

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Vision stratégique : le resserrement quantitatif devrait prendre fin en 2025, mais pas de retour à des achats d'obligations avant 2026

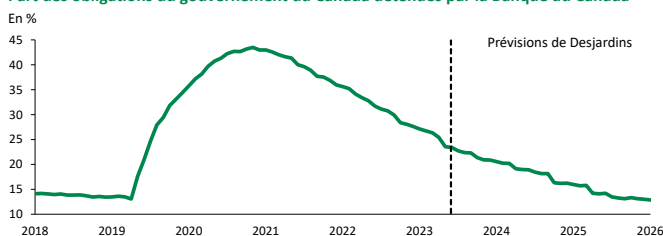
Par Tiago Figueiredo, stratège macro

La Banque du Canada (BdC) suit un régime très strict, et celui-ci fonctionne. Depuis le début de son programme de resserrement quantitatif, il y a plus de deux ans, la banque centrale du Canada s'est départie de la moitié de son bilan, réduisant rapidement les soldes de règlement auparavant gonflés. Malgré cela, la BdC cherche encore à alléger son bilan, et le resserrement quantitatif se poursuivra vraisemblablement au moins jusqu'en avril 2025. D'ici là, la BdC se sera départie de 26 G\$ CAN d'obligations additionnelles, et elle devrait alors détenir seulement 18 % des obligations du gouvernement du Canada en circulation, après un sommet à près de 45 % (graphique 1). Cependant, même lorsque le resserrement quantitatif prendra fin, il pourrait s'écouler un certain temps avant que la BdC recommence à acheter des obligations. Cela mettra de la pression sur le secteur privé, qui devra absorber la quantité record prévue d'obligations arrivant sur le marché.

Graphique 1

La part des obligations du gouvernement du Canada détenues par la Banque du Canada devrait encore diminuer

Part des obligations du gouvernement du Canada détenues par la Banque du Canada



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

Alors, qu'est-ce qui a changé?

L'utilisation réussie des outils opérationnels par les décideurs monétaires augmente les probabilités que les soldes de règlement s'approchent de leur niveau cible.

Devant l'augmentation des pressions de financement en début d'année, certains économistes en ont appelé à une fin hâtive du resserrement quantitatif. Cependant, les opérations de prise en pension à un jour et la réintroduction de l'adjudication des dépôts à terme du Receveur général ont permis d'atténuer les pressions sur le financement à court terme. Par conséquent, la BdC peut continuer de retirer des liquidités du système financier par l'entremise de son programme de resserrement quantitatif dans le but de ramener les soldes de règlement dans une fourchette de 20 à 60 G\$ CAN.

Pour limiter les tensions sur les marchés de financement, la Réserve fédérale réduit son bilan plus lentement, en réinvestissant une partie des actifs arrivant à échéance chaque mois. Mais les obligations au bilan de la BdC arrivent à échéance par vague, ce qui rend plus difficile une telle réduction progressive. Par conséquent, le

resserrement quantitatif au Canada fonctionne davantage comme un interrupteur : il roulera à plein régime jusqu'à ce que les autorités y mettent fin. Les décideurs auront donc recours aux outils opérationnels pour atteindre le niveau souhaité de soldes de règlement et à condition qu'il n'y ait pas de pressions non désirées sur les coûts de financement. Selon nos prévisions révisées, la BdC mettra fin à son programme de resserrement quantitatif en avril 2025, au moment où une vague de financements hypothécaires à bas taux d'intérêt commenceront à être renouvelés à des taux élevés. Les soldes de règlement devraient alors se situer légèrement au-dessus de la limite supérieure de la fourchette cible de la banque centrale.

La BdC souhaite avoir un bilan non seulement plus modeste, mais aussi plus diversifié. Aujourd’hui, les obligations du gouvernement du Canada représentent la presque totalité de ses actifs, un héritage du programme d’assouplissement quantitatif mis en œuvre pendant la pandémie. Cela contraste fortement avec le bilan d’avant la COVID-19, qui comportait à la fois des obligations et des bons du Trésor du gouvernement du Canada ainsi que des opérations de prise en pension à plus d’un jour (graphique 2). Plus tôt cette année, le sous-gouverneur Toni Gravelle a proposé une feuille de route vers une normalisation du bilan de la BdC. Il a fait remarquer que la banque centrale fera d’abord des adjudications de titres pris en pension. Après avoir rebâti un portefeuille suffisant de ces titres, la BdC travaillera à l’ajout de bons du Trésor du gouvernement du Canada. La dernière étape consistera à recommencer à acheter des obligations du gouvernement fédéral. Nous supposons que la banque centrale vise à atteindre une composition d’actifs similaire à celle d’avant la pandémie.

obligations du gouvernement du Canada détenues par la BdC en termes de durée (DV01), on observe que leur valeur reste élevée en proportion de toutes les obligations en circulation. Cela est dû au fait de l’échéance moyenne pondérée plus longue de son portefeuille d’obligations, attribuable aux obligations à long terme achetées dans le cadre de son programme d’assouplissement quantitatif.

