

# Consultation sur les obligations à rendement réel du gouvernement du Canada

## Vue d'ensemble

Le ministère des Finances (« le ministère ») et la Banque du Canada (« la Banque ») sollicitent l'avis des distributeurs de titres d'État, des investisseurs institutionnels et des autres parties intéressées sur le fonctionnement du programme d'émission des obligations à rendement réel du gouvernement du Canada (ORR). Les avis recueillis dans le cadre de ces consultations guideront le ministère et la Banque dans leur évaluation des résultats du programme et leur permettront de déterminer si des ajustements devraient y être envisagés pour qu'il continue de répondre aux objectifs liés à la gestion de la dette.

## Contexte

Le ministère et la Banque évaluent régulièrement les principaux aspects de la gestion de la dette publique. C'est ce qui les amène à examiner le programme d'émission d'ORR à la lumière de l'évolution de la conjoncture macroéconomique, des pratiques de gestion de la dette et de la demande de titres indexés sur l'inflation.

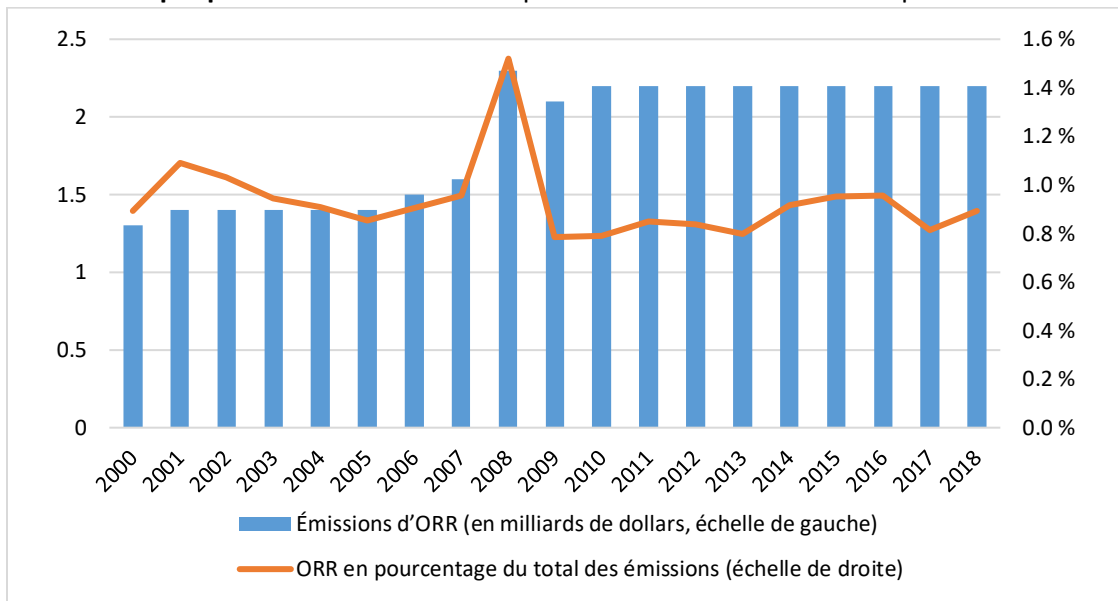
Comme il avait été précisé lors de la création du programme, en 1991, celui-ci vise un certain nombre d'objectifs :

1. Constituer une source de financement économique par rapport à d'autres options;
2. Diversifier le programme d'obligations négociables du gouvernement;
3. Élargir le choix d'instruments offerts sur le marché et diversifier la clientèle d'investisseurs;
4. Développer le marché secondaire;
5. Envoyer un signal au marché quant à la position résolument anti-inflationniste du gouvernement;
6. Fournir un indicateur de rendement réel et des attentes d'inflation à long terme.

Les résultats de cette consultation contribueront à évaluer la capacité du programme de réaliser ces objectifs et la pertinence de les poursuivre dans l'avenir. Les participants au marché sont invités à nous donner leur avis en répondant au questionnaire ci-après.

