

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

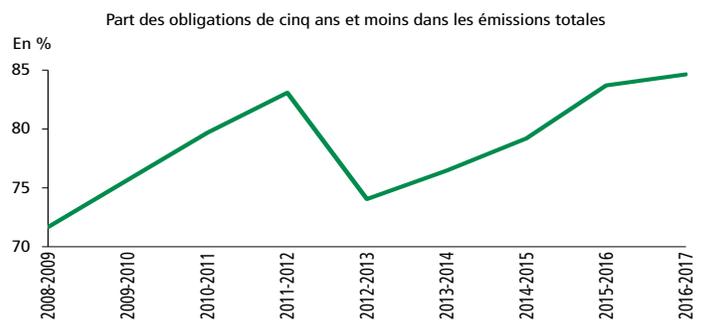
À quoi les investisseurs des marchés obligataires doivent-ils s'attendre de la stratégie de gestion de la dette fédérale?

Le ministre des Finances fédéral déposera le 22 mars son budget pour l'exercice financier 2017-2018, et les investisseurs en obligations canadiennes auront à l'œil l'évolution du programme d'emprunt. Si le volume total d'émissions d'obligations ne devait pas trop dévier de celui de l'an dernier, on peut se demander si le gouvernement continuera de favoriser autant l'émission de titres de court terme. Ce *Point de vue économique* dresse un court bilan du dernier exercice financier au chapitre des émissions du gouvernement fédéral, et donne un aperçu du programme d'émission probable pour l'exercice qui débutera le 1^{er} avril. Si le gouvernement peut aisément distribuer ses émissions selon des paramètres similaires à ceux du dernier exercice financier, il y a aussi des arguments qui militent en faveur d'une augmentation des émissions de dette à plus long terme.

Le ministre des Finances fédéral déposera bientôt son budget de 2017 et les investisseurs du marché obligataire évalueront les changements potentiels au programme d'émission d'obligations. Le budget de l'année dernière représentait un point tournant en ce que le solde budgétaire était passé d'une position plus ou moins équilibrée en 2015-2016 à un déficit prévu à 29,4 G\$ en 2016-2017. Cette projection a ensuite été ajustée à 25,1 G\$ dans la mise à jour économique et budgétaire de l'automne. Les implications pour le programme d'émission d'obligations ont été significatives, car le retour à des déficits plus importants coïncidait avec une augmentation de la dette arrivant à échéance.

Le résultat a été que le montant brut d'obligations émises est passé de 92 G\$ en 2015-2016 à 133 G\$ en 2016-2017. Une bonne partie de cette augmentation s'est traduite en une hausse des émissions d'obligations de deux et de cinq ans. La fréquence et la taille des adjudications des obligations de deux ans ont été augmentées à de nouveaux sommets. En effet, 16 adjudications d'obligations de deux ans ont eu lieu à une moyenne de 3,9 G\$ par adjudication. La fréquence des adjudications d'obligations de cinq ans a été maintenue à 8 par année, mais la taille moyenne est passée de 3,35 G\$ à 3,75 G\$, un nouveau sommet. De surcroît, le gouvernement a réactivé le programme d'obligations de trois ans, en tenant 6 adjudications, pour une moyenne de 3,25 G\$ par adjudication. L'accent ainsi mis sur l'offre de titres de court terme a fait en sorte que la part des émissions brutes constituées d'obligations à échéance allant jusqu'à cinq ans est passée à 85 %, soit un record (graphique 1).

GRAPHIQUE 1
Les obligations de court terme ont pris une part grandissante du volume total d'émissions



Sources : Ministère des Finances du Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Scénario de base pour 2017-2018 : peu de changements

Dans la prochaine Stratégie de gestion de la dette, annexée au budget fédéral, les paramètres généraux pour l'émission d'obligations devraient être relativement semblables à ceux de l'an dernier. Avec des besoins de refinancement de seulement 5 G\$ inférieurs à l'an dernier et en supposant un déficit de 30 G\$ (la mise à jour de l'automne pointait vers 27,8 G\$ avant l'incorporation d'une réserve pour éventualités), la taille du programme obligataire global sera vraisemblablement de l'ordre de 125 G\$ à 135 G\$, tout dépendamment de la variation à l'encours des bons du Trésor. Cela signifie donc que les émissions au cours de l'exercice 2017-2018 seraient d'un ordre de grandeur