Lorsque la BdC recommencera à acheter des obligations, ses achats seront guidés par trois principes clés : prudence, transparence et neutralité. Pour respecter ces principes, elle s’en tiendra vraisemblablement à ce qui a fonctionné par le passé et achètera une part fixe d’obligations émises dans le cadre d’adjudications sur le marché primaire. Selon nos calculs, l’achat d’environ 5 % à 7 % des adjudications serait suffisant pour suivre la croissance naturelle de son passif, attribuable à l’augmentation de la monnaie en circulation.

La fin du programme de resserrement quantitatif risque d’accentuer la courbe des taux

L’achat de bons du Trésor du gouvernement du Canada devrait exercer une pression à la baisse sur leurs taux.

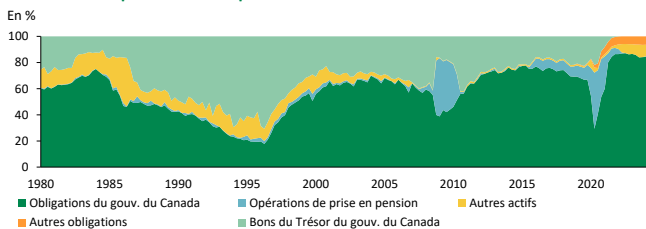
La BdC devra acheter environ 60 G\$ CAN de ces bons (environ 22 % de ceux en circulation) pour les ramener à la part qu’ils avaient dans le bilan avant la pandémie. C’est un montant important. À titre indicatif, les principaux détenteurs de bons du Trésor du gouvernement du Canada sont les caisses de retraite canadiennes et les non-résidents, qui s’accaparent approximativement 100 G\$ CAN sur un total d’environ 280 G\$ CAN.

D’ici le quatrième trimestre de 2026, la BdC retranchera de son bilan 84 G\$ CAN en obligations du gouvernement du Canada. Depuis le début du resserrement quantitatif, les caisses de retraite canadiennes et les non-résidents ont été les principaux acheteurs de l’offre supplémentaire : ils ont acquis pour près de 100 G\$ CAN depuis le deuxième trimestre de 2022. Mais dans les deux cas, les obligations du gouvernement du Canada demeurent sous-pondérées comparativement à avant la pandémie (graphique 4). Avec les obligations sortant du

Graphique 2

La Banque du Canada souhaite réduire sa détention d’obligations, et ajouter des opérations de prise en pension et des bons du Trésor

Bilan de la Banque du Canada : part des actifs



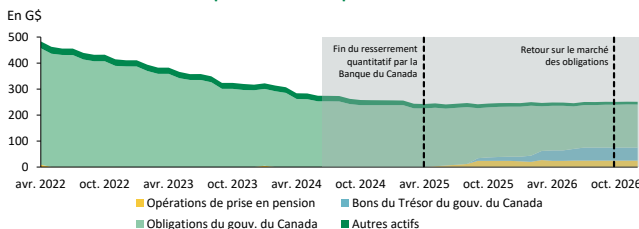
Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Dans ce scénario, la BdC ne recommencerait à acheter des obligations du gouvernement du Canada que vers la fin de 2026 (graphique 3). À ce moment, la part de celles-ci dans ses actifs devrait être revenue à la proportion de 13 % observée avant la pandémie. Cependant, lorsqu’on exprime les

Graphique 3

La Banque du Canada devrait recommencer à acheter des obligations seulement vers la fin de 2026

Détention d’actifs de la Banque du Canada et prévisions

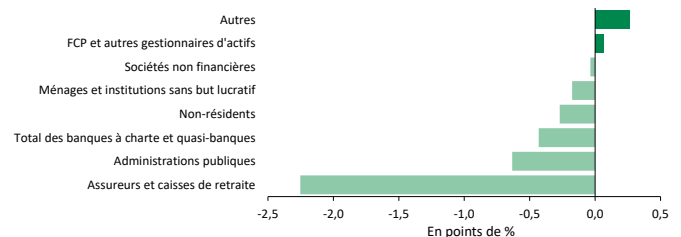


Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 4

Les assureurs et les caisses de retraite détiennent moins d’obligations du gouvernement du Canada

Différence entre la part actuelle des obligations du gouvernement du Canada et le niveau moyen avant la pandémie



FCP : fonds communs de placement
Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

bilan de la BdC et les nouvelles émissions d'obligations records attendues, il faudra probablement un rendement supplémentaire pour permettre une pleine absorption par le secteur privé. Mais l'augmentation de la prime associée à la durée du terme devrait être relativement limitée par une demande encore forte. Au cours des prochaines semaines, nous publierons une analyse portant sur d'autres facteurs qui restreignent l'ampleur de l'accentuation de la courbe comparativement à ce qui s'est produit lors de précédents cycles de baisses de taux.