



Incidence financière de l'achat d'Obligations hypothécaires du Canada par le gouvernement



Le directeur parlementaire du budget (DPB) appuie le Parlement en fournissant des analyses économiques et financières dans le but d'améliorer la qualité des débats parlementaires et de promouvoir une plus grande transparence et responsabilité en matière budgétaire.

Le présent rapport contient un aperçu des répercussions financières de l'engagement du gouvernement à consacrer jusqu'à 30 milliards de dollars par année à l'achat d'Obligations hypothécaires du Canada.

Analystes principaux :

Mark Creighton, analyste principal

Préparé sous la supervision de :

Kristina Grinshpoon, directrice

Nathalie Desmarais, Carol Faucher, Martine Perreault et Rémy Vanherweghem ont contribué à la préparation du rapport pour publication.

Pour obtenir de plus amples renseignements [veuillez contacter le Bureau du directeur parlementaire du budget](#).

Jason Jacques

Directeur parlementaire du budget par intérim

Table des matières

Faits saillants.....	1
Résumé	2
Achats d'OHC par le gouvernement	4
Incidence financière	5
Annexe	10
Le processus de titrisation	10
Le cycle de vie d'une OHC	10
Notes	12

Faits saillants

Dans l'Énoncé économique de l'automne de 2023, le gouvernement du Canada a annoncé son intention de consacrer un maximum de 30 milliards de dollars par année à l'achat d'Obligations hypothécaires du Canada (OHC) à compter de 2024.

Jusqu'à présent, le gouvernement a acheté pour 50,8 milliards de dollars d'OHC, ce qui représente 48,1 % de la quantité totale d'OHC émises depuis février 2024.

L'écart de rendement entre les OHC et les obligations du gouvernement du Canada qui sont de durées similaires s'est rétréci depuis le début de ces achats; en conséquence, les revenus ont été inférieurs aux attentes fondées sur le rendement passé.

Si le gouvernement empruntait davantage pour financer ces achats, il pourrait faire grimper ses coûts d'emprunt généraux, et s'il avait recours à l'endettement à court terme pour financer l'achat d'actifs à plus longue échéance, il s'exposerait à des taux d'intérêt plus élevés à court terme qui pourraient faire diminuer ou disparaître les revenus nets provenant de l'achat des OHC.

On ignore s'il est possible pour le gouvernement d'accroître sa limite d'achat annuelle sans nuire au fonctionnement du marché des OHC, qui représente un outil de gestion des risques pour les investisseurs.

Résumé

En février 2024, le gouvernement du Canada s'est mis à acheter des Obligations hypothécaires du Canada (OHC) pour honorer son engagement de consacrer un maximum de 30 milliards de dollars par année à l'achat de ces obligations. La limite d'achat représente la moitié de la valeur maximale des émissions annuelles (60 milliards de dollars). Au 30 septembre 2025, le gouvernement avait acheté pour 50,8 milliards de dollars d'OHC, ce qui représente 48,1 % de la quantité totale d'OHC émises depuis février 2024.

Par le passé, les OHC ont eu un rendement supérieur à celui des obligations du gouvernement du Canada de même durée. Cet écart permettait au gouvernement de faire des emprunts à des taux d'intérêt plus bas pour financer l'achat d'OHC, et donc de générer des revenus (nets) sans faire augmenter la dette publique nette. Or, depuis que le gouvernement a commencé à acheter des OHC en 2024, l'écart de rendement s'est rétréci, ce qui a fait baisser les revenus nets générés par les achats subséquents.

En nous fondant sur nos Perspectives économiques et financières de septembre 2025, nous avons fait l'analyse de divers scénarios d'écart de rendement pour estimer les revenus nets (ou les répercussions financières) à moyen terme que pourraient générer les achats d'OHC par le gouvernement. D'après les scénarios envisagés, on s'attend à ce que ces achats génèrent des revenus nets de 353,4 millions à 509,7 millions de dollars par année d'ici 2030-2031.