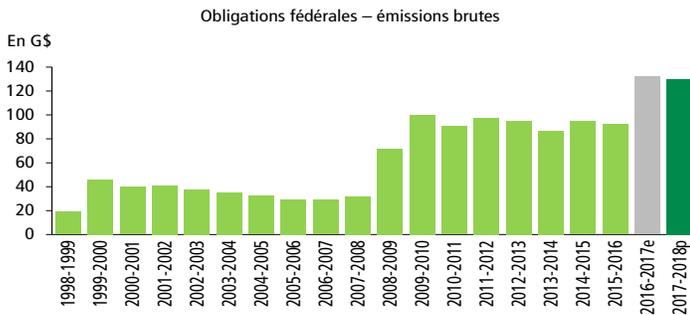
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Jimmy Jean, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

similaire à l'an dernier, en faisant l'un des programmes d'émission les plus étoffés des dernières années (graphique 2).

GRAPHIQUE 2
Le volume d'émissions devrait demeurer élevé

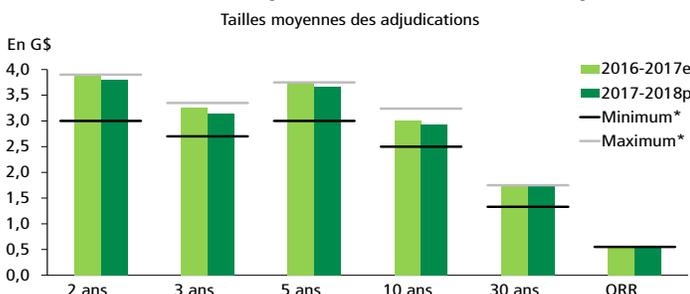


e : estimations de Desjardins; p : prévisions de Desjardins
Sources : Ministère des Finances du Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

On peut présumer que la répartition par échéance du volume d'émissions prévues sera assez semblable à celle de l'exercice précédent. À vrai dire, même un programme d'émission de 125 G\$ (c'est-à-dire une réduction plus importante au programme d'emprunt) ne nécessiterait qu'une réduction de 267 000 \$ en moyenne par adjudication pour les obligations de deux à cinq ans, si l'on suppose des tailles inchangées pour les autres échéances. Un programme d'émission de 130 G\$ réduirait les tailles moyennes de seulement 100 000 \$. Étant donné qu'à l'heure actuelle la taille des adjudications à ces échéances est historiquement élevée, le gouvernement dispose de suffisamment de latitude pour effectuer des ajustements à leur volume, sans qu'il soit nécessaire d'en réduire le nombre.

Sous un hypothétique programme de 130 G\$, et en prenant en compte le refinancement de la dette et les rachats, nous évaluons que la taille des adjudications pour la plupart des termes diminuerait légèrement par rapport à l'exercice 2016-2017, et demeurerait à des niveaux historiquement élevés (graphique 3).

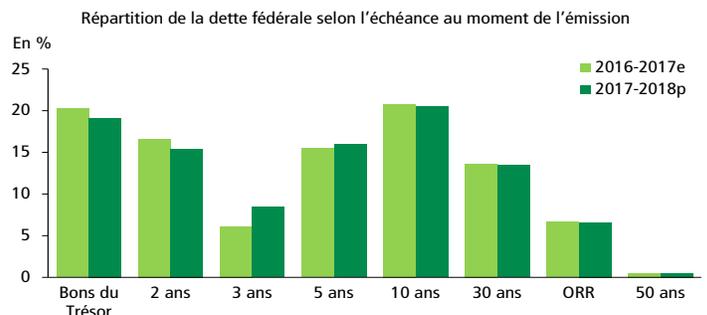
GRAPHIQUE 3
Les tailles des adjudications pourraient baisser, mais devraient tout de même demeurer proches de leurs sommets d'après-crise



e : estimations de Desjardins; p : prévisions de Desjardins; ORR : obligations à rendement réel;
* Entre les exercices financiers 2008-2009 et 2016-2017.
Sources : Ministère des Finances du Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

La composition de l'encours de la dette ne changerait ainsi que de façon marginale, ne serait-ce que pour continuer de refléter une augmentation de l'allocation aux obligations de trois ans (graphique 4). En outre, des obligations de trois ans continueront d'être émises, tandis que celles qui ont été distribuées au cours de l'exercice 2016-2017 commenceront seulement à atteindre leur échéance en septembre 2019.

