



Laissez une chance aux ORR

Par Warren Lovely & Stéfane Marion

Enfouie dans l'*Énoncé économique de l'automne* du gouvernement du Canada d'une centaine de pages (publié le 3 novembre) figurait une annexe apparemment anodine de 3 pages servant de mise à jour de la stratégie de gestion de la dette. Dans cette mise à jour plutôt limitée sur les emprunts, deux phrases semblaient signer l'arrêt de mort du programme d'obligations à rendement réel (ORR) du Canada qui existe depuis longtemps :

« Le gouvernement a décidé de mettre fin aux émissions d'obligations à rendement réel (ORR). Cette décision, qui entre immédiatement en vigueur, découle d'une faible demande pour ce produit et permettra au gouvernement de promouvoir la liquidité en consolidant le financement au sein de ses propres secteurs de base. »

– *Énoncé économique de l'automne, page 79 (le gras est de nous)*

Introduction et sommaire

C'est au ministère des Finances de prendre la décision, mais...

Il n'appartient pas aux négociants principaux, aux porteurs d'obligations, aux stratèges spécialistes du secteur public ou aux économistes de fixer la stratégie d'emprunt du gouvernement. Pas plus, soulignons-le, qu'à la Banque du Canada. Mandataire financier du gouvernement, la Banque du Canada organise et fait fonctionner le programme de vente en gros de titres de dettes du gouvernement au Canada par des adjudications régulières d'obligations et des offres de bons du Trésor. La Banque ferait aussi remarquer qu'elle offre des conseils sur la politique concernant « la gestion efficace de cette dette ». Mais ne vous y trompez pas, la responsabilité législative de la dette publique du Canada – décider quand, où et comment le Canada emprunte de l'argent – relève des prérogatives du ministre des Finances, comme le précise la *Loi sur la gestion des finances publiques*.

L'annonce sur les ORR n'est que le dernier ajustement de la stratégie de la dette d'Ottawa alors que le ministère des Finances tient les participants du marché en haleine. Par rapport à la stratégie d'emprunt d'avril (dans le budget 2022), le ministère a géré un programme de bons du Trésor plus maigre que prévu, sabré le programme d'émission d'obligations ultra longues, annoncé une obligation de souveraineté de l'Ukraine axée sur le marché du détail, ouvert la porte à un cadre de référence pour des obligations durables, réinstauré un programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie et jeté l'éponge sur les ORR. La stabilité, semble-t-il, n'est pas la plus haute des priorités, bien que, en toute justice, il faut reconnaître que le terrain économique, financier et géopolitique ne cesse de changer.

Nous ne souhaitons pas disséquer ou commenter *chacune* des décisions ci-dessus. Mais pour nous, il faut la peine de revoir (et d'inverser) l'annulation des ORR.

... il y a de solides arguments pour maintenir les ORR

Objectivement parlant, les ORR ne jouissent pas du même profil de demande que les obligations du Canada nominales. Cela n'a jamais été le cas. Bien que plus restreinte, une base établie d'investisseurs institutionnels (notamment les caisses de retraite canadiennes) a

néanmoins trouvé de la valeur à ce produit. Qui plus est, il pourrait être approprié pour le gouvernement central du Canada de continuer d'offrir aux investisseurs sensibles à l'inflation une protection directe et à faible risque contre l'inflation, libellée dans la monnaie de leur pays, pendant ce qui pourrait être une période prolongée d'inflation supérieure à la cible.

À nos yeux, il ne faut pas accorder une importance exagérée à l'argument de la promotion de la liquidité (par la consolidation des émissions sur les « secteurs de base »). Sur une base annuelle, l'émission des ORR représentait un peu moins de \$1,5 milliard, soit l'équivalent de moins de 1% de l'émission brute actuelle d'obligations. Ce n'est pas rien, bien sûr. Mais, à court terme, remplacer les émissions d'ORR par d'autres émissions dans « les secteurs de base » ne changera pas grand-chose à la question de la liquidité. Si on voulait vraiment promouvoir la liquidité des émissions de référence « de base », éliminer celles de 3 ans qui trouvent chroniquement moins de souscripteurs pourrait être un moyen plus efficace ou efficient de le faire.

