

Sommaire

Par Warren Lovely, Taylor Schleich et Jocelyn Paquet

- En plus des mesures de stimulation budgétaires record adoptées par le Congrès en mars, Jerome Powell et la Réserve fédérale s'affairent à injecter dans les marchés de fortes doses de stimulants monétaires, avec des mesures pour favoriser la liquidité et des mécanismes de crédit pour aider l'économie à tenir le coût et maintenir la stabilité des marchés financiers d'ici là. En plus des réductions rapides des taux d'intérêt, de 150 pb, et de l'expansion des achats de titres du Trésor et de titres hypothécaires, la Fed a dévoilé des programmes d'achat par lesquels elle élargit le périmètre des titres de crédit utilisables, en achetant du papier commercial, des obligations de sociétés et des FNB. L'effet de ces mesures sur le bilan de la Fed est sans précédent.
- La BdC a, en plus de la réduction rapide des taux d'intérêt, de 150 pb, lancé une série de facilités de crédit et programmes d'achat pour soulager les marchés financiers et faire en sorte que les entreprises aient accès à du crédit. Pour ce faire, la Banque achète maintenant des obligations du Canada, des titres adossés à des créances hypothécaires d'entreprises, du papier commercial, des acceptations bancaires et des titres provinciaux sur les marchés monétaires. Ces mesures, combinées à une réponse budgétaire extraordinaire du gouvernement fédéral, nécessiteront une énorme augmentation des emprunts fédéraux – ce qui a déjà commencé à se matérialiser avec des émissions massives d'obligations et de bons du Trésor. Partant de là, le passage à des taux d'intérêt négatifs est peu probable. Mais de nouvelles mesures d'assouplissement du crédit pourraient encore être adoptées, un programme d'achat d'obligations provinciales étant la prochaine étape la plus probable.
- En mars, la BCE a lancé un programme d'achats d'urgence face à la pandémie de €750 milliards (US\$810 milliards), assoupli les limites imposées aux émetteurs et élargi le périmètre des actifs admissibles à des titres souverains moins bien cotés et du papier commercial. En outre, les conditions de ses opérations TLTRO ont été rendues plus favorables.

Prévisions datées du 31 mars 2020

États-Unis							
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
03/31/20	0.25	0.04	0.22	0.34	0.66	1.31	
Avril	0.25	0.05	0.20	0.35	0.65	1.30	
T2	0.25	0.10	0.25	0.40	0.75	1.35	
T3	0.25	0.10	0.25	0.45	0.75	1.35	
T4	0.25	0.25	0.55	0.80	1.15	1.70	
T1/21	0.50	0.50	0.65	0.85	1.20	1.75	
T2	0.75	0.60	0.90	1.05	1.30	1.80	
T3	0.75	0.75	0.90	1.10	1.35	1.85	
T4	1.00	0.80	1.00	1.30	1.50	2.00	
T1/22	1.00	0.80	1.10	1.40	1.55	2.00	

Canada							
Trimestres	Fonds fédéraux	3 mois	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans	
03/31/20	0.25	0.18	0.44	0.61	0.72	1.33	
Avril	0.25	0.15	0.40	0.55	0.70	1.30	
T2	0.25	0.20	0.45	0.60	0.70	1.30	
T3	0.25	0.20	0.45	0.55	0.85	1.40	
T4	0.25	0.35	0.55	0.65	1.00	1.50	
T1/21	0.50	0.40	0.60	0.70	1.10	1.60	
T2	0.50	0.65	0.70	0.90	1.25	1.70	
T3	0.75	0.70	0.75	0.95	1.30	1.75	
T4	0.75	0.90	0.90	1.05	1.35	1.80	
T1/22	1.00	0.90	1.05	1.30	1.45	1.90	

Quoi qu'il en coûte! Sans blague

La lutte contre la COVID-19 prend de plus en plus la tournure d'un moment charnière pour une génération. À en juger les coûts humains, les vastes bouleversements économiques et la destruction connexe de revenus et de richesse, on pourrait croire que le virus est en train de gagner la bataille. Mais les autorités responsables des politiques aux quatre coins du monde sont montées au créneau, prêtes à livrer bataille avec tout l'arsenal et tout le stock de munitions à leur disposition, jurant de poursuivre la lutte tant qu'il le faudra. C'est une mentalité « quoi qu'il en coûte », qui a réussi à stabiliser jusqu'à un certain point les marchés financiers... même si la situation sur le champ de bataille ne tient, à plusieurs égards importants, qu'à un fil.

Malgré les récriminations dans certains coins au sujet des lenteurs de la réaction politique et/ou des entraves logistiques, la conjugaison d'un important assouplissement de la politique monétaire conventionnelle (dans bien des cas, des taux d'intérêt d'une faiblesse record), de copieux et vastes programmes d'achat d'actifs et des mesures budgétaires de grande envergure devraient, à notre avis, jeter les bases d'une reprise économique plus tard cette année. Nous sommes moins sûrs que nous aimons généralement l'être du moment du retour à une croissance positive du PIB et de la création d'emplois. Et il ne fait pas de doute que nous aurons à absorber des données économiques absolument horribles au cours des prochains jours et des prochaines semaines, le rapport sur les effectifs salariés non agricoles aux États-Unis de vendredi n'étant probablement qu'un amuse-gueule.