Bien que le gouvernement puisse augmenter la quantité de ses achats (soit en maintenant, soit en rehaussant le plafond des émissions obligataires) pour générer plus de revenus, les paramètres du programme ont été fixés à la suite de consultations auprès des opérateurs pour préserver l'intégrité du marché des OHC. Une expansion du programme pourrait ébranler la fonction des OHC comme mécanisme de gestion des risques fondé sur le marché.

On prévoit cependant que l'émission d'obligations supplémentaires pour financer l'achat d'OHC fera augmenter la dette publique brute de 30 milliards par année, pour un total de 179,3 milliards en 2030-2031. Ces obligations supplémentaires pourraient exercer une pression sur l'ensemble des coûts d'emprunt du gouvernement et faire diminuer ou disparaître les revenus nets provenant des achats d'OHC. Par ailleurs, comme le gouvernement utilise surtout des instruments d'emprunt à court terme (comme des bons du Trésor et des obligations à 2 ans) pour acheter des actifs de plus

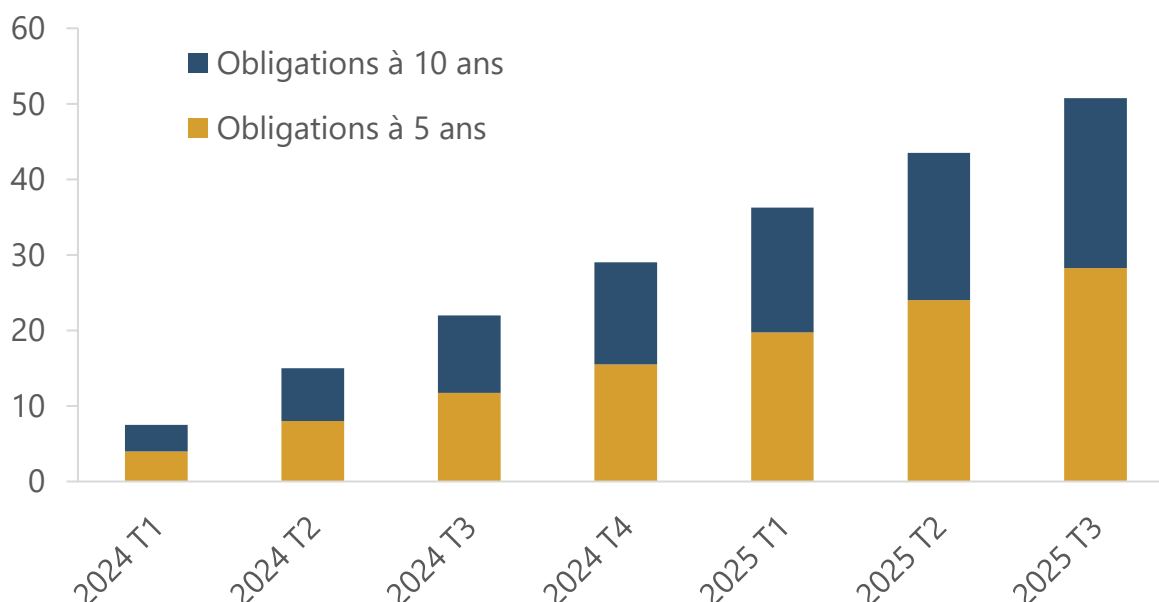
longues durées, il risque de payer des taux d'intérêt à court terme plus élevés qui pourraient faire diminuer ou disparaître les revenus nets provenant des achats d'OHC.

Achats d'OHC par le gouvernement

Dans l'Énoncé économique de l'automne 2023, le gouvernement a annoncé son intention d'acheter pour un maximum de 30 milliards de dollars d'OHC par année à compter de février 2024, et en outre de faire passer à 60 milliards la valeur annuelle maximale des émissions d'OHC¹. Au 30 septembre 2025, le gouvernement avait acheté pour 50,8 milliards de dollars d'OHC, soit près de la moitié de toutes les émissions d'OHC depuis février 2024. Cet investissement comprend 28,3 milliards pour des OHC à 5 ans et 22,5 milliards pour des OHC à 10 ans (voir la figure 1). On trouvera à l'annexe de l'information générale sur le processus de titrisation et les OHC.

