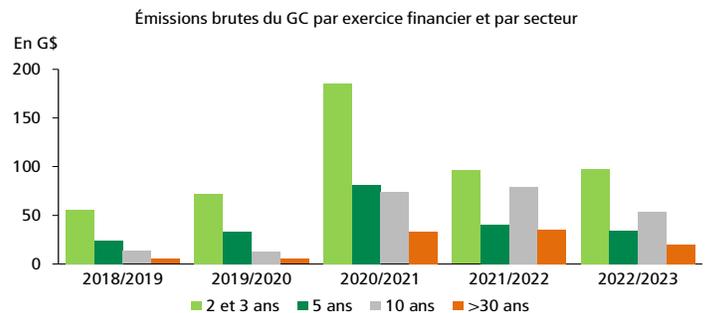
GRAPHIQUE 1
L'offre nette sera égale à l'offre brute pour l'exercice 22-23



Les émissions brutes perdent également du poids

Les émissions brutes devraient diminuer cette année, reflétant la baisse du déficit fédéral, ce qui compensera en partie l'incidence du resserrement quantitatif sur l'offre nette. L'offre brute d'obligations du GC prévue pour l'exercice 2022-2023 s'élève à 212 G\$, soit une réduction de 43 G\$ par rapport à l'exercice précédent. Le repli des émissions brutes d'obligations sera plus prononcé à l'extrémité longue de la courbe (graphique 2), même si l'offre y demeurera élevée par rapport aux niveaux d'avant la pandémie.

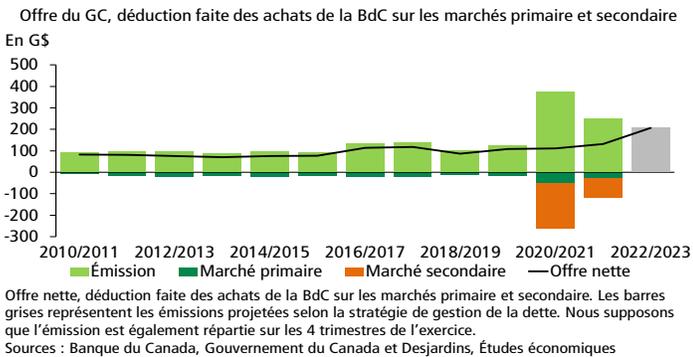
GRAPHIQUE 2
L'offre brute d'obligations du GC sera inférieure à celle des années précédentes



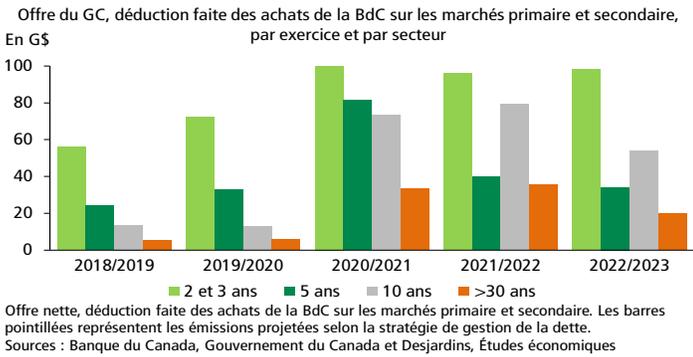
Ainsi, malgré la réduction des émissions brutes d'obligations du GC, l'offre nette atteindra au cours du présent exercice son niveau le plus haut jamais enregistré (graphique 3 à la page 2). Ce n'est pas une étape difficile à franchir. La BdC s'est montrée tellement gourmande avec ses achats que ceux-ci ont fait en sorte que l'augmentation importante des émissions brutes de titres d'emprunt au cours des deux dernières années a à peine entraîné un léger sursaut de l'offre nette sur le marché.

L'augmentation de l'offre sera surtout visible dans les parties à court et à moyen terme de la courbe (graphique 4 à la page 2).

GRAPHIQUE 3
L'offre nette d'obligations du GC atteint un niveau record



GRAPHIQUE 4
L'offre nette sera la plus importante dans les secteurs à 2 et à 10 ans

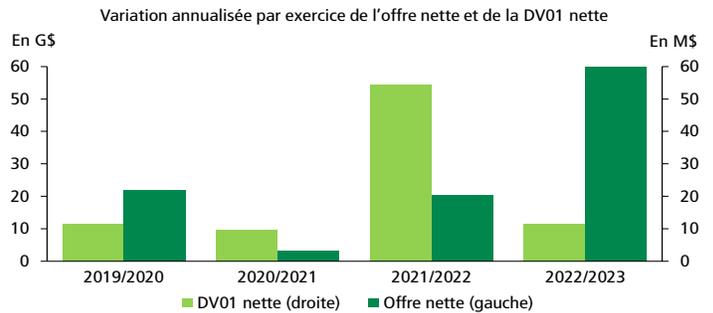


Même si l'offre nette devrait également diminuer pour atteindre le secteur des 30 ans et plus, la baisse ne sera que marginale.