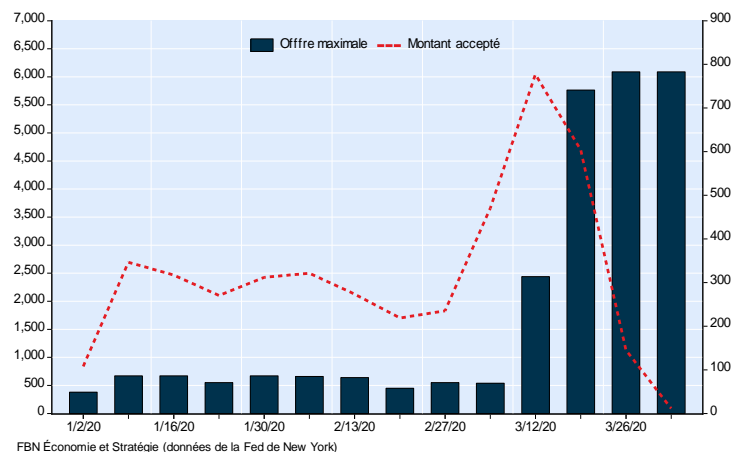
Mais si, comme nous le prévoyons, une reprise économique post-virus commence à germer avant la fin de l'année et s'enracine en 2021, les autorités seront en mesure de réduire la voilure et de démanteler une partie de ce qui représente un montant record d'accommodements depuis l'après-Deuxième Guerre mondiale. Notre prévision officielle des taux d'intérêt qui se marie avec les nouvelles prévisions présentées dans notre *Mensuel économique*, se résume en ce mots: une période d'accommodement monétaire exceptionnel pendant le reste de 2020, cédant la place à une normalisation provisoire et seulement partielle des taux directeurs à la fois de la Fed et de la Banque du Canada, commençant au T1 2021 et se poursuivant très graduellement pendant le reste de l'année prochaine. Nous nous apprêtons à au moins trois mois de volatilité extrême des marchés de plus et à une attitude relativement défensive des investisseurs (dans l'ensemble), caractérisée par des écarts de crédit importants à mesure que le virus grignotera la qualité intrinsèque du crédit sur l'ensemble de la planète. Nous nous attendons à ce que les courbes de rendement nord-américaines continuent de se redresser, l'écart entre les titres américains de 3 mois et de 10 ans très surveillé ayant encore une trentaine de points de base à gagner. Nous nous attendons à une performance directionnelle modestement supérieure des obligations du Canada par rapport à celles du Trésor américain, le nouveau programme d'achat d'actifs de la BdC devant absorber une grande partie des émissions nettes que le gouvernement du Canada s'empressera de lancer sur les marchés pour financer son effort de guerre.

La Fed achète... tout?

En plus du projet de loi prévoyant des mesures de stimulation budgétaires record adoptées par le Congrès en mars, Jerome Powell et la Réserve fédérale s'affairent à injecter dans les marchés de fortes doses de stimulants monétaires et de mesures pour favoriser la liquidité afin d'aider l'économie à tenir jusqu'à l'émergence du monde d'après la quarantaine et maintenir la stabilité des marchés financiers d'ici là. Dans notre [Revue des politiques mondiales](#), nous détaillons l'ensemble de la réponse politique de la Fed au cours du mois écoulé. Par souci de concision, nous ne présenterons ici qu'un survol de tout ce que la Réserve fédérale a entrepris dans son marathon du mois de mars :

- **Abaissement des taux d'intérêt :** En douze jours à peine, la Fed a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 150 points de base (pb) à l'occasion de deux réunions d'urgence non inscrites au programme – dont une réduction de 100 pb un dimanche après-midi. Dans la conférence de presse qui a suivi la réunion du FOMC de cette fin de semaine-là, M. Powell a réitéré que la probabilité de l'adoption de taux d'intérêt négatifs aux États-Unis est faible – et les marchés le croient. Actuellement, le marché des swaps indexés sur le taux à un jour n'anticipe pas de nouvelle réduction des taux.
- **Augmentation des opérations de pension :** Pour éviter que les marchés ne figent, la Fed a augmenté la fréquence et la taille de ses opérations de prise en pension. Le maximum opérationnel hebdomadaire pour les opérations de pension à 1 jour et à plus de 1 jour a augmenté de \$600-700 milliards par semaine au début de l'année à plus de \$6,000 milliards la semaine dernière. Au début de la crise, les banques se sont ruées sur ces liquidités additionnelles. Les opérations de pension acceptées à la Fed de New York ont quadruplé en deux semaines en mars. Depuis, les liquidités semblent abondantes étant donné la baisse des demandes de prises en pension des banques, mais la Fed reste positionnée pour soutenir le marché au besoin.

Coffre maximale d'opérations de pension par la Fed de NY et montant d'opérations de pension acceptées



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de New York)

- **Achats d'actifs à grande échelle :** La Fed a en premier annoncé l'expansion de ses achats de titres du Trésor et de titres hypothécaires d'agences à la réunion du FOMC du 15 mars. Les positions en titres du Trésor détenues devaient

augmenter « d'au moins \$500 milliards au cours des prochains mois », alors que les achats de titres hypothécaires allaient augmenter d'au moins \$200 milliards sur le même horizon vague. Un peu plus d'une semaine plus tard, ce rythme d'achats cible a été abandonné et la Fed a plutôt opté pour ce qui, en termes non techniques, représente un assouplissement quantitatif illimité. Plus précisément, les achats de titres du Trésor et de titres hypothécaires (catégorie élargie pour inclure les titres hypothécaires commerciaux) seront effectués « selon les montants nécessaires pour soutenir un bon fonctionnement du marché et une transmission efficace de la politique monétaire aux conditions financières plus larges et à l'économie ». Cette vive accélération des achats d'actifs a fait gonfler le bilan de la Fed de \$1,650 milliards (+40%) depuis février.