Figure 1

Portefeuille d'OHC à 5 ans et à 10 ans du gouvernement du Canada (en milliards de dollars)



Source :

Bureau du directeur parlementaire du budget et Société canadienne d'hypothèques et de logement.

Incidence financière

Le gouvernement finance ses achats d'OHC au moyen d'emprunts fédéraux. Chaque achat fait croître la quantité d'actifs et de passifs du gouvernement du même montant, ce qui ne change rien à la dette publique nette, mais qui fait augmenter la dette publique brute².

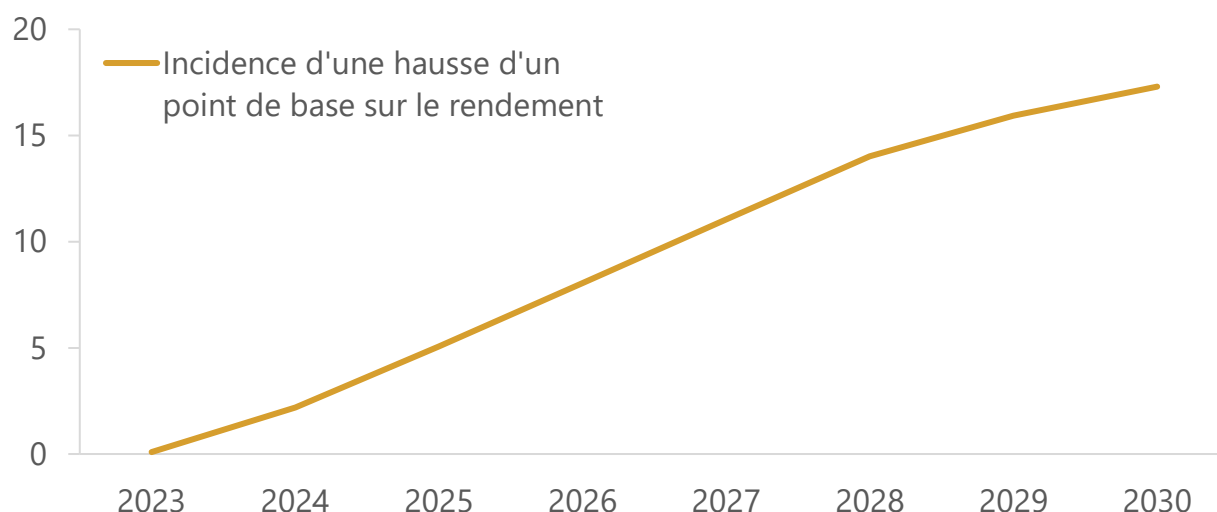
Les OHC ont un rendement supérieur à celui des obligations comparables du gouvernement du Canada, et ce revenu supplémentaire est ce qui amène les investisseurs à détenir ces titres relativement moins liquides³. Comme le gouvernement conserve ses OHC jusqu'à leur échéance, il profite de cet excédent. Le risque bancaire lié aux OHC est équivalent à celui lié aux obligations du gouvernement du Canada, puisque la [Société canadienne d'hypothèques et de logement \(SCHL\) garantit](#) le paiement des intérêts et du principal.

Par souci de simplicité, dans la présente analyse, nous sommes partis de l'hypothèse que le gouvernement utilise une stratégie fondée sur la congruence des échéances⁴. Par exemple, il émettra des obligations à 5 ans pour financer l'achat d'OHC à 5 ans. L'incidence financière (le revenu net généré) dépend donc de la taille et de la durée des obligations acquises. Comme le gouvernement a annoncé son intention d'acheter pour un maximum de 30 milliards d'obligations chaque année, la taille de son portefeuille d'OHC augmentera jusqu'à ce que les obligations viennent à échéance. Par conséquent, une augmentation (ou une baisse) d'un point de base du rendement moyen du portefeuille du gouvernement aura un effet cumulatif à moyen terme lié à la croissance du nombre d'OHC (voir la figure 2).