### *Historique des émissions et de l'encours des ORR*

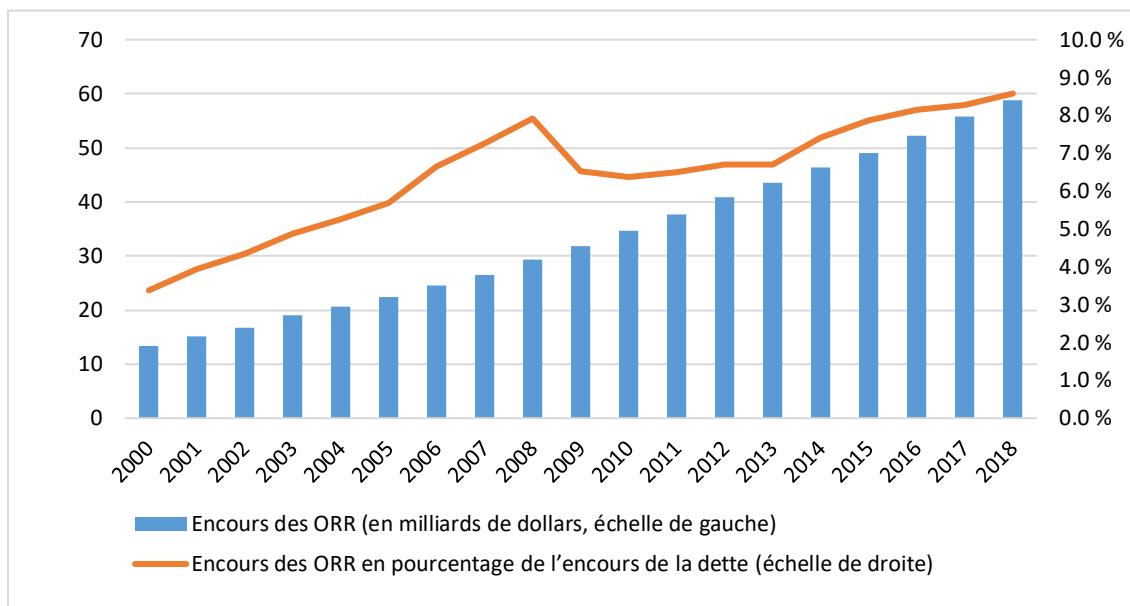
Les émissions annuelles d'ORR sont demeurées constantes depuis 2010 (à 2,2 milliards de dollars) et leur part du total des émissions est restée relativement stable (graphique 1). À la suite des commentaires reçus des participants, la Stratégie de gestion de la dette pour 2019-2020 prévoit une légère diminution du montant d'ORR à émettre au profit des obligations à rendement nominal à 30 ans, mais la dernière modification d'importance de ce montant remonte à l'exercice 2007-2008. Il était alors passé de 1,6 à 2,3 milliards de dollars.

**Graphique 1 : Émissions d'ORR et part du total des émissions chaque année**

Source : *Rapport sur la gestion de la dette*

Nota : Le total des émissions comprend les émissions annuelles d'obligations et l'encours des bons du Trésor à la fin de l'exercice.

Les ORR étant des titres à long terme, le fait d'en émettre à intervalles réguliers a entraîné un accroissement de leur encours, tant en chiffres absolus qu'en proportion de l'encours total de la dette (graphique 2). Les premières émissions de ces titres arriveront à échéance dans les prochaines années (l'échéance de la toute première est en décembre 2021).

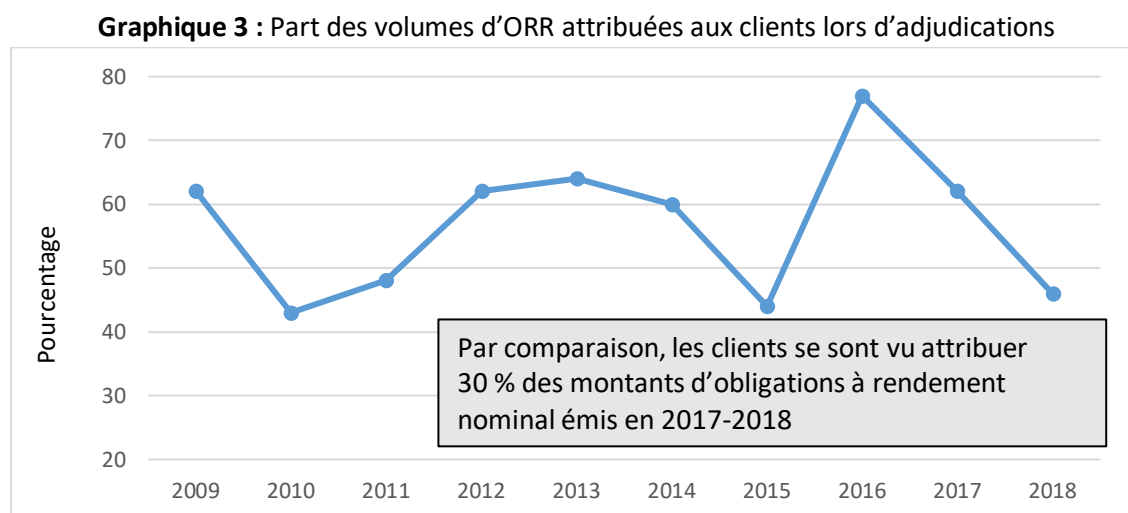
**Graphique 2 : Encours des ORR et part de l'encours total de la dette**

Source : *Rapport sur la gestion de la dette*

Nota : L'encours de la dette comprend l'encours à la fois des obligations et des bons du Trésor

## ORR : utilisation qu'en font les investisseurs

La demande d'ORR a continué d'être alimentée surtout par la clientèle d'acteurs du côté acheteur, dont les gestionnaires de portefeuille, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance. Les clients se sont vu attribuer l'essentiel des volumes d'ORR adjudgés depuis 2009 (graphique 3). Les questions suivantes portent sur le rôle joué par les ORR dans les portefeuilles des investisseurs.