- **Facilités de crédit :** La Fed a aussi introduit une série de facilités visant à garantir le maintien de l'accès au crédit des entreprises américaines et à permettre aux institutions financières de continuer à prêter sans perturbations importantes. Premièrement, la Fed a établi le mécanisme *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) pour acheter du papier commercial en USD et du papier commercial adossé à des actifs à des émetteurs admissibles (c.-à-d. ayant une cote de crédit élevée). Deuxièmement, elle a créé le mécanisme *Primary Dealer Credit Facility* pour assurer du financement à un jour et à plus d'un jour peu coûteux aux courtiers, garanti par des titres de créance de catégorie investissement. Troisièmement, la Fed a créé le mécanisme *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (MMLF) qui, par l'entremise de la Fed de Boston, accordera des prêts à des institutions financières admissibles pour que les fonds du marché monétaire puissent faire face aux demandes d'encaissement. Quatrièmement, deux mécanismes de crédit aux entreprises ont été instaurés [*Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF) et *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF)]. Dans le cadre du PMCCF, la Fed assurera un financement relais pouvant aller jusqu'à quatre ans à des sociétés admissibles de catégorie investissement, alors que le SMCCF lui permet d'acheter des obligations de sociétés de catégorie investissement d'entreprises américaines ainsi que des FNB d'obligations de sociétés de catégorie investissement cotées aux États-Unis, sur le marché secondaire. Cinquièmement, le mécanisme *Term Asset-backed Loan Facility* (TALF) a été adopté pour permettre aux entreprises d'emprunter en affectant ses titres adossés à des actifs admissibles en garantie. Enfin, pour soutenir les prêts aux petites entreprises, la Fed a annoncé l'intention de mettre sur pied un programme appelé *Main Street Business Lending Program*.
- **Mesures d'accès aux USD :** La Fed a essayé de répondre aux difficultés des marchés du financement en USD en augmentant la durée/fréquence/ampleur et en réduisant les prix des accords de swap avec des banques centrales d'autres pays. Par la suite, et en un effort pour continuer de régler ce problème, la Fed a lancé le *Foreign and International Monetary Authorities Repurchase Program* (FIMA), qui permet à d'autres autorités monétaires de convertir temporairement des titres du Trésor en dollars.

- **Autres mesures :** En plus des mesures énumérées ci-dessus, la Fed a continué d'encourager les banques à accéder au crédit par le biais des réserves bancaires et le guichet d'escompte (*discount window*) et à utiliser leur capital et leurs coussins de liquidités pour maintenir l'accès des ménages et des entreprises à du crédit. De plus, la Fed a assoupli le carcan réglementaire pour les institutions financières en excluant les actifs du Trésor et les dépôts du calcul de son ratio d'endettement pour que les banques puissent augmenter leur bilan de manière appropriée afin de continuer d'assurer leur rôle d'intermédiaires et de fournisseurs de crédit. En outre, les titres admissibles pour certains des mécanismes mentionnés ci-dessus ont été élargis afin de permettre une qualité d'actifs affectés en garantie plus souple.

Les implications de ces mesures pour le bilan de la Fed ont été et continueront d'être extraordinaires. Se reporter à la section « Bilan de la Fed : à l'infini et au-delà » en page 6.

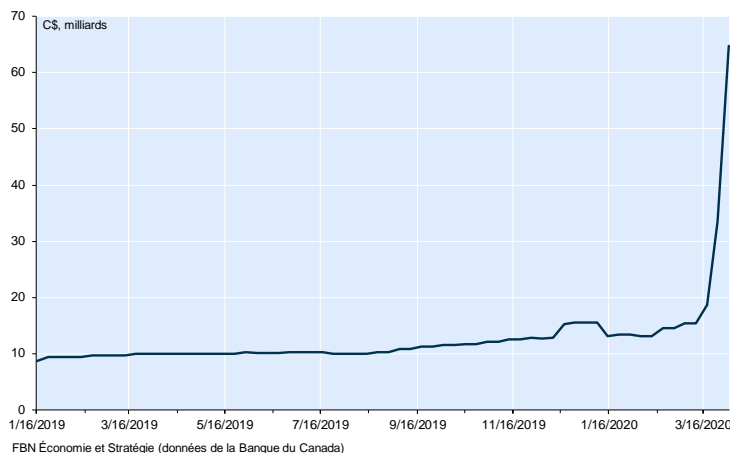
BdC : Une profusion de nouvelles mesures

À l'instar de la Fed, la BdC semble donner tout et plus aux marchés pour faire en sorte que du crédit soit disponible pour les ménages et les entreprises, tout en essayant de maintenir la liquidité. On trouvera une chronologie détaillée dans notre [Revue des politiques mondiales](#), mais voici un résumé des nouvelles mesures lancées ces dernières semaines.

- **Abaissement des taux d'intérêt :** Le 4 mars, date de sa dernière réunion officiellement programmée, la BdC a calqué la réduction de taux de la Fed de 50 points de base (pb) décidée la veille en diminuant son propre taux directeur d'un demi-point de pourcentage. Au cours des deux semaines qui ont suivi, deux autres réductions de 50 pb ont eu lieu, portant la cible du taux de financement à un jour à ce que le gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, considérait comme la limite la plus basse effective le 27 mars. Bien que, à l'instar de M. Powell, Stephen Poloz ait exprimé des réticences à l'égard de taux négatifs, les marchés anticipent une nouvelle baisse de 10 pb d'ici juillet. Et bien que nous n'ayons jamais vu la BdC intervenir par touches de 10 pb jusque-ici, une de ses semblables, la Banque d'Angleterre, a opté plus tôt au cours du mois pour une « mini réduction » de 15 pb pour la première fois dans l'histoire récente. En d'autres termes, on ne peut pas exclure une réduction de cette nature.
- **Augmentation des opérations de pension :** Comme la Fed, la BdC a augmenté ses opérations de pension en mars. Des opérations à horizon de 6 et 12 mois ont été ajoutées à son arsenal et les tailles opérationnelles ont été considérablement augmentées. Partant de moins de C\$3 milliards en janvier et en février, la BdC a effectué pour plus de C\$80 milliards d'opérations de pension à plus d'un jour en mars. Le mois d'avril a commencé encore plus en force – C\$48 milliards de liquidités avaient été fournies jusqu'au 7 avril. En outre, avec des opérations de pension plus importantes et plus fréquentes, la BdC a aussi élargi le périmètre des actifs pouvant être affectés en garantie dans ces opérations.

Canada : Les opérations de pensions grimpent en flèche

Titres achetés en vertu d'accords de revente au bilan de la Banque du Canada



- **Achats massifs d'actifs :** Pour la première fois de son histoire, la Banque du Canada procédera à des achats à grande échelle de titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire, remplaçant les opérations au comptant de conversion avec rachat qu'elle effectuait auparavant au moins une fois par semaine. Avec un rythme d'achat « d'au moins C\$5 milliards par semaine », la BdC achètera des obligations toutes échéances confondues « jusqu'à ce que la reprise économique soit bien engagée ». Alors qu'une année complète de C\$5 milliards d'achats hebdomadaires représente un peu moins que la moitié du stock d'obligations du Canada en circulation, le volume record d'émissions d'obligations à venir au cours de cet exercice devrait permettre tous ces achats par la banque centrale sans que l'offre nette ne diminue de manière importante. Le gouverneur, Stephen Poloz, a hésité à qualifier ce programme d'assouplissement quantitatif en précisant que l'objectif du programme était de soulager les tensions sur le marché obligataire plutôt que de contrôler la courbe des taux. Mais, cette distinction semble purement sémantique.