Et il ne faudrait pas non plus penser que d'une quelconque manière les finances d'Ottawa s'approchent d'un « état stable ». Jusqu'à aujourd'hui, le PIB nominal bourgeonnant a profité d'une aubaine de revenus comme on n'en voit qu'une par génération, permettant un progrès accéléré dans la résorption du déficit et laissant dans son sillage des besoins de financement nettement réduits. Mais comme la mise à jour de l'automne l'a clairement établi, les risques de ralentissement de l'économie augmentent, ce qui pourrait entraîner des besoins d'émissions plus importants, toutes choses étant égales par ailleurs. Et ce, avant d'envisager toute consolidation possible des emprunts contractés par des entités explicitement garanties par l'État, ce qui, en soi, pourrait entraîner une augmentation structurelle de la taille (et de la liquidité) du programme d'ensemble des obligations du Canada.

Mais l'élément le plus important à considérer est peut-être l'optique inhérente dans laquelle est placée l'annonce du gouvernement. Jadis, l'introduction des ORR était présentée comme un signal anti-inflation par un pays qui essayait de maîtriser la valse des étiquettes et devait réfréner la tentation politique de recourir à des mesures de stimulation budgétaires excessives. *A contrario*, l'abandon des ORR à ce stade du cycle économique soulève des questions non nécessaires au sujet de la détermination du Canada à contrer la flambée d'inflation. Le moment ne pourrait pas être plus mal choisi, alors que la crédibilité monétaire et budgétaire est sous la loupe et qu'un gouvernement minoritaire subit un assaut de revendications d'augmentation des dépenses d'un partenaire tiers. L'annulation de l'émission d'ORR pourrait faire du Canada le seul pays du G7 n'ayant pas de programme d'obligations indexées sur l'inflation. Ce qui, là encore, n'est pas le meilleur effet d'optique.

Passer les ORR à la trappe aurait aussi pour effet de distordre immédiatement un outil d'appréciation des attentes d'inflation à long terme basé sur le marché et de nous en priver. Certes, le taux d'inflation neutre est imparfait, particulièrement sur un marché relativement petit et moins liquide comme le nôtre. Néanmoins, bien qu'il ne soit pas directement supérieur aux données des enquêtes, le taux neutre donne une information marginale et en temps opportun

sur l'évolution des anticipations de prix. Cela peut faciliter les prises de décisions par les agents économiques et la banque centrale. Donc, même si la demande n'est pas particulièrement importante/diverse, un marché d'ORR actif/qui fonctionne revêt une certaine utilité, peut-être même plus encore dans des contextes d'inflation extrême.

Notre conclusion : Ottawa devrait revenir sur sa décision d'éliminer les ORR. Annuler l'annulation, en faveur d'un maintien du statu quo (c.-à-d., des émissions trimestrielles régulières d'ORR de 30 ans). S'il y avait la moindre volonté de reconsidérer la question, nous communiquerions l'annulation de la décision le plus tôt possible. Il n'est pas évident qu'il y resterait suffisamment de temps (et assez de préavis aux participants du marché) pour réinstaurer l'adjudication trimestrielle d'ORR prévue pour le 1^{er} décembre. Même renoncer à cette seule opération serait une occasion ratée puisque cette date (ainsi que celle du 1^{er} juin) coïncide avec des flux de trésorerie des ORR bien établis et la demande saisonnière d'OdC de cette durée.

Soyons bien clairs, personne ne confondra les ORR détenues par un marché étroit et négociées moins activement avec des obligations du Canada nominales ayant plus de profondeur, plus liquides et largement disséminées. Mais les ORR ne sont pas sans valeur pour autant, et ont probablement aujourd'hui une valeur plus grande encore que dans les années passées. Cela fait du moment présent un moment particulièrement mal choisi pour abandonner ce produit, même si le gouvernement trouve actuellement des fonds supplémentaires ailleurs. Tout ce que nous disons, c'est qu'il faut donner aux ORR une chance de faire la preuve de leur valeur dans un monde de grande incertitude au sujet de l'économie, de l'inflation et des finances publiques du Canada.

Contexte additionnel et éléments de réflexion détaillés

Le Canada et les ORR

Le Canada a lancé le programme des obligations à rendement réel en décembre 1991 (c.-à-d. il y a plus de 30 ans). La toute première émission était celle de l'obligation CANRRB 4.25% 12/01/2021, dont l'encours a fini par dépasser le seuil de CA\$5 milliards. Cela reste la seule et unique ORR du Canada arrivée à son échéance, laissant derrière elle huit obligations actives avec un encours combiné (avant ajustement en fonction de l'inflation) d'environ CA\$48 milliards.