Nous avons aussi supposé que le gouvernement utilisera le montant des OHC venus à échéance pour rembourser les emprunts qu'il a contractés pour financer l'achat d'OHC. La présente analyse repose sur l'hypothèse que le gouvernement maintiendra le volume de ses achats d'obligations à 5 ans et à 10 ans jusqu'à la fin de 2025, ce qui représente respectivement des dépenses de 4,25 milliards et de 3 milliards pour les deux trimestres restants. Nous avons également supposé qu'au-delà de 2025, le gouvernement consacrera chaque année 15 milliards à l'achat d'OHC à 5 ans et 15 milliards à l'achat d'OHC à 10 ans. Selon ces hypothèses, en 2030-2031, la valeur des OHC détenues par le gouvernement devrait avoir atteint 179,3 milliards de dollars et la dette publique brute devrait avoir augmenté du même montant.

Figure 2

Incidence financière d'une hausse d'un point de base dans l'écart de rendement des OHC (en millions de dollars)



Source :

Bureau du directeur parlementaire du budget.

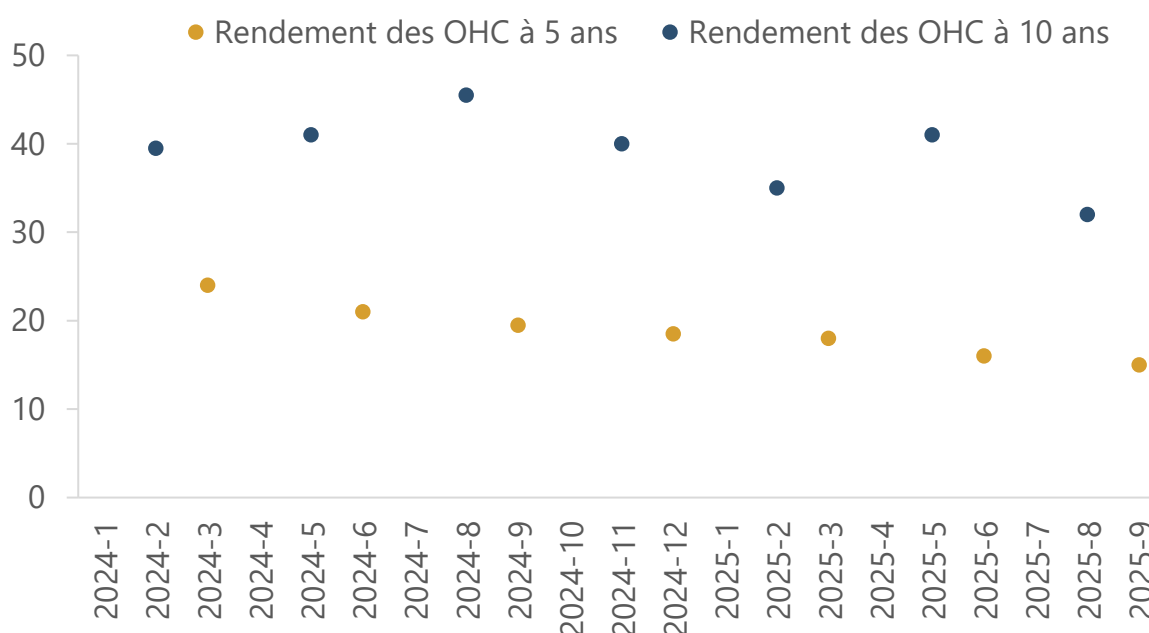
Note :

Les années correspondent aux exercices financiers (2024 correspond à l'exercice 2024-2025). Une baisse d'un point de base dans l'écart de rendement des OHC aurait une incidence financière négative du même ordre.

Depuis le début des achats d'OHC par le gouvernement en février 2024, les écarts de rendement à la date d'émission sont passés de 24,0 à 15,0 points de base pour les OHC à 5 ans, et de 39,5 à 32,0 points de base pour les OHC à 10 ans. Il convient toutefois de noter que la tendance à la baisse des écarts de rendement n'a pas été constante (voir la figure 3).