GRAPHIQUE 4
La répartition de la dette du gouvernement selon l'échéance devrait ressembler à celle de l'exercice 2016-2017



e : estimations de Desjardins; p : prévisions de Desjardins; ORR : obligations à rendement réel
Sources : Ministère des Finances du Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Scénario alternatif : profiter des taux de long terme encore faibles

Un autre scénario qui n'est pas trop difficile d'envisager consisterait à mettre un accent additionnel sur les émissions à long terme. Certains ont questionné la décision prise l'an dernier de rehausser principalement l'émission d'obligations à court terme, étant donné que le déficit était en partie motivé par un programme rehaussé d'investissements en infrastructures publiques.

Cette situation n'est toutefois pas sans précédent. En 2009, en dépit de l'augmentation des engagements en infrastructures, l'allocation du volume d'émissions brutes aux échéances de 10 et 30 ans avait baissé au profit d'une allocation accrue aux obligations de 5 ans. L'augmentation des émissions d'obligations de 5 ans avait également été motivée par le financement du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés, une initiative d'assouplissement de crédit (*credit easing*).

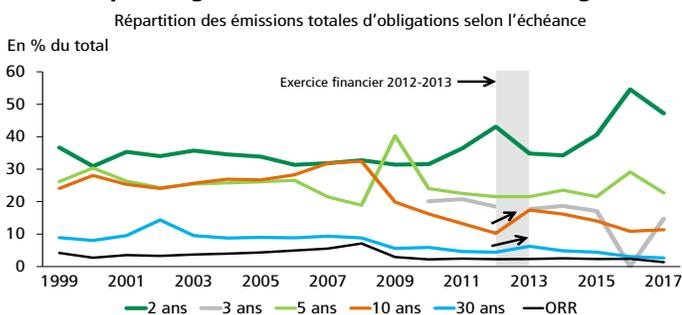
Cela démontre que les gestionnaires de la dette du gouvernement ne sont pas liés à des considérations strictes d'appariement actif-passif dans leurs choix quant à la répartition des échéances. Même qu'il s'agit plutôt d'un problème d'optimisation complexe qui prend en compte divers facteurs, tels que le risque de refinancement, les coûts d'emprunt, le risque budgétaire et l'incidence sur le marché¹. Les résultats de

¹ Marc LARSON et Étienne LESSARD, *L'élaboration d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme pour le gouvernement canadien*, Banque du Canada, *Revue de la Banque du Canada*, été 2011, p. 47-54.

cet exercice ont notamment incité les autorités émettrices à privilégier l'émission dans les portions courte et médiane de la courbe ces dernières années.

Cela dit, les gestionnaires de la dette ne se fient pas uniquement aux modèles. Le jugement et les commentaires des participants au marché font également partie du processus décisionnel. Par exemple, la seule fois où le gouvernement a décidé d'augmenter les émissions de 10 et de 30 ans, depuis la crise, a été au cours de l'exercice 2012-2013 (graphique 5). Les taux obligataires avaient fortement chuté au cours de l'année précédente (de plus de 100 points de base sur un an pour les obligations de 10 ans) et, dans le cadre des consultations sur la gestion de la dette qui ont lieu chaque année entre les autorités émettrices et les participants au marché, ces derniers avaient indiqué une forte demande pour les obligations à plus long terme.

GRAPHIQUE 5
En 2012-2013, les gestionnaires de la dette avaient dérogé de la tendance pour augmenter les émissions de dette à long terme



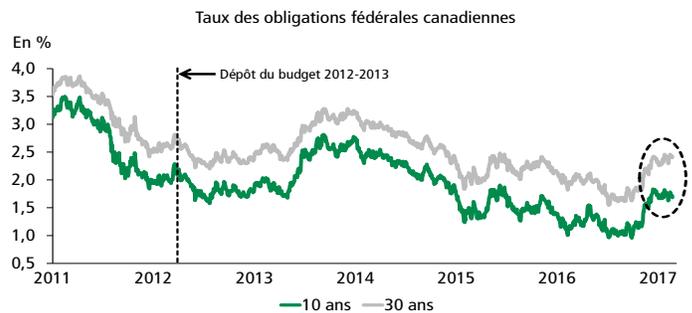
Sources : Ministère des Finances du Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Le gouvernement a ainsi saisi l'occasion de pouvoir contracter des frais d'emprunt à long terme historiquement. Au cours de l'exercice 2012-2013, le nombre d'adjudications de 10 ans était passé à six (contre quatre au cours de l'exercice précédent). Les tailles pour les enchères de 10 ans avaient également été augmentées, d'une moyenne de 2,6 G\$, à 2,9 G\$. Lors de cet exercice, il y avait également eu quatre adjudications de 30 ans (par rapport à trois précédemment), bien que dans ce cas, les tailles des enchères n'avaient pas été modifiées.