À part un très bref laps de temps en 2019-2020, il y a eu une adjudication d'ORR chaque trimestre, ce qui fait des obligations à rendement réel une des composantes historiquement les plus constantes (bien que modeste) du programme d'obligations contemporain du Canada. Depuis un certain nombre d'années, l'offre d'ORR était un peu supérieure à CA\$2 milliards par an, mais la taille du programme a été réduite ces dernières années, au point de donner lieu à l'annulation annoncée.

Dans la période qui a conduit à l'introduction des ORR canadiennes, l'inflation était relativement élevée au Canada. À l'époque, on pouvait observer un mouvement généralisé des économies avancées pour offrir aux investisseurs en obligations une protection directe contre l'inflation par des titres indexés sur l'inflation.

Le Canada n'était pas nécessairement à l'avant-garde de ce mouvement, mais il voyait néanmoins à ces titres plusieurs utilités. Les motifs du gouvernement de l'époque étaient multiples et comprenaient notamment les suivants :

- i) Efficacité du coût par rapport à d'autres sources de financement;
- ii) Diversification du programme des obligations;
- iii) Diversification de la base des investisseurs;
- iv) Développement du marché secondaire;
- v) Signal de position dans la lutte contre l'inflation au marché;
- vi) Indicateur des attentes d'inflation à long terme.

Cela dit, 1991, c'est loin et on peut à juste titre penser que certains des buts du programme des ORR peuvent avoir évolué. En lisant entre les lignes de l'EEA, on comprend que les ORR semblent ne pas avoir tenu certaines de leurs promesses: le gouvernement en a annoncé l'annulation après tout. À nos yeux, cependant, certains des arguments de jadis en faveur des ORR sont toujours valides, ce qui pourrait plaider en faveur du maintien du programme.

Voyons chacun de ces six éléments à tour de rôle...

i) Efficacité du coût par rapport à d'autres sources de financement

L'argument purement économique en faveur des ORR n'est pas clairement tranché. Et les évaluations relatives du coût ne sont pas statiques/stables dans le temps, particulièrement puisque les ORR ont été émises si souvent. L'inflation a connu des hauts et des bas (plus de hauts dernièrement), faisant osciller le taux d'inflation neutre.

En théorie, les ORR peuvent offrir un coût de financement plus bas que les obligations nominales dans la mesure où l'État est rétribué pour la prise du risque d'incertitude lié à l'inflation. Il y a aussi la possibilité d'un « effet de clientèle », à savoir que les investisseurs éprouvant une grande aversion pour le risque sont disposés à payer une prime pour les ORR (c.-à-d. à accepter un taux réel relativement plus bas).

Pour vérifier cette théorie, l'efficacité du coût des ORR peut être évaluée de plusieurs manières, y compris par une méthode d'actualisation des flux de trésorerie. Des recherches antérieures de la Banque du Canada ont démontré que pendant les premières années du programme des ORR, le produit était nettement plus efficace en termes de coûts que les obligations nominales. Notre propre analyse par AFT des tranches initiales d'ORR corrobore cette conclusion. Selon l'analyse de la BdC, l'économie de coût relative tendait à baisser pendant les années 1990 où l'inflation et les attentes d'inflation ont été graduellement maîtrisées (réduisant du coup la prime de risque d'incertitude de l'inflation que les investisseurs étaient disposés à payer).

La comparaison des coûts des ORR et des obligations nominales a continué d'évoluer pendant les quelque 20 années qui ont suivi, jusqu'à la pandémie. Mais attention, les moyennes à long terme masquent des périodes bien distinctes de rendement relatif supérieur des ORR, reflétant en partie les aléas de la conjoncture économique.

Le différentiel entre les obligations nominales de 30 ans et les rendements réels (c.-à-d. le taux d'inflation neutre à 30 ans) s'est élevé en moyenne à plus de 2.3% de 2000 jusqu'à la grande crise financière, diminuant temporairement pendant la phase de récession/désendettement qui a suivi.