Figure 3

Écarts de rendement entre les OHC à 5 ans et à 10 ans et les obligations du gouvernement du Canada correspondantes (en points de base)



Source :

Bureau du directeur parlementaire du budget et Banque du Canada.

Note :

Ces écarts représentent la différence entre les OHC et les obligations de référence correspondantes du gouvernement du Canada à la date de mise en circulation des OHC.

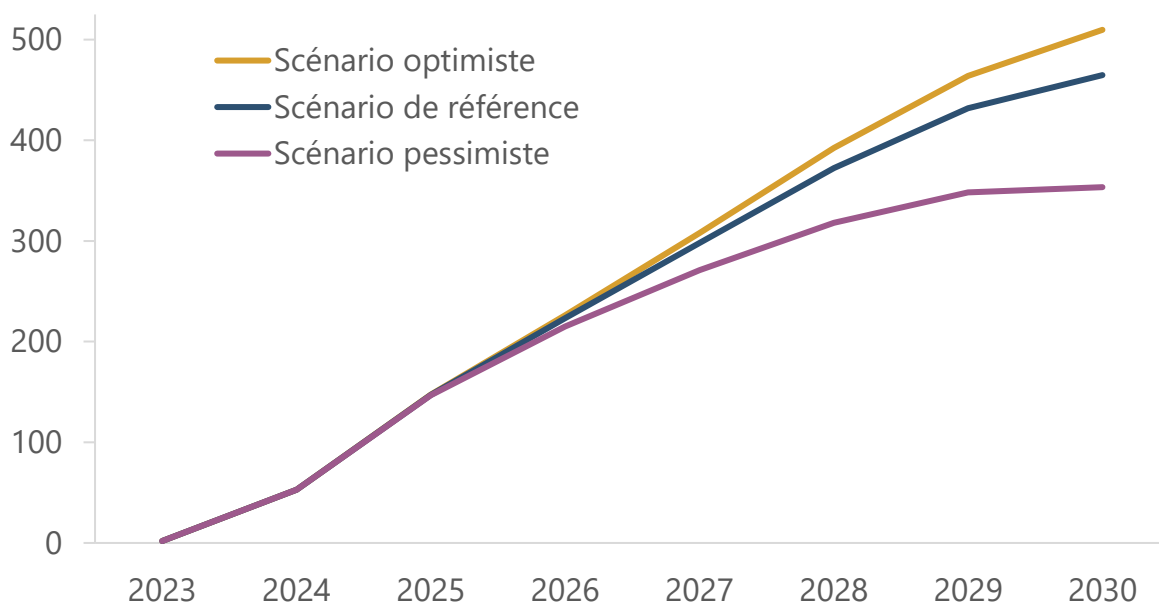
Le rétrécissement des écarts de rendement a fait diminuer les revenus nets provenant des achats d'OHC, mais on ne peut prédire avec certitude la façon dont la situation évoluera. Par conséquent, conformément à nos Perspectives économiques et financières de septembre 2025 fondées sur le statu quo, nous avons analysé trois scénarios pour déterminer l'incidence financière à moyen terme des achats d'OHC par le gouvernement (voir la figure 4)⁵ :

- Scénario de référence : Les écarts de rendement des OHC se maintiendront aux niveaux observés au moment du dernier achat d'OHC⁶;
- Scénario pessimiste : Les écarts de rendement des OHC continueront de baisser au rythme observé depuis février 2024⁷;

- Scénario optimiste : Les écarts de rendement des OHC feront une remontée pour atteindre la moyenne historique observée entre juillet 2015 et juillet 2025⁸.

Figure 4

Incidence financière des achats d'OHC selon divers scénarios d'évolution des écarts de rendement (en millions de dollars)



Source :

Bureau du directeur parlementaire du budget et Société canadienne d'hypothèques et de logement.

Note :

Les années correspondent aux exercices financiers (2024 correspond à l'exercice 2024-2025). Les données pour les exercices 2023-2024 et 2024-2025 sont des estimations. La période de projection s'étend des exercices 2025-2026 à 2030-2031.