Compte tenu de la tendance vers des émissions à plus court terme, l'augmentation de la DV01¹ nette par rapport à l'exercice précédent ne semblera pas aussi prononcée que l'augmentation de l'offre nette en dollars (graphique 5). Mais parce qu'il y a eu une forte augmentation l'année dernière avec l'étalement de l'émission de titres de créance, la DV01 nette sur le marché atteindra également son plus haut niveau jamais enregistré.

En raison de la persistance d'importantes émissions à long terme par rapport à avant la pandémie, l'échéance moyenne pondérée des obligations en circulation passera à environ 7 ans, contre moins de 6 ans avant la pandémie. Toutefois, le virage vers les émissions à court terme signifie que l'échéance moyenne pondérée des obligations en circulation sera encore inférieure

GRAPHIQUE 5
La variation de l'offre nette est plus importante que celle de la DV01 nette



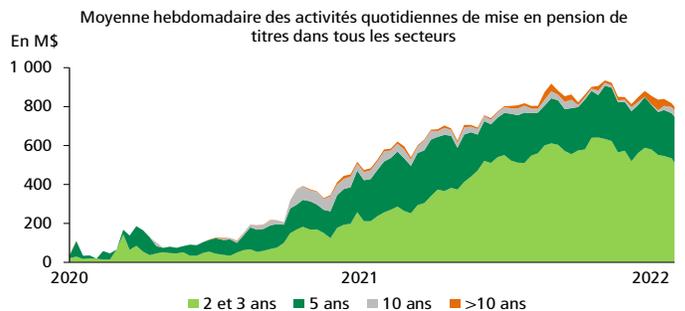
d'un an à ce qui était prévu dans la stratégie de gestion de la dette de l'an dernier.

Une indigestion persistante?

La fin des achats sur le marché primaire par la BdC laissera également cette dernière avec moins d'obligations de référence pour ses prêts. Par conséquent, il est probable que les participants au marché soient plus présents aux enchères pour se protéger de façon proactive contre les perturbations du marché.

Certaines obligations de référence se sont négociées à des taux négatifs dans le cadre de prises en pension au cours de la dernière année, et les activités de prise en pension de titres de la BdC continuent d'afficher une forte demande pour les obligations à court terme (graphique 6). Il est possible que l'augmentation de l'offre nette à court terme atténue certaines de ces tensions. Toutefois, la BdC a maintenu la porte grande ouverte à de nouveaux achats d'obligations aux enchères si le fonctionnement du marché demeure difficile.

GRAPHIQUE 6
Le programme de mise en pension de titres de la BdC continue d'afficher une forte demande pour le secteur < 5 ans



¹ La DV01 est une mesure de la sensibilité du prix d'une obligation à de faibles variations des taux d'intérêt et constitue un indicateur que de nombreux acteurs du marché utilisent pour gérer le risque.

Une question de (ré)équilibre

L'assouplissement quantitatif de la BdC n'a pas changé la donne pour les rendements obligataires. La plupart des estimations suggèrent que le programme d'assouplissement quantitatif a fait baisser le rendement de référence à 10 ans d'environ 10 à 20 points de base, le reste provenant soit de facteurs mondiaux tels que le programme d'assouplissement quantitatif de la Fed, soit d'attentes moindres quant à la trajectoire future du taux directeur.

Ainsi, les politiques de resserrement quantitatif de la BdC pourraient ne pas faire grand-chose pour augmenter les taux sans risque, en particulier si l'on considère que les émissions d'obligations du gouvernement du Canada seront axées sur le court terme. Les facteurs mondiaux et les attentes croissantes à l'égard du taux directeur ont probablement contribué davantage à la hausse des taux au Canada, et pourraient continuer de le faire dans les mois à venir.

Cela dit, le programme de resserrement quantitatif de la BdC pourrait avoir des effets plus marqués sur d'autres actifs par l'entremise du rééquilibrage du portefeuille. Le secteur privé devra détenir davantage d'obligations du gouvernement du Canada et, par conséquent, les investisseurs pourraient devoir réduire leur exposition à d'autres actifs.

Étant donné que la BdC n'a pas d'expérience en matière de resserrement quantitatif, il y aura certainement au moins quelques conséquences imprévues. Reste à savoir si elles la pousseront à abandonner son régime strict sans obligations.