Après deux ans aux alentours de 2%, le taux d'inflation neutre à 30 ans a été poussé vers le bas par les hésitations de la croissance mondiale en 2014-2015 et n'est jamais vraiment remonté. En 2019, le

taux d'inflation neutre avait dérivé à la baisse jusqu'à 1.3%, avec la conjugaison d'attentes d'inflation plus faibles, de réduction de l'incertitude liée à l'inflation et d'une prime de risque de liquidité par rapport aux obligations nominales plus nombreuses et variées. Il serait juste de dire qu'avant la COVID, les taux d'inflation neutres dénotaient une appétence moins grande pour la protection contre l'inflation, que nous examinons dans la section suivante. Ce qui nous amène à la période actuelle. Le taux d'inflation neutre à 30 ans avait franchi la barre des 2% au moment de l'annonce de l'annulation – le niveau le plus élevé depuis 2014.

Bref, la dette publique était devenue généralement moins abordable, tant en termes nominaux qu'en termes réels. Une série de hausses énergiques et rapides du taux directeur de la BdC – dans le cadre d'un exercice de normalisation mondiale des taux directeurs – a poussé à la hausse les rendements des obligations classiques. Pendant ce temps, l'inflation supérieure à la cible officielle ajoute aux coûts du service de la dette des ORR en circulation. Nous avons vu des ajustements dus à l'inflation particulièrement lourds cette année, malgré le fait que le stock d'ORR avant AI n'a enregistré qu'une croissance limitée depuis décembre dernier. À titre d'exemple ultra simple, quand l'inflation dépasse d'un point de pourcentage le niveau de la « tendance » (ou « normal » ou « cible » ou « attendu »), elle ajoute maintenant près de CA\$700 millions au stock de la dette ajustée en fonction de l'inflation du Canada dans la première année, toutes choses étant égales par ailleurs. Il faudra s'y faire. Après tout, le stock actuel d'ORR ne changera pas de si tôt, avec une durée moyenne pondérée jusqu'à l'échéance de près de 18 ans et alors que la prochaine échéance la plus rapprochée est dans quatre ans (c.-à-d. décembre 2026).

Néanmoins, l'histoire prouve que les périodes d'inflation haute ou plus haute tendent à engendrer un plus grand risque d'incertitude de l'inflation. Nous entamons par conséquent peut-être une période dans laquelle les investisseurs désirent une plus grande certitude ou protection contre l'inflation et sont prêts à payer une prime pour l'obtenir. Comme nous l'avons vu dans la première moitié de la décennie 1990, cela pourrait faire des ORR une source de fonds pour l'État à coût potentiellement efficace à l'avenir (par rapport aux obligations nominales).

Pour être justes, nous sommes dans un régime à inflation élevée depuis plus d'un an et demi déjà, et les flux/rétroactions des ORR n'ont pas trahi une montée massive de la demande de protection contre l'inflation. Mais il faudrait peut-être laisser le temps faire son œuvre pour tester complètement la sensibilité des investisseurs aux risques d'inflation, particulièrement si une victoire rapide et facile dans la lutte contre l'inflation se révèle difficile à remporter. Cela s'ajoute au mauvais choix du moment de l'annonce, sur lequel nous reviendrons plus loin.

ii) Diversification du programme des obligations

À en juger par l'annonce, la diversification du programme d'emprunt par les ORR n'est plus un élément majeur pris en considération. Tout au contraire, le ministère des Finances dit sa préférence pour la promotion de la liquidité des « secteurs de base ».

Pour prendre un peu de recul, ce n'est un secret pour personne que la situation budgétaire du Canada s'est améliorée nettement et rapidement. Nous nous éloignons de plus en plus des jours noirs de 2020-2021, quand les perturbations de l'économie et des mesures extraordinaires ont entraîné un besoin financier net de \$315 milliards.

Depuis, le déficit a été raboté au point d'être estimé en 2022-2023 à \$36 milliards (soit 1.3% du PIB, ce qui n'est pas effrayant).

Le PIB nominal était plus élevé que prévu précédemment, et les recettes ont dépassé les attentes. La situation est la même dans pratiquement toutes les provinces. L'amélioration de la situation financière oblige moins les gouvernements à emprunter (que ce qu'ils avaient projeté). Dans le cas d'Ottawa, les bons du Trésor ont servi à amortisseur en partie le choc, la cible en fin d'exercice ayant une fois de plus été revue à la baisse. Mais même avec un programme de BT plus limité, l'amélioration de la situation budgétaire a été assez forte pour entraîner une diminution de l'émission d'obligations du Canada en 2022-2023.