Dans chaque scénario, le gouvernement génère des revenus nets chaque année. En 2030-2031, les revenus nets projetés sont établis à 509,7 millions de dollars dans le scénario optimiste, à 464,7 millions de dollars dans le scénario de référence et à 353,4 millions de dollars dans le scénario pessimiste. Dans l'Énoncé économique de l'automne 2023, le gouvernement prévoyait que l'achat d'OHC générerait des revenus nets de 596,0 millions de dollars en 2028-2029; notre estimation selon le scénario optimiste s'élève à 392,5 millions de dollars⁹.

Bien que le gouvernement puisse augmenter la quantité de ses achats (soit en maintenant, soit en rehaussant le plafond des émissions obligataires) pour générer plus

de revenus, les paramètres du programme ont été fixés à la suite de consultations auprès des opérateurs pour préserver l'intégrité du marché des OHC. Une expansion du programme pourrait ébranler la fonction des OHC comme mécanisme de gestion des risques fondé sur le marché. De plus, si le nombre d'OHC émis augmentait, il pourrait manquer de titres admissibles en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* pour une émission donnée. En outre, une hausse de la demande du gouvernement pourrait faire rétrécir encore davantage l'écart de rendement.

L'incidence financière finale du programme des OHC ne dépendra pas seulement de cet écart, mais aussi des autres conditions du marché et des taux d'intérêt. On prévoit que la dette publique brute découlant de l'émission d'obligations pour financer l'achat d'OHC augmentera de 30 milliards de dollars par année, pour atteindre 179,3 milliards en 2030-2031, ou 7,6 % per cent de la dette fédérale négociable non amortie¹⁰. Ces obligations supplémentaires pourraient exercer une pression sur l'ensemble des coûts d'emprunt du gouvernement et faire diminuer ou disparaître ses revenus nets¹¹. Les analyses de marché et les données du marché des swaps portent à croire qu'une hausse des emprunts pourrait produire sur la courbe de l'écart de rendement un effet semblable aux conséquences financières et à l'impact sur les marchés causés par une hausse des émissions d'obligations.

De plus, comme la durée des obligations que le gouvernement achète est plus longue que celle des obligations qu'il émet (dont une bonne part sont des obligations à court terme, comme des bons du Trésor ou des obligations à 2 ans)¹², le gouvernement risque de payer des taux d'intérêt à court terme plus élevés qui pourraient faire diminuer ou disparaître les revenus provenant des achats d'OHC¹³.

Annexe

Le processus de titrisation

La création des OHC se fait par le processus de la titrisation. La titrisation permet à son initiateur (une banque, par exemple) de regrouper des actifs qui génèrent un revenu (des prêts hypothécaires, par exemple) dans un portefeuille de référence en vue de les transformer en titres de créance vendus à des investisseurs pour se financer. Les titres sont adossés au revenu généré par les actifs du portefeuille. Ce processus transforme des actifs non liquides en titres liquides et transfère le risque bancaire.

On peut faire intervenir un intermédiaire (la Fiducie du Canada pour l'habitation (FCH), par exemple) dans le processus. La distance juridique créée par cet intermédiaire protège les actifs du portefeuille dans l'éventualité où l'initiateur aurait des difficultés financières. Il arrive couramment que l'initiateur continue de gérer les actifs du portefeuille¹⁴.

La titrisation profite aux initiateurs et aux investisseurs. Elle permet aux initiateurs de mettre à profit des ressources qui auraient autrement été immobilisées dans les actifs du portefeuille pour étendre leurs activités dans une mesure qui n'aurait pas été possible autrement.

La titrisation peut aussi atténuer les coûts d'emprunt des initiateurs dont la cote de crédit est plus faible que celle des actifs. Elle facilite en outre le transfert aux investisseurs du risque bancaire lié au portefeuille.