- **Facilités de crédit :** La BdC a aussi établi un certain nombre de facilités de crédit pour soulager les tensions sur les marchés qui ont émergé quand la COVID-19 a commencé à sévir. Elle a débuté le 13 mars avec l'adoption de la facilité d'achat d'acceptations bancaires par laquelle la banque achètera des AB de trois mois et moins. Le 16 mars, la Banque a annoncé qu'elle achètera des obligations hypothécaires du Canada sur le marché secondaire deux fois par semaine. De plus (bien qu'il ne s'agisse techniquement pas d'un programme de la BdC), le gouvernement du Canada a annoncé que la SCHL achètera jusqu'à \$150 milliards de titres hypothécaires garantis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (titres hypothécaires LNH) en reprenant un programme de l'époque de la grande crise financière. Le 24 mars, elle a annoncé le Programme d'achat de titres provinciaux sur les marchés monétaires (PAPM) par lequel la Banque achètera jusqu'à 40% des émissions de bons du Trésor provinciaux sur les marchés primaires. Le 27 mars, elle a annoncé le Programme d'achat de papier commercial (PAPC) par lequel la BdC achètera du papier commercial, y compris du papier commercial adossé à des actifs, sur les marchés primaire et secondaire jusqu'en avril 2021. Enfin, la

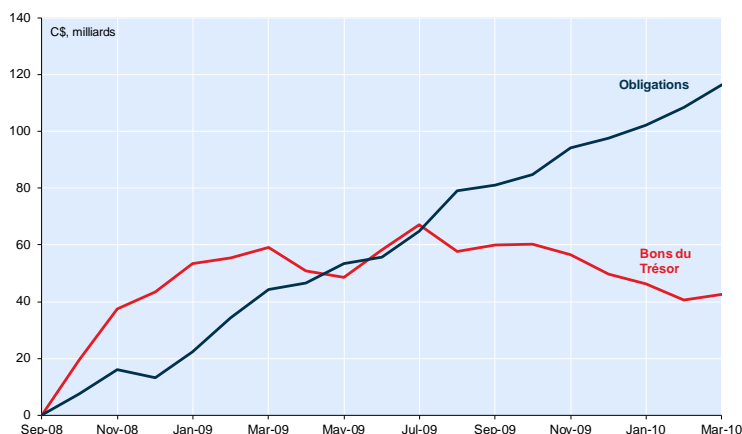
BdC a aussi lancé le Mécanisme permanent d'octroi de liquidités à plus d'un jour (STLF) qui met à la disposition des institutions financières un soutien temporaire pour des liquidités. Toutes les six grandes banques du Canada ont accédé à ce mécanisme.

- **Autres mesures :** En plus des mesures énumérées ci-dessus, les institutions financières ont aussi bénéficié d'un assouplissement de la réglementation. Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a nettement réduit les exigences de réserve pour stabilité pour les banques d'importance systémique, de 2.25% à 1.0%.

Un certain nombre de ces politiques, en plus des mesures budgétaires inédites lancées actuellement, nécessiteront une énorme augmentation des emprunts de l'État canadien pour les financer. Alors comment l'État se financera-t-il au cours des prochains mois? Habituellement, le gouvernement présente ses projets d'émission d'emprunts dans sa *Stratégie de gestion de la dette* (une annexe du budget annuel du gouvernement fédéral). Mais étant donné l'absence de budget fédéral pour 2020-2021, un examen de ce qu'il a fait pendant la crise financière de 2008-2009 pourrait donner quelques indices.

La stratégie d'émissions de bons et d'obligations du Canada après 2008

Variation des bons et obligations en circulation à partir de septembre 2008



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

À l'époque, le gouvernement a immédiatement opté pour une augmentation de ses émissions de bons du Trésor et les obligations ont fait du rattrapage dans les mois subséquents. Et comme le gouvernement du Canada le relève souvent dans ses budgets, les bons du Trésor sont ses principaux amortisseurs en matière de financement. Alors que la réaction à la crise actuelle date d'un mois à peine, nous entrevoyons déjà des signes selon lesquels le stock de bons du Trésor est appelé à croître rapidement. À la mi-mars, la BdC a annoncé que, pour la première fois, les adjudications de bons du Trésor passeront d'une fréquence bihebdomadaire à une fréquence hebdomadaire. En outre, sa première émission dans le cadre de ce nouveau calendrier se fera pour un montant record de C\$20 milliards. Il est difficile de dire combien de temps ce rythme d'émissions de BT persistera, mais si les C\$20 milliards devenaient la nouvelle norme, le stock de bons du Trésor du Canada augmenterait à près de C\$250 milliards d'ici la fin de septembre.

Du côté des obligations alors que le rythme des émissions n'accélérera peut-être pas aussi rapidement que celui des bons

du Trésor, la BdC devra nettement augmenter ses opérations. Et elle a déjà commencé. Le calendrier des émissions du premier trimestre de l'exercice indiqué cinq adjudications de plus qu'au T4 de 2019-2020 et les tailles des émissions, dans certains segments de la courbe, ont doublé (p. ex., la prochaine adjudication de titres de 2 ans se fera pour C\$6 milliards comparativement au rythme antérieur de C\$3 milliards). De manière réaliste, nous pourrions voir émettre pour près de C\$70 milliards de nouvelles obligations ce trimestre. Ce chiffre dépasserait allègrement le record antérieur de C\$38 milliards et concorde avec le rythme télégraphié des achats d'OdC par la BdC (c.-à-d. au moins C\$5 milliards par semaine).