La situation financière actuelle exige donc une rationalisation ou un ajustement des emprunts. En d'autres termes, la valeur d'un programme diversifié d'obligations semble être en corrélation étroite avec les besoins d'emprunt. C'est l'argument qui a été avancé implicitement en juin quand le programme des obligations ultra longues plus passager/moins développé a été éliminé à cause de la baisse générale des besoins d'emprunt.

Nonobstant les progrès budgétaires, il ne faudrait pas croire que l'exercice 2022-2023 soit parvenu à un « état stable ». Sans vouloir être indument alarmistes, la croissance canadienne est en transition vers une phase (beaucoup) plus lente que dans les premières étapes de la reprise après la pandémie. C'est vrai pour le PIB tant réel que nominal, ce dernier étant doublement affecté, car les craintes pour la croissance mondiale ont fait redescendre les prix des matières premières et denrées de leurs sommets. Tout cela pour dire que le « scénario pessimiste » du gouvernement fédéral n'est pas juste une vue de l'esprit; il pourrait bien représenter ce qui nous attend dans les deux prochaines années.

Selon l'EEA, un scénario pessimiste pourrait comprendre un déficit supplémentaire d'environ CA\$13 milliards en 2022-2023, de plus de CA\$20 milliards en 2023-2024 et de quelque CA\$95 milliards sur un horizon de six ans. Encore une fois, nous n'avons aucun intérêt à crier au loup et nous disons depuis longtemps que le secteur des administrations publiques du Canada est dans une posture bien plus durable que celle de la plupart des autres économies avancées. Mais si, comme cela semble de plus en plus probable, une croissance économique plus lente s'installe, les jours des ajustements budgétaires positifs et des suppléments de trésorerie pourraient être révolus. Au lieu de cela, l'État fédéral pourrait devoir assumer plus de dettes et procéder à plus d'emprunts que le projette le scénario de base de l'EEA.

Même si le resserrement quantitatif de la BdC continue au rythme actuel, nous n'entrevoions pas de contraintes de capacité légitimes sur le marché des titres du Canada. Tout au plus, la volatilité et l'aversion pour le risque pourraient-elles induire les investisseurs à préférer des titres et des secteurs plus liquides. Cela pourrait durer un certain temps. Mais étant donné le profil de risque économique/budgétaire, l'argument en faveur d'une concentration/consolidation dans une variété moins grande de titre et de segments pourrait perdre de sa validité. En d'autres termes, il pourrait y avoir assez d'obligations en circulation après tout. Et ce avant de tenir compte de toute consolidation potentielle (sous l'égide du gouvernement du Canada) des emprunts actuellement contractés par des entités/fiducies explicitement garanties. Pour être clair, aucun emprunt d'État n'est effectué sur la base du rendement réel à

30 ans. Mais si Ottawa choisissait d'inscrire dans le même périmètre de consolidation toutes les obligations adossées à l'État, il y aurait plus de titres dans les « secteurs de base » et encore moins de raisons de sacrifier les ORR sur l'autel de la liquidité.

iii) Diversification de la base des investisseurs

Cela nous amène du côté demande de l'équation. En théorie, les ORR étaient jadis perçues comme un instrument pour élargir la portée du programme des obligations du Canada, alors qu'on pensait que la participation d'une base diversifiée d'investisseurs allait promouvoir la tension des prix et réduire les coûts d'emprunt plus généralement.

Mais la « faible demande » qu'invoque le gouvernement laisse penser que l'argument de la diversification des investisseurs a moins de poids aujourd'hui. Ce n'est pas la première fois qu'on nous parle d'une demande faible (ou étroite) pour les ORR. Dès le départ, ce produit spécialisé s'est adressé à un créneau plus étroit du marché, les souscriptions des investisseurs étant plus concentrées/moins largement réparties que pour les obligations du Canada nominales. Les gestionnaires de caisses de retraite du Canada ont, dès le départ, été les acteurs principaux sur ce marché, utilisant les ORR pour couvrir leurs passifs à long terme sensibles à l'inflation.