Quant aux investisseurs, la titrisation les expose à une gamme d'actifs plus variée que celle à laquelle ils auraient normalement accès. Par exemple, peu d'investisseurs peuvent se permettre une participation directe et diversifiée au marché hypothécaire, vu la taille des actifs individuels. La titrisation permet également aux investisseurs de prendre les risques que la composition de leur propre portefeuille leur permet de mieux assumer.

Le cycle de vie d'une OHC

Le processus de création d'une OHC commence par l'obtention de prêts hypothécaires pour l'achat de propriétés unifamiliales, d'immeubles d'habitation ou de propriétés de

logement social, qui sont ensuite assurés. Les prêts hypothécaires sont regroupés dans des titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (TH LNH).

Un TH LNH doit remplir plusieurs critères pour pouvoir être intégré à une nouvelle OHC : 1) les prêts hypothécaires sous-jacents doivent être pleinement assurés par un assureur hypothécaire admissible; 2) les prêts hypothécaires sous-jacents doivent venir à échéance au plus tard à la date d'échéance de l'OHC; 3) les TH LNH doivent être conformes aux exigences réglementaires en matière de structure et de garanties¹⁵. Les TH LNH admissibles peuvent être vendus à la Fiducie du Canada pour l'habitation (FCH), qui émet les OHC. La taille d'une émission d'OHC ne peut pas être supérieure à la provision de TH LNH admissibles.

Pour déterminer la taille et les caractéristiques de chaque émission d'OHC, la FCH et ses conseillers en services financiers évaluent la demande du marché et tiennent compte de la quantité de TH LNH admissibles. Une fois fixées les caractéristiques d'une émission d'OHC donnée, les acquéreurs d'OHC (dont le gouvernement, qui achète les OHC par l'intermédiaire de son agent financier : la Banque du Canada) deviennent des preneurs de prix. Depuis janvier 2015, toutes les émissions d'OHC et les réouvertures d'émissions ont été entièrement souscrites, ce qui signifie que le montant proposé pour l'acquisition des OHC a égalé ou dépassé le montant de l'émission provenant de la FCH.

La FCH établit ensuite plusieurs accords pour faciliter la création de l'OHC. Le premier accord vise à confirmer que la SCHL accepte de garantir le paiement périodique des montants que la FCH versera aux investisseurs.

La FCH prépare aussi une série d'accords de swap. Ces accords permettent de convertir les paiements mensuels sur les TH LNH dans une mesure qui correspond aux versements de coupons et aux paiements du principal associés à l'OHC. Pour les OHC à taux fixe qu'il achète, le gouvernement encaisse des intérêts semestriels et reçoit le remboursement intégral du principal à la date d'échéance de l'obligation. Les revenus provenant des TH LNH sont réinvestis dans d'autres actifs admissibles; une partie des fonds est consacrée au paiement du coupon, et le reste au remboursement de la valeur nominale de l'OHC venue à échéance.

Lorsque la FCH a déterminé la demande du marché et établi les accords nécessaires à l'émission d'OHC, elle peut commencer la vente des OHC aux investisseurs; elle utilise simultanément les fonds pour faire l'acquisition des TH LNH admissible et pour conclure les accords de garantie et de swap avec les parties prenantes. Les investisseurs peuvent détenir les OHC jusqu'à leur date d'échéance ou les vendre ultérieurement sur le marché secondaire.

Notes

¹ [Banque du Canada : Renseignements sur les achats d'Obligations hypothécaires du Canada par le gouvernement](#)

² Comme on le souligne dans le [budget de 2024 \(annexe 2, Utilisations des emprunts\)](#), les obligations du gouvernement du Canada et les OHC sont toutes deux visées par la *Loi autorisant certains emprunts*. Pour remédier au problème du double comptage lorsqu'il émet des obligations pour financer l'achat d'OHC, le gouvernement du Canada a annoncé dans le budget de 2024 une modification apportée à la *Loi* pour déduire du calcul de ses emprunts l'argent qu'il amasse expressément pour financer l'achat d'OHC.