Canada : Rythme potentiel d'offre de bonds du résor

BT en circulation la fin du mois et variations par rapport au niveau actuel

Mois	BT en circulation (FDM, C\$ milliards)			Variation du stock par rapport au 6 avril, 2020		
	C\$10 G	C\$15 G	C\$20 G	C\$10 G	C\$15 G	C\$20 G
Avr-20	162.0	182	202	5.7	25.7	45.7
Mai-20	173.9	213.9	253.9	17.6	57.6	97.6
Juin-20	201.5	266.5	331.5	45.2	110.2	175.2
Juil-20	201.8	274.8	347.8	45.5	118.5	191.5
Août-20	208.7	289.7	370.7	52.4	133.4	214.4
Sept-20	221.1	312.1	403.1	64.8	155.8	246.8
Oct-20	222.3	317.3	412.3	66.0	161.0	256.0
Nov-20	226.9	325.9	424.9	70.6	169.6	268.6
Déc-20	234.1	338.1	442.1	77.8	181.8	285.8

FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Canada : Émissions trimestrielles potentielles d'OdC

Données projetées du T1 2020-2021; calendrier d'adjudications trimestrielles

Durée	Nombre d'adjudications		Tailles (C\$ G)		Total (C\$ G)	
	T4 19-20	T1 20-21	T4 19-20	T1 20-21	T4 19-20	T1 20-21
2A	5	4	3.0 - 5.0	6.0	17.0	24.0
3A	2	2	2.4	4.0	4.8	8.0
5A	2	4	4.2	5.5	8.4	22.0
10A	1	2	3.4	4.0	3.4	8.0
30A	0	2	0.0	3.0	0.0	6.0
ORR	0	1	0.0	1.0	0.0	1.0
Total	10	15	-	-	33.6	69.0

FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Monde : Moins de munitions, mais toujours au front

Pour beaucoup d'autres grandes économies développées, ce choc économique sans précédent se produit à un moment où la croissance était déjà stagnante, où l'inflation était timide et, donc, où les taux directeurs étaient bas (et dans bien des cas négatifs). Là, les mesures prises sur le front de la politique monétaire étaient de la catégorie « non conventionnelles », l'augmentation des achats d'actifs étant le principal recours.

- **Banque centrale européenne** : La réaction de la BCE à la COVID-19 a commencé le 12 mars, moment où la Banque s'est engagée à augmenter son programme d'achat d'actifs 2020 de €120 milliards (US\$ 130 milliards, environ €13 milliards par mois) comparativement à son engagement antérieur de €20 milliards (US\$21.6 milliards) par mois. La banque centrale

a aussi rendu les conditions de son programme TLTRO plus favorables avec des taux offerts bas de -0.75%. De plus, la réglementation a été allégée pour permettre aux banques d'utiliser pleinement leur capital et leurs réserves de liquidités et les exigences de fonds propres ont été assouplies. Lors de la conférence de presse qui a suivi l'annonce de cette politique, Christine Lagarde qui faisait encore ses premières armes comme présidente de la BCE, a rendu les marchés nerveux en affirmant que le rôle de la banque n'était pas de réduire les écarts de taux entre les marchés de dettes souveraines. Mais moins d'une semaine plus tard, la BCE essayait de calmer l'angoisse, en augmentant assez substantiellement son programme d'achat d'actifs face à la pandémie. Dans cette nouvelle mouture, la banque centrale achètera pour €750 milliards (US\$810 milliards) d'actifs admissibles en 2020, dont les critères ont été élargis pour inclure le papier commercial et les obligations du gouvernement grec. Devant la crainte que la BCE n'enfreigne les limites d'achat réglementaires par émetteur, ces règles ont également été abandonnées, laissant plus de latitude à la banque centrale.

- **Banque d'Angleterre** : Contrairement à la BCE, la BdA disposait d'un peu de marge pour abaisser son taux directeur quand la crise a éclaté. Le 11 mars, avec une réduction de taux de 50 pb, le taux directeur a été abaissé à 0.25%. Lors de la même réunion de politique monétaire, la Banque a présenté des mesures semblables aux TLTRO appelées *Term Funding Scheme for Small and Medium-Sized Enterprises* (TFSME) qui assurent aux banques un financement à terme de quatre ans au coût de 0.25% seulement. La BdA a aussi assoupli les exigences de fonds propres pour les banques afin de libérer davantage de capacité de prêt. Moins d'une semaine plus tard, un mécanisme d'achat de papier commercial « illimité » était établi pour faciliter l'accès à du financement à court terme pour les entreprises. Le 19 mars, le taux directeur a été réduit de 15 pb de plus, à 0.1%, et un plan d'augmentation des positions en obligations du Royaume-Uni et obligations de sociétés de catégorie investissement de £200 milliards (US\$245 milliards) était dévoilé. Le TFSME annoncé précédemment a aussi été amplifié. Enfin, la banque centrale a lancé un mécanisme de prise en pension d'urgence (*Contingent Term Repo Facility*) qui assurera aux banques admissibles et sociétés de construction trois mois de financement à un taux d'à peine 25 pb.
- **Banque du Japon** : La BdJ a commencé à réagir avec une augmentation des opérations de pension le 13 mars. Plus tard, dans la même semaine, elle a annoncé le doublement de ses programmes d'achat annuel de FNB et de FPI à ¥12,000 milliards (US\$112 milliards) et ¥180 milliards (US\$1.7 milliard), respectivement. Elle a aussi rehaussé le plafond de ses achats de papier commercial et d'obligations de sociétés de ¥2,000 milliards (US\$18.7 milliards). Enfin, la BdJ a introduit une nouvelle facilité de prêt pour les banques à un taux d'intérêt de 0% pour les inciter à prêter aux grandes entreprises.