Si l'on considère les conditions actuelles, même si les coûts d'emprunt ont augmenté depuis les élections américaines de novembre dernier, ils sont encore bas. À vrai dire, les coûts d'emprunt à plus long terme sont encore plus bas aujourd'hui qu'au moment où le gouvernement avait jugé bon d'en prendre davantage, en 2012-2013 (graphique 6).

Actuellement, les marchés financiers anticipent déjà davantage d'inflation comparativement aux récentes années, et ils surveillent de près le risque qu'une politique budgétaire expansionniste aux États-Unis amène des pressions inflationnistes supplémentaires,

GRAPHIQUE 6
Les coûts d'emprunt restent légèrement plus bas que la dernière fois où l'émission de dette à long terme avait été augmentée

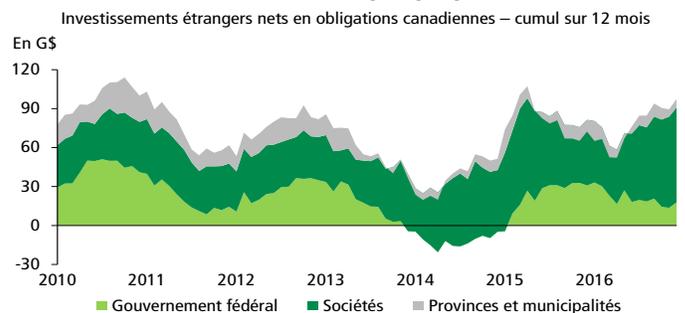


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

qui forceraient la Réserve fédérale (Fed) à resserrer sa politique monétaire plus rapidement que les marchés ne l'escomptaient encore tout récemment. Ainsi, le moins que l'on puisse dire est que le risque à la hausse aux coûts d'emprunt gouvernementaux est plus important qu'il ne l'a été au cours des dernières années. L'expérience récente renforce la perception selon laquelle les taux à long terme au Canada auraient du mal à échapper à un mouvement haussier important des taux au sud de la frontière.²

Des changements dans la demande d'obligations canadiennes sont également des éléments à considérer. Le mouvement de diversification des réserves de change entrepris par certains pays après la crise a constitué à un certain moment un important facteur de demande pour les obligations canadiennes. Or, voilà que des pays comme la Chine et le Japon en sont aujourd'hui à liquider leurs réserves. Ce changement de cap pourrait d'ailleurs en partie expliquer la baisse de l'achat d'obligations du gouvernement fédéral canadien par les étrangers récemment (graphique 7).

GRAPHIQUE 7
L'appétit des investisseurs étrangers pour des obligations fédérales canadiennes a diminué quelque peu en 2016



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

² *La corrélation avec les taux d'intérêt américains est-elle trop forte?*, Desjardins, Études économiques, *Nouvelles économiques*, 19 janvier 2017, 1 p.

Ces changements ne sont pas sans implications pour les obligations à certaines échéances. Par exemple, les fonds de réserve de change privilégient surtout les obligations à maturité de cinq ans ou moins. Si leur appétit s'érodait encore plus rapidement, il pourrait être quelque peu moins intéressant pour le gouvernement d'émettre massivement à cette échéance, comparativement aux dernières années.

En revanche, on peut s'attendre à ce que les fonds de pension et les compagnies d'assurance demeurent des acheteurs fidèles d'obligations de long terme, notamment pour leurs besoins d'appariement. Pour pallier le risque de refinancement, tout en profitant de taux de long terme faibles, il n'est donc pas entièrement impossible que le gouvernement décide d'accroître la part du volume d'émissions d'obligations dédiées au long terme. Toutefois, l'ampleur de quelconques ajustements serait fort probablement modeste étant donné que le gouvernement accorde beaucoup d'importance à une certaine continuité.

Conclusion

Il sera intéressant de voir si le gouvernement choisit une nouvelle fois de prendre avantage des coûts d'emprunt de long terme encore historiquement attrayants. Il pourrait y avoir une accentuation de la courbe si les autorités émettrices décidaient d'aller dans cette direction, mais elle serait probablement légère. Dans une perspective plus large, des taux directeurs américains plus élevés, une réduction de la taille et de la durée moyenne du bilan de la Fed, ainsi qu'une politique budgétaire à effets potentiellement inflationnistes aux États-Unis sont autant de facteurs qui seraient beaucoup plus susceptibles de causer un mouvement brusque de la courbe.

Jimmy Jean, CFA, économiste principal