³ [Comptes publics du Canada 2024, volume 1, section 1.](#)

⁴ Dans la pratique, il peut y avoir des décalages en raison des différences entre les calendriers d'émission des obligations du gouvernement et des OHC. Par exemple, si le gouvernement fait un emprunt au début du mois pour financer l'achat d'OHC fait à la fin du mois, le coût d'emprunt pourrait ne pas correspondre au taux de rendement du marché à la date d'émission des OHC. Ainsi, même avec une stratégie fondée sur la congruence des échéances, une variation des taux d'intérêt à court terme peut engendrer de légers écarts entre le coût d'emprunt et le rendement des OHC.

⁵ Chaque scénario repose sur l'hypothèse que le gouvernement obtiendra les mêmes primes ou escomptes moyens à l'achat d'OHC que par le passé. Nous avons amorti les résultats sur la durée des OHC en nous servant de la méthode d'amortissement linéaire.

⁶ Les écarts les plus récents se situaient à 15,0 points de base pour les OHC à 5 ans achetés en septembre 2025 et à 32,0 points de base pour les OHC à 10 ans achetés en août 2025. Ces chiffres correspondent grossièrement aux estimations contenues dans nos [Perspectives économiques et financières de septembre 2025](#).

⁷ Pour notre analyse, nous avons supposé que les écarts de rendement des OHC ne dépasseraient pas le seuil inférieur des écarts historiques sur 5 ans, à savoir 5 points de base pour les OHC à 5 ans et 18,1 points de base pour les OHC à 10 ans.

⁸ Cette moyenne se situe à 32,1 points de base pour les OHC à 5 ans et à 45,2 points de base pour les OHC à 10 ans.

⁹ [Énoncé économique de l'automne de 2023, Annexe 2 : Stratégie de gestion de la dette.](#)

¹⁰ Notre modélisation des achats d'OHC par le gouvernement donne un portefeuille de 179,3 milliards de dollars à la fin de 2030-2031. Dans nos [Perspectives économiques et financières de septembre 2025](#), nous prévoyons que le montant de la dette contractée sur les marchés atteindra 2,3 billions de dollars d'ici la fin de 2030-2031.

¹¹ Lors d'une [consultation menée par le gouvernement](#), les participants au marché ont affirmé que l'insertion des OHC dans le programme d'emprunt régulier du gouvernement pourrait entraîner une augmentation de 5 à 7 points de base des coûts d'emprunt. Cette estimation était liée aux paramètres initiaux du programme proposé dans le budget de 2023, lorsque le gouvernement envisageait d'acheter la totalité des OHC émises chaque année (valeur de 40 milliards).

¹² Par exemple, dans la dernière version de sa [stratégie de gestion de la dette](#), le gouvernement estimait que 68 % de ses emprunts en 2025-2026 proviendraient de l'émission de bons du Trésor et d'obligations à 2 ans.

¹³ Les [pertes enregistrées par la Banque du Canada](#) sont un exemple récent du coût que peut comporter le risque de perte sur les taux d'intérêt. Comme les passifs de la Banque du Canada étaient surtout composés d'obligations de courte durée (vulnérables aux fluctuations des taux d'intérêt), ses actifs, de plus longue durée, ont eu un rendement comparativement inférieur qui n'a pas évolué assez vite pour compenser la hausse des coûts d'emprunt. Cet intervalle entre la durée des actifs et celle des passifs met en évidence les résultats financiers qui peuvent découler du risque de perte sur les taux d'intérêt, surtout si le taux directeur grimpe rapidement.

¹⁴ À titre d'exemple, dans le cas des prêts hypothécaires, l'initiateur serait responsable de la perception des paiements mensuels, des saisies de biens hypothéqués et d'autres activités d'exploitation. L'initiateur touche une rémunération pour ces services et envoie le reste de la rentrée d'argent à l'émetteur ou aux investisseurs, selon la structure employée pour créer les titres.

¹⁵ Pour plus de détails, veuillez consulter le [Guide du participant du Programme des OHC](#) et le [Guide des titres hypothécaires LNH](#).

RP-2526-014-S_f

T_RP_3.1.1f

© Bureau du directeur parlementaire du budget, Ottawa, Canada, 2025