Les munitions dont disposaient ces banques centrales quand la pandémie s'est déclarée étaient modestes par rapport à celles du Canada et des États-Unis, mais les autorités monétaires de

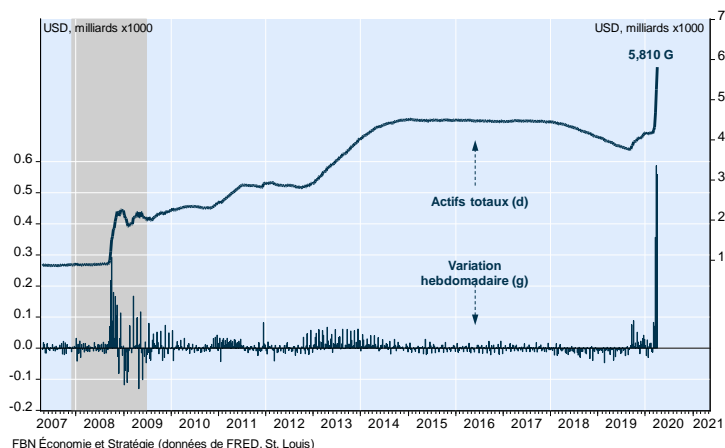
ces territoires se sont néanmoins activées pour essayer de soutenir l'économie. Comme avait l'habitude de le dire l'ancien président de la BCE, Mario Draghi, la banque centrale fera « tout ce qui sera nécessaire ». Huit ans plus tard, cette approche du tout pour le tout est plus importante que jamais.

Bilan de la Fed : vers l'infini et plus loin encore

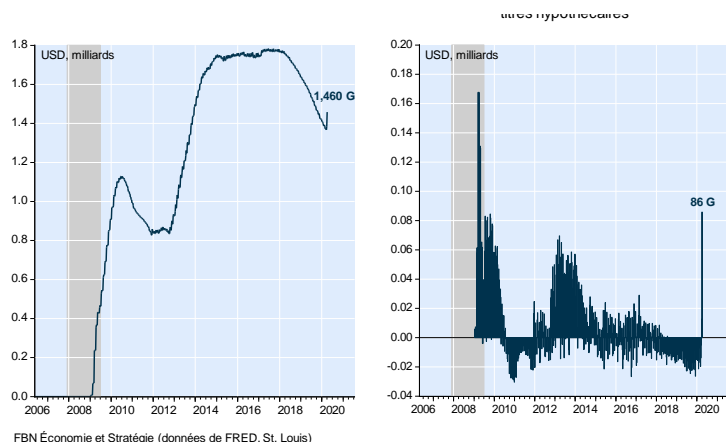
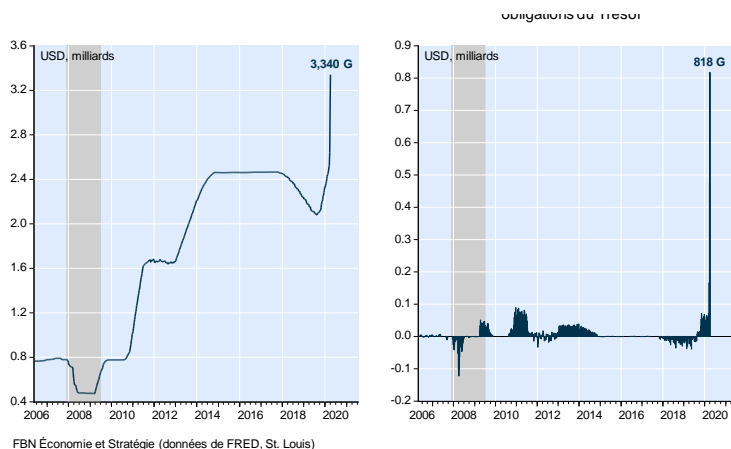
Les trains de mesures monétaires ambitieux mis en place pour atténuer le choc du coronavirus ont clos les débats concernant la boîte à outils des banques centrales. Il y a quelques semaines à peine, semble-t-il, les économistes se demandaient encore si les grands argentiers du monde développé étaient arrivés à court de munitions pour contrer un choc économique. Pour être justes envers ces critiques (dont nous faisons partie), il a suffi d'un seul mois aux banques centrales aux États-Unis et au Canada pour atteindre le plancher des taux d'intérêt de zéro pour cent. Mais alors, les grands argentiers des deux côtés de la frontière ont ouvert grand les vannes des achats d'actifs.

Aux États-Unis, le bilan de la Fed a gonflé de \$4,300 milliards le 11 mars à un record absolu de \$5,800 milliards le 1^{er} avril. Au cours de la seule semaine terminée le 25 mars, il a crû de \$586 milliards, pulvérisant les records historiques antérieurs. À titre de comparaison, la plus forte augmentation en une semaine pendant la crise de 2008-2009 a été de \$292 milliards.

Total des actifs détenus par la Fed

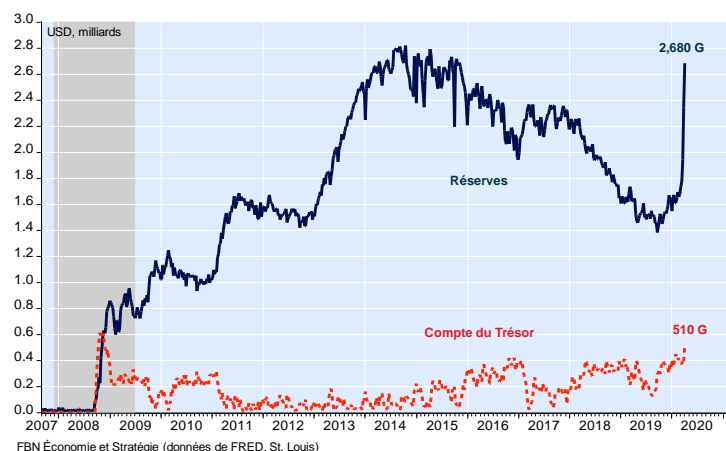


Les détails sont époustouflants. Au cours des trois dernières semaines, la Fed a acheté pour \$818 milliards d'obligations du Trésor, portant le total de sa position à \$3,340 milliards. À côté de cela, le record d'avant la crise sur une période de trois semaines fait pâle figure à \$90 milliards en décembre 2010. Pendant ce temps, les positions de la Fed en titres hypothécaires ont augmenté de \$1,370 milliards le 11 mars à \$1,460 milliards le 1^{er} avril.



