

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette

Vue d'ensemble

Le 8 juillet 2020, le gouvernement du Canada a publié la [Stratégie de gestion de la dette de 2020-2021](#), dans laquelle il définit ses plans d'emprunt pour gérer la hausse considérable de la dette attribuable à la situation particulière que présente la crise de la COVID-19. Le ministère des Finances et la Banque du Canada sollicitent l'avis des distributeurs de titres d'État, des investisseurs institutionnels et des autres parties intéressées sur des questions liées à l'incidence, sur le marché, des changements annoncés dans cette stratégie, ainsi que sur la conception et les modalités du programme d'emprunt du gouvernement canadien sur le marché intérieur pour le reste de l'exercice 2020-2021 et pour celui de 2021-2022. Les consultations menées régulièrement auprès des participants au marché font partie intégrante du processus de gestion de la dette et sont d'une grande utilité. Tous les participants au marché sont invités à faire part de leurs observations.

Contexte

Malgré la pandémie, les objectifs fondamentaux de la gestion de la dette consistent toujours à obtenir un financement stable et à faible coût permettant de combler les besoins financiers du gouvernement du Canada, et à veiller au bon fonctionnement du marché des titres émis par l'État. Un financement stable et à faible coût passe par la recherche d'un juste équilibre entre les coûts et les risques associés à la structure d'emprunt selon divers scénarios concernant les besoins de financement et dans des conditions de marché variées. L'accès à un marché des titres du gouvernement qui fonctionne bien permet de mobiliser les fonds nécessaires au financement des besoins de l'État de manière efficiente dans le temps. De plus, c'est pour préserver la liquidité et le bon fonctionnement du marché des titres émis par l'État que le gouvernement s'efforce de favoriser la transparence et l'uniformité.

Le gouvernement a ajouté un nouvel objectif à la Stratégie de gestion de la dette de 2020-2021, soit celui d'émettre plus d'obligations à long terme que jamais auparavant pour gérer l'augmentation considérable de la dette liée aux mesures prises pour réagir à la crise de la COVID-19 et profiter des taux d'intérêt historiquement bas. Compte tenu de la situation, le gouvernement continuera de revoir sa stratégie de gestion de la dette pour dégager des possibilités d'emprunter à plus long terme, en tenant compte des besoins d'autres participants, comme les besoins d'emprunt des gouvernements provinciaux.

En raison de la COVID-19, des modifications importantes ont été apportées aux émissions de titres d'État pour l'exercice 2020-2021. Pratiquement sans préavis, le gouvernement a dû mobiliser des fonds considérables sur les marchés et il y est parvenu avec le soutien des courtiers et des investisseurs. Il mène actuellement des adjudications hebdomadaires de bons du Trésor, dont le niveau cible devrait atteindre le sommet historique de 294 milliards de dollars en fin d'exercice. Le gouvernement a par ailleurs lancé son plus vaste programme d'émission d'obligations, dont la valeur prévue est de 409 milliards de dollars. Une augmentation considérable des émissions est prévue pour toutes les échéances, mais particulièrement pour les segments de 10 et 30 ans, qui atteindront un montant sans précédent de 106 milliards de dollars au total (les émissions seront environ 5 et 7 fois plus élevées, respectivement, que les années précédentes).

Les propositions reçues dans le cadre des consultations, notamment en ce qui concerne la gestion des émissions de titres d'emprunt ces derniers mois, aideront les gestionnaires de la dette fédérale à

concevoir, pour le reste de l'exercice 2020-2021 et pour l'exercice 2021-2022, une stratégie de gestion de la dette axée sur la préservation d'un juste équilibre entre les coûts et les risques, et sur le maintien de la liquidité et du bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. Elles leur permettront également d'étudier les possibilités d'emprunter à plus long terme pour gérer l'augmentation considérable de la dette liée à la COVID-19.

Compte tenu des circonstances créées par la pandémie, les consultations sur la Stratégie de gestion de la dette se tiendront exceptionnellement sous forme de réunions virtuelles au cours de l'automne.

Augmentation des émissions prévues en 2020-2021

Des mesures de relance monétaire et budgétaire considérables ont dû être mises en œuvre pour soutenir les Canadiens pendant cette période difficile attribuable à la pandémie de COVID-19. Le gouvernement a donc émis des niveaux records de titres d'emprunt sur une courte période, s'avancant en terrain inconnu sur le plan des émissions. Pour ce faire, il lui a notamment fallu modifier le calendrier des émissions de bons du Trésor, qui sont devenues hebdomadaires, ajouter de nombreuses adjudications d'obligations par semaine et des segments d'échéance des émissions de référence.

1. Que pensez-vous des émissions de titres d'État depuis mars 2020? D'après vous, quels éléments fondamentaux ont permis de mobiliser ce niveau record de financement? Qu'est-ce qui pourrait être amélioré?
2. Quels changements avez-vous observés dans le type d'investisseurs qui s'intéressent aux titres du gouvernement du Canada? Qu'avez-vous remarqué de nouveau dans le comportement sur le marché, les préférences ou les exigences des investisseurs?
3. Comment qualifieriez-vous le fonctionnement des marchés primaire et secondaire des obligations du gouvernement du Canada cette année? Par rapport aux années passées? Que pensez-vous de la taille des adjudications et de la taille cible des émissions de référence? Que pensez-vous de la liquidité et des activités de négociation?
4. Est-ce que le Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada lancé par la Banque du Canada favorise une demande accrue lors des adjudications et améliore les conditions sur le marché (comme la liquidité)? Avez-vous remarqué des distorsions sur les marchés primaire et secondaire des titres d'État pouvant être attribuées à ce programme?
5. Quelle serait la capacité d'absorption, par le marché, d'émissions supplémentaires de bons du Trésor ou par segment d'obligations (p. ex., nombre d'adjudications par trimestre ou taille de celles-ci), si les besoins d'emprunt devaient de nouveau augmenter de façon inattendue dans l'avenir?
6. Quelles mesures pourraient être efficaces pour accroître la capacité du marché des obligations canadiennes