Source : *Rapport sur la gestion de la dette*

1. Quelle est la raison principale pour laquelle votre organisation détient des ORR? En détenez-vous pour appairer vos éléments d'actif et de passif, pour améliorer le profil risque-rendement de votre portefeuille, à des fins de négociation active ou à d'autres fins? Si vous en détenez pour d'autres motifs, quels sont-ils?
2. Vous couvrez-vous contre le risque associé à la détention d'ORR? Le cas échéant, à quel instrument de couverture recourez-vous?
3. Détenez-vous d'autres actifs pour les mêmes raisons que vous détenez des ORR? Si oui, de quel type d'actifs s'agit-il et quelle en est l'importance relative dans votre portefeuille par rapport à celle des ORR?
4. Considérez-vous les ORR comme une catégorie d'actifs à part?
5. Les volumes d'ORR émis suffisent-ils à répondre aux besoins de votre institution?
6. Par comparaison avec les dix dernières années, quels devraient être vos besoins futurs en matière de titres indexés sur l'inflation?
7. Préféreriez-vous des ORR à 5, 10 ou 20 ans aux actuelles ORR à 30 ans? Si oui, préféreriez-vous, pour ces durées, les ORR aux obligations à rendement nominal?

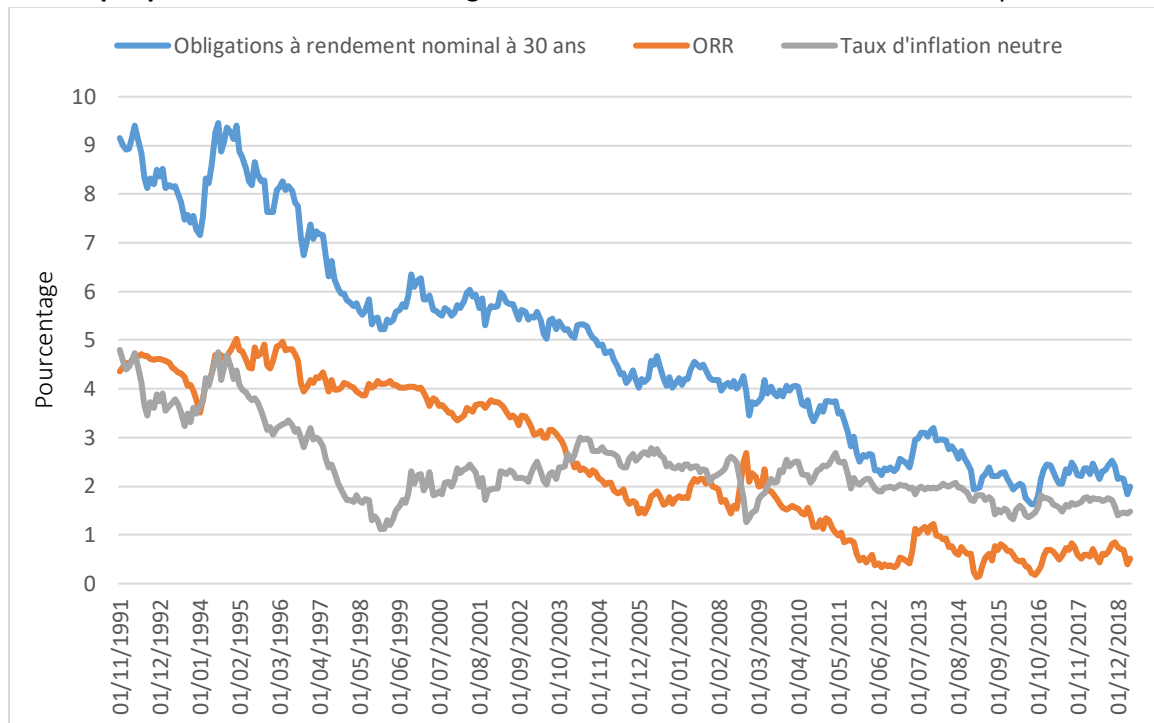
## Tendances du marché des ORR : demande et prix

Un des objectifs fondamentaux de la gestion de la dette est d'assurer à l'État canadien l'accès à un financement stable, à faible coût. Le prix des ORR par rapport à celui des obligations à rendement nominal de même échéance peut être évalué en se reportant au taux d'inflation neutre, à savoir la différence entre le rendement d'une ORR et celui d'une obligation à rendement nominal de même durée résiduelle.

Les taux d'inflation neutres ont varié au fil du temps et s'établissent en deçà de 2 % depuis 2014 (graphique 4), ce qui peut être attribuable à différents facteurs, dont des attentes d'inflation plus faibles, une baisse de la valeur de l'assurance contre le risque d'inflation ou encore une prime de liquidité plus importante que dans le cas des obligations à rendement nominal à 30 ans.

Cette partie porte sur les tendances générales en matière de demande et de prix et les facteurs qui les expliquent.

**Graphique 4 : Rendement des obligations à 30 ans et taux d'inflation neutre depuis 1991**



Source : Banque du Canada

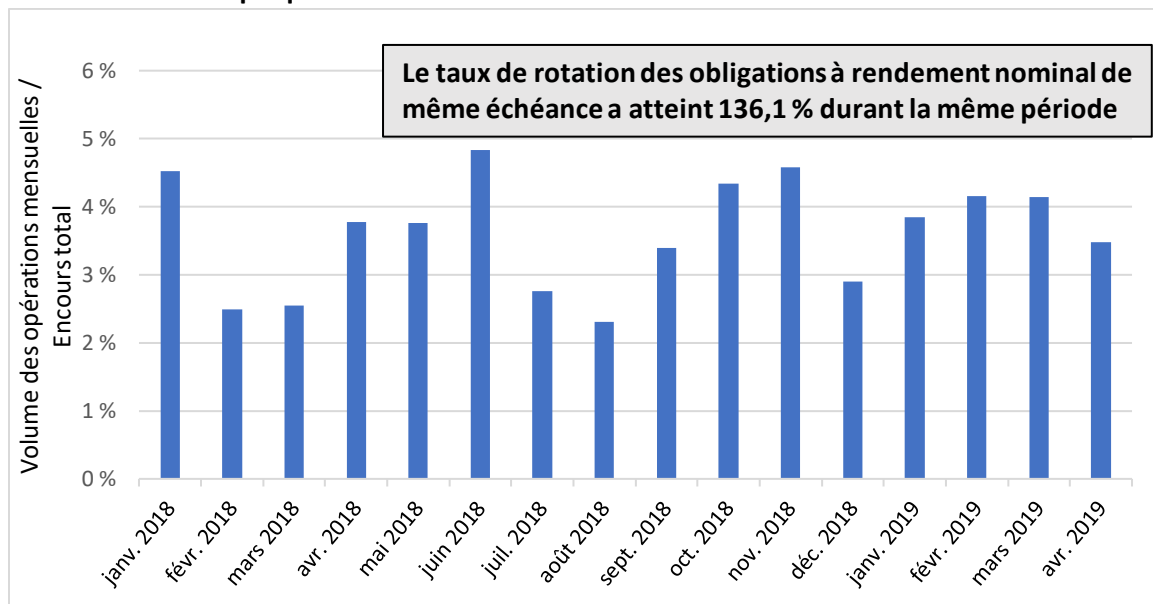
8. Comment décririez-vous dans l'ensemble la demande actuelle d'ORR?
  - a) Quelles tendances avez-vous observées ces dernières années?
  - b) Comment la demande pourrait-elle évoluer selon vous?

9. Comment le prix des ORR se compare-t-il à celui des obligations à rendement nominal à 30 ans? Estimez-vous que la différence de rendement entre les obligations à rendement nominal et les ORR rend bien compte des attentes d'inflation formées par les participants aux marchés?
10. Les taux d'inflation neutres sont-ils un indicateur précis des attentes formées par les participants aux marchés? Quels seraient les autres facteurs les plus déterminants permettant d'expliquer le prix récent des ORR (attentes d'inflation, risque d'inflation, prime de liquidité, etc.)?

### Activité sur le marché secondaire et sur les marchés connexes

Le marché secondaire des obligations à rendement réel a été peu actif depuis le lancement de ces titres. En particulier, les opérations sur ORR représentent une part relativement faible de l'ensemble des opérations sur titres du gouvernement du Canada (graphique 5), même si l'encours de ces titres représente quelque 8,7 % de l'encours total de la dette négociable de l'État.

**Graphique 5 : Taux de rotation sur le marché secondaire des ORR**



Source : calculs de la Banque du Canada

11. Comment qualifieriez-vous les conditions du marché secondaire des ORR et l'évolution de la liquidité sur ce marché au fil du temps?
12. Sauriez-vous dire pourquoi un marché de dérivés liés aux ORR ne s'est jamais développé au Canada?