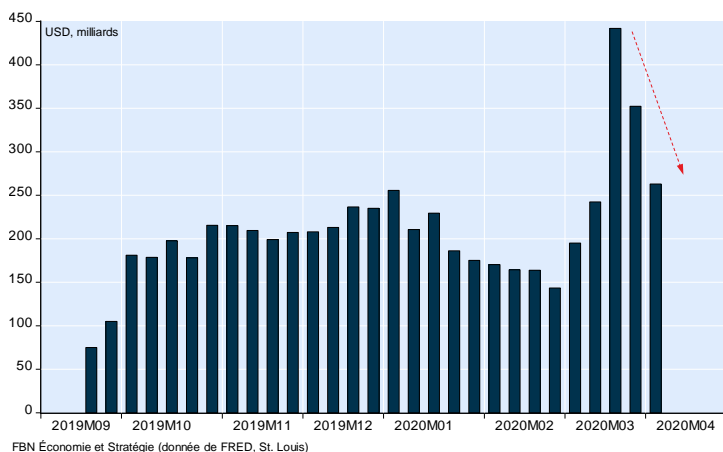
Quand la Fed achète des obligations et des titres hypothécaires sur le marché secondaire, elle les paie en créant des réserves qu'elle dépose dans le compte du courtier vendeur. Étant donné l'ampleur des achats de la Fed, l'augmentation spectaculaire des réserves observées ces dernières semaines n'est pas étonnante.

Éléments clés de la réserve fédérale



Les réserves sont maintenant proches d'un record absolu, et la nouvelle abondance de liquidités a eu l'avantage additionnel de soulager les tensions sur le marché des prises en pension. En inondant les banques de liquidités, la Fed leur a offert la souplesse réglementaire nécessaire pour emprunter les unes aux autres, réduisant la nécessité d'une intervention de la banque centrale. En effet, les données les plus récentes révèlent une baisse encourageante de la demande d'opérations de prise en pension de la Fed.

Contraits de prise en pension au bilan de la Réserve fédérale



Mais surtout, l'intervention de la Fed a permis aux marchés des obligations du Trésor de fonctionner normalement après un brusque recul de la liquidité à la mi-mars. L'établissement d'un mécanisme de prise en pension temporaire FIMA pour les autorités monétaires étrangères et internationales devrait continuer de soutenir le bon fonctionnement du marché des obligations du Trésor en offrant une autre source de dollars américains que la vente de titres. Avec les accords de swap de liquidités en dollars américains que la Réserve fédérale a établis avec d'autres banques centrales, cela devrait soulager les tensions sur les marchés du financement en USD mondiaux.

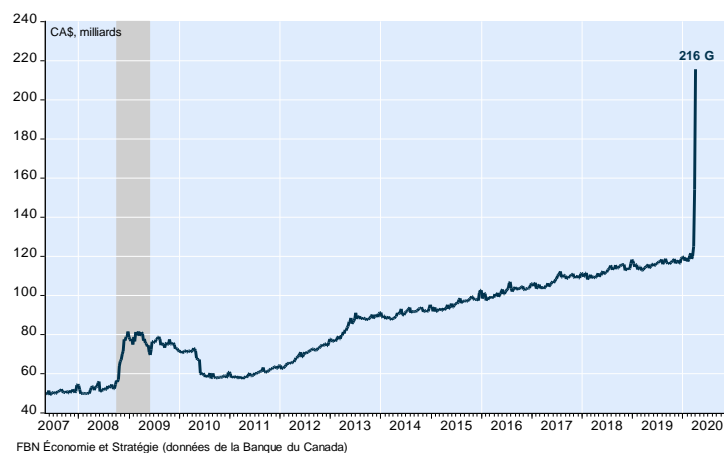
Dans l'état actuel des choses, nous pouvons donc dire que l'intervention rapide de la Fed a réussi à éviter que les marchés figent et à empêcher une panique. Dans une perspective légèrement plus à long terme, le programme d'achat d'actifs de la Fed aidera à absorber l'immense quantité de dettes nouvelles que devra émettre le Trésor américain pour financer le trou budgétaire béant de Washington. Sans l'aide de la banque centrale, les investisseurs seraient probablement débordés par le surcroît d'offre d'obligations du Trésor, ce qui entraînerait une augmentation des coûts de financement de l'État. Les besoins de financement plus importants du gouvernement forceront probablement aussi la Fed à conserver un bilan nettement plus important à l'avenir.

La BdC dans les traces de la Fed

Ne nous leurrions pas. Le fait que la Banque du Canada n'a pas eu besoin d'acheter des actifs après la crise de 2008-2009 a toujours été vu par les Canadiens comme une distinction attestant la vigueur de notre système de réglementation et de nos institutions financières. Ce n'est plus le moment de s'en vanter. La Banque du Canada est entrée dans le bal de

l'assouplissement quantitatif le mois dernier, en annonçant le 27 mars qu'elle commencera à acquérir des titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire. À C\$5 milliards (au moins) par semaine pendant six mois par exemple, cela représente plus de C\$130 milliards d'achats d'obligations d'ici la fin de septembre. Ce seul programme entraînerait un doublement du bilan de la BdC par rapport à la base d'actifs de CA\$125-130 milliards d'avant la pandémie de COVID-19. Mais en réalité le bilan de la BdC avait déjà doublé avant la mise en application de l'AQ, quand la banque centrale a commencé à multiplier les achats d'acceptations bancaires, d'obligations hypothécaires commerciales et de papier commercial provincial sur les marchés monétaires, sans compter les opérations de pension.