Les vagues successives de consultations ont eu tendance à souligner des problèmes du côté de la demande. Prenez, par exemple, les discussions sur les ORR menées en 2019. À l'époque, le taux d'inflation neutre à 30 ans était bien inférieur à 2%. Les commentaires généraux étaient sensiblement les suivants :

- Préférence générale pour d'autres obligations liées à l'inflation que les ORR du Canada et pour les actifs réels;
- Évaluation pessimiste de la demande future en raison de la faible liquidité du marché des ORR, risque d'inflation plus faible et préférence pour des catégories d'actifs à rendement plus élevé (dans ce qui était un environnement de faible rendement);
- Confiance limitée dans le taux d'inflation neutre comme indicateur des attentes d'inflation, reflétant en partie les distorsions causées par la demande sous-jacente d'obligations longues.

En réponse à ces commentaires, le ministère des Finances a encore réduit la taille du programme des ORR, à CA\$1.4 milliard, à partir de l'exercice 2020-2021. (Comme cela a été illustré précédemment, les émissions d'ORR s'établissaient au rythme régulier de CA\$2.2 milliards par an pendant une bonne décennie avant de ralentir en 2019-2020.)

Certes, le contexte sous-jacent du marché a évolué au cours des trois dernières années. Des consultations normales sur la stratégie de gestion de la dette ont eu lieu cet automne et comprenaient, comme d'habitude, des questions reliées aux ORR. La plus récente série était :

« La demande d'ORR des investisseurs a-t-elle changé dans le contexte d'inflation élevée actuel ? Quels sont les principaux déterminants de tout changement de la demande dans ce secteur ? Les investisseurs recherchent-ils d'autres produits protégés de l'inflation et, le cas échéant, quels sont ces instruments ? »

Les commentaires sommaires (présentés dans l'EEA) pointent la demande toujours faible d'ORR et une liquidité relativement réduite, ce qui a apparemment influencé la décision d'annuler carrément le programme.

Les données du marché primaire (c.-à-d. les adjudications) sont un moyen de tester la demande des investisseurs. Là encore, nous bénéficions d'une longue séquence temporelle et de degrés considérables de liberté. Aux deux dernières adjudications, la souscription n'était pas brillante, avec une couverture de 2.1-2.2X nettement inférieure à la tendance (qui est plus proche de 2.5X). L'écart entre le rendement médian et le rendement alloué était loin d'être extrême, cependant. Bien que ce soit un peu périmé, les statistiques de distribution révélaient une participation encore solide des clients aux adjudications d'ORR jusqu'en 2020-2021. On notera que les clients ont régulièrement absorbé une plus grande part des adjudications d'ORR que des obligations nominales, reflétant une demande historique étroite, mais ferme et une accumulation limitée de ces titres dans la réserve des négociants.

Il est possible que les ORR n'aient pas réussi à diversifier beaucoup la base d'investisseurs en dette souveraine du Canada, ce qui pourrait aussi impliquer que les répercussions liées à l'abandon du produit seront limitées. En l'absence de nouvelles émissions d'ORR, les investisseurs axés exclusivement sur la durée auraient toujours accès à des obligations du Canada nominales notées AAA (sans parler des obligations à long terme ordinaires des provinces). Ceux qui souhaitent une protection contre l'inflation ou en ont un besoin légitime pourront se tourner vers les ORR existantes et leurs droits acquis.

Comme il ressort des commentaires, il existe des solutions de rechange aux ORR du Canada, qu'il s'agisse des TIPS des États-Unis ou d'autres obligations indexées d'État. Mais voilà, pour tous les passifs en dollars canadiens ou quand il s'agit d'offrir une couverture contre l'inflation nationale (entendons canadienne), les obligations indexées étrangères pourraient ne pas être l'option la plus viable. Il y aurait toujours les obligations indexées non souveraines en dollars canadiens, mais celles-ci comportent typiquement un risque de crédit et sont habituellement de moins bonne qualité en termes de liquidité/négociabilité ou de durée disponible.

L'immobilier et les infrastructures sont des solutions de remplacement des ORR, et les caisses de retraite et d'autres gestionnaires d'actifs ont augmenté leurs positions en actifs physiques au fil des ans. Mais les actifs réels peuvent être plus difficiles à évaluer et n'offrent pas toujours une protection efficace ou efficiente contre l'inflation. Tout cela pour dire que, pour les investisseurs en dollars canadiens, les substituts disponibles sont généralement imparfaits. Il semble qu'une bonne option pour beaucoup d'acteurs importants soit un accès ininterrompu aux ORR du Canada à long terme.

iv) Développement du marché secondaire

Si certains participants ont utilisé les ORR pour réaliser des gains sur le marché au fil des années, beaucoup d'investisseurs traditionnels (les « vrais ») sur ce créneau préfèrent conserver leurs positions plus longtemps. Avec cette mentalité d'achat et de conservation, la rotation sur le marché secondaire des ORR (sur une base ajustée en fonction du volume) est structurellement plus faible que pour les obligations nominales.