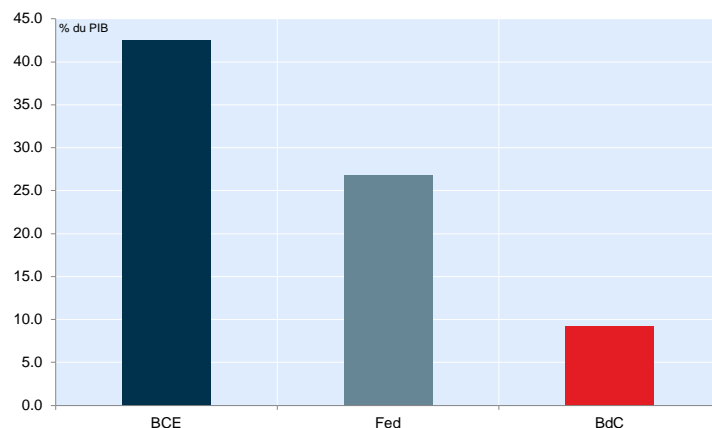
Bilan du bilan de la Banque du Canada



Compte tenu de toutes les mesures différentes adoptées par la BdC, celle-ci pourrait voir quadrupler les actifs détenus au cours des prochains mois, à un montant sensiblement égal à 22% du PIB. Cela veut dire que le bilan de la BdC va probablement augmenter aussi vite, sinon plus vite, que ce que nous observerons probablement aux États-Unis ou en Europe, quoique partant d'une base en pourcentage du PIB plus basse. (Le bilan de la BdC n'atteignait que 5% du PIB avant la crise de la COVID-19 comparativement à 24% pour la Fed et 39% pour la BCE.)

Canada : La BdC dans les traces d'autres banques centrales

Bilans de banques centrales choisies en pourcentage du PIB nominal



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Certes, bon nombre des mesures mises en place pour faire face à la crise sont généralement censées être temporaires. Mais les banques centrales des économies avancées ont eu tendance à avoir du mal à normaliser leur bilan une fois que le génie de l'AQ/achat d'actifs était sorti de sa lampe. La BdC pourrait connaître un sort différent. Pour être clairs, nous nous attendons à ce que les nuages noirs du virus finissent par se dissiper, permettant une reprise de l'activité économique et le démantèlement des mesures de soutien extraordinaires/dispositifs de secours temporaires. Mais attention : La stratégie de restauration du bilan de la BdC (comme tout processus prospectif de normalisation des taux d'intérêt) pourrait devenir plus difficile à appliquer si, comme certains le craignent maintenant, le monde d'après le virus était stigmatisé par une destruction de capacité définitive et un taux de chômage plus élevé que ce vers quoi nous nous dirigeons avant que la COVID-19 nous fasse tant dévier de notre cap. Nous verrons avec le temps. D'ici là, la planche à billets tournera à plein régime à Ottawa.

Où se trouve la limite de l'AQ?

Les grands déficits budgétaires, doublés de programmes d'achat d'actifs par les banques centrales sans précédent, semblent donner raison aux tenants de la théorie monétaire moderne pour qui la maîtrise de la planche à billets devrait permettre aux gouvernements de conserver d'importants déficits budgétaires indéfiniment. Mais la théorie économique standard fait penser autrement. Comme il a déjà été mentionné, quand une banque centrale achète un titre – par exemple une obligation gouvernementale – sur le marché secondaire, elle le paie en créditant le compte du courtier avec de l'argent fraîchement imprimé (en version numérique), augmentant par conséquent la masse monétaire. En théorie, quand l'obligation arrive à échéance, le Trésor en paie le capital à la banque centrale. Celle-ci est alors forcée par la loi de reverser le produit au Trésor, processus circulaire qui entraîne une réduction proportionnelle de la masse monétaire. Ou alors, si la banque centrale décide de revendre l'obligation à un courtier avant son échéance, elle débite le compte du courtier, processus qui diminue également l'argent en circulation.

Mais ce que certains observateurs du marché supputent maintenant, c'est que la masse monétaire ne se contractera jamais. Ils pensent que, quand les obligations détenues par les banques centrales arriveront à échéance, les grands argentiers utiliseront le produit non pas pour rembourser le Trésor, mais plutôt pour acheter de nouveaux titres, ce qui maintiendra en permanence le gonflement de la masse monétaire. Cela ressemble – mais sans être tout à fait identique – à un processus connu sous le nom « d'argent hélicoptère » qui est généralement vu comme l'achat d'obligations *perpétuelles* (ou d'autres formes d'actifs émis par des gouvernements n'arrivant jamais à échéance) par les banques centrales. Contrairement à l'AQ, l'argent hélicoptère implique que les banques centrales financent les déficits des gouvernements tout en sachant que ces derniers n'ont nullement l'intention de rembourser le principal sur leur dette. En d'autres termes l'argent hélicoptère conduit à une augmentation permanente de la masse monétaire. Les programmes d'achat d'actifs actuels, par contre, laissent la porte ouverte à une réduction, un jour, des bilans des banques centrales et, du même coup, de la masse monétaire.

Agrégat M2 de la masse monétaire



FBN Économie et Stratégie (données de FRED, St. Louis)

Cela dit, nous ne pensons pas que les banques centrales réduiront leurs bilans de sitôt. Au contraire, la conduite des politiques semble entrer dans une nouvelle ère caractérisée par un interventionnisme plus important. Mais pour revenir à notre sujet, quelle est la limite de la monétisation ? Mécaniquement, il n'y en a pas. Les banques centrales pourraient faire tourner indéfiniment la planche à billets et utiliser cet argent pour racheter la dette du gouvernement. Mais la théorie, l'histoire et le bon sens nous indiquent que, à un certain point, la création monétaire engendrera de l'inflation. Pas tout de suite, ni dans un avenir prévisible, puisque le gouffre béant des écarts de production contrebalancera largement l'augmentation de la masse monétaire et exercera une pression à la baisse sur les prix. Mais il arrive un moment où une offre excédentaire conduit à la dévaluation de la monnaie. Répétons-nous, nous ne prévoyons pas que cela soit un problème dans un avenir rapproché. Mais c'est un avertissement aux pouvoirs publics. Aussi louables soient-ils, leurs efforts actuels pour réduire le choc du coronavirus ne peuvent pas continuer indéfiniment. Un retour à une « normalité » budgétaire pourrait être pénible, mais peut-être moins que les conséquences de son contraire.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

*Stratège principal Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

*Associé Stratégie Taux d'intérêt,
Économie et Stratégie*
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 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

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 SCF 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.