Ainsi, si vous cherchez un produit pour stimuler réellement la liquidité du marché secondaire, les ORR ne sont pas le choix qui s'impose le plus naturellement. Les négociants principaux sont moins nombreux à s'engager de façon constante et active, et la liquidité du marché secondaire a souvent été dictée par des événements, augmentant à

peu près au moment d'une émission ou au gré des variations des flux de trésorerie du Canada.

Concernant la liquidité et les distorsions du marché, notons que la Banque du Canada a retiré de la circulation CA\$2.8 milliards d'ORR au cours d'un exercice d'assouplissement quantitatif antérieur. La part d'ORR que détient la Banque est de 5½%, bien inférieure à la part des obligations nominales qu'elle a engrangées (36% et en baisse). Mais, dans le cadre des règles actuelles (c'est-à-dire passives) de resserrement quantitatif, ces obligations ne disparaîtront pas du bilan de la BdC rapidement.

Même si les émissions d'ORR se poursuivaient, il ne faudrait pas s'attendre à une révolution dans leurs volumes de négociation. Mais il existe d'autres arguments, bien plus décisifs, qui plaident pour le maintien du programme des ORR...

v) Signal de **position dans la lutte contre l'inflation au marché**

Aventurons-nous au-delà des considérations relatives à l'économie et au fonctionnement du marché pour nous hasarder sur un terrain plus subjectif. Lorsque les ORR ont été créées, le produit avait (en partie) pour but de démontrer le sérieux du Canada en matière de maîtrise de l'inflation et de stabilité des prix. Après tout, il s'agissait d'un pays souverain prêt à assumer un risque d'inflation direct. On peut considérer que cette décision, prise il y a plusieurs décennies, était une façon d'utiliser les fonds publics du Canada en accord avec les prétentions de la banque centrale.

Nous n'insinuons absolument pas que la responsabilité d'assurer la stabilité des prix incombe aux gestionnaires de la dette publique au ministère des Finances. Ce rôle essentiel incombe à la Banque du Canada. Mais quel genre de signal envoie un État qui n'est plus disposé à prendre un risque marginal d'inflation dans son portefeuille de dette? Pas un bon signal, avouons-le. De plus, le moment précis de l'annonce n'aurait pas pu être plus mal choisi, alors que l'inflation d'ensemble est encore beaucoup trop élevée et que la Banque du Canada s'efforce de garder le contrôle des attentes d'inflation.

Ironiquement, la vice-première ministre et ministre des Finances, Chrystia Freeland, admet que le moment est mal choisi pour compliquer la tâche de la Banque du Canada en menant une politique budgétaire expansive. Mais elle n'a sans doute pas compris que l'abandon des ORR envoie un mauvais signal à un marché déjà inquiet face à la maîtrise de l'inflation. Ce faisant, elle n'aide pas la BdC. En annulant l'émission d'ORR, le Canada deviendrait le seul pays du G7 à ne pas avoir de programme actif d'obligations indexées. Le ministère des Finances ne manque jamais une occasion de rappeler aux investisseurs que le Canada a le fardeau de la dette publique nette le plus faible de ces grands pays industrialisés. Mais s'agissant de l'émission d'ORR (et de son absence potentielle), cette comparaison avec d'autres pays pourrait ne pas faire briller le Canada.

vi) **Un indicateur des attentes d'inflation à long terme**

Un autre argument en faveur du maintien d'un programme actif d'ORR est la disponibilité d'un indicateur des attentes d'inflation basé sur le marché. Oui, nous nous sommes renseignés, y compris en consultant les travaux de la Banque du Canada qui mettent en garde contre l'utilisation du taux d'inflation neutre comme véritable mesure des attentes d'inflation. Les distorsions peuvent être plus importantes

sur un marché des ORR relativement restreint et moins liquide comme celui que nous avons au Canada.

Mais l'émission régulière d'ORR pendant plus de trois décennies (et l'augmentation régulière du nombre et de la taille des titres concernés) présente l'avantage d'avoir entraîné le développement d'une courbe d'ORR observable et négociable, qui nous donne de multiples points pour tester et mesurer l'évolution des attentes d'inflation à long terme. Comme nous l'avons indiqué, l'arrêt de l'émission d'ORR ne ferait pas disparaître les obligations existantes du marché, et nous serions toujours techniquement en mesure de calculer une forme de taux d'inflation d'équilibre au moins jusqu'en 2054. Mais, la baisse de liquidité résultant de l'annulation du programme rendrait ces mesures moins fiables au fil du temps.

Doit-on se soucier de pouvoir mesurer les attentes d'inflation? En un mot, oui! Qu'elle soit imparfaite ou imprécise, une mesure des attentes d'inflation basée sur le marché est à certains égards de qualité supérieure aux données plus subjectives qui nous parviennent par le biais d'enquêtes ponctuelles ou moins fréquentes menées auprès des entreprises et des consommateurs. Les attentes d'inflation fondées sur le marché offrent à la banque centrale une perspective précise, particulièrement précieuse à une époque – comme celle que nous traversons actuellement – où les données sur l'inflation selon l'IPC sont si extrêmes.

En définitive, ce n'est pas en vain que la Banque du Canada inclut le taux d'inflation neutre dans sa liste des « Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada ». Les mesures des attentes d'inflation restent des données clés du processus de décision en matière de politique monétaire... et pas seulement pour la Banque du Canada, mais aussi pour la Fed, la BCE, la BdA, et d'autres. Dans le contexte actuel, nous aurions besoin de données *plus nombreuses et de meilleure qualité* sur les attentes d'inflation, et non pas *moins nombreuses ou plus distordues*. Là encore, tout plaide en faveur du maintien des émissions d'ORR.

Conclusion et recommandation

Le marché des obligations du Canada à rendement réel est loin d'être parfait. Les ORR représentent à bien des égards un secteur ou une catégorie d'actifs distincts, ayant été utilisées par un ensemble d'investisseurs relativement plus réduit que ceux qu'on trouve habituellement pour les obligations nominales. Mais cela n'est pas nouveau.

Nous sommes plongés dans un environnement à inflation élevée depuis un certain temps déjà, et la demande d'ORR n'est pas féroce. Mais il serait peut-être bon de leur laisser un peu de temps, pour voir si, à terme, plus d'investisseurs finissent par souhaiter une protection contre l'inflation ou en avoir besoin. Certes, Ottawa a allègrement dépassé ses objectifs budgétaires. Avec plus d'argent en main, l'État a besoin de contracter moins d'emprunts, et l'offre d'obligations de toutes les durées (ainsi que de bons du Trésor) diminue. Pour nous, réorienter un montant modeste de l'offre d'ORR vers les « secteurs de base » n'augmentera pas sensiblement la liquidité. Là encore, la prudence est de mise, particulièrement au moment où les risques que le « scénario pessimiste » se réalise augmentent.

En dehors des évaluations des coûts, des calculs de répartition des obligations, de la demande sous-jacente des investisseurs et des considérations de liquidité sur le marché secondaire, il existe des arguments importants (et apparemment peu considérés) en faveur

du maintien de l'offre d'ORR. Bien que cela ne soit sans doute pas voulu, abandonner les ORR dans un contexte d'inflation élevé c'est envoyer un mauvais signal au sujet de la détermination du pays à assurer la stabilité des prix. Étant donné les plus récents chiffres de l'IPC, le moment de cette annonce est loin d'être idéal. Plus fondamentalement, pourquoi priver les participants du marché, les agents économiques et la banque centrale d'un indicateur précieux (même s'il est imparfait) des attentes d'inflation à long terme?

Il peut être difficile de quantifier tous les arguments avec précision, mais pour nous, le coût (la réputation du Canada en matière de maîtrise de l'inflation) et la perte (en termes d'attentes du marché, ce qui est précieux) pourraient l'emporter sur tous les gains théoriques de l'annulation du programme des ORR en place depuis longtemps. Nous demandons donc au ministère des Finances de revoir sa décision et de réinstaurer l'émission d'ORR le plus rapidement possible.

Reconnaissance : Les auteurs souhaitent souligner l'aide apportée par Taylor Schleich dans la préparation de cette étude.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal
514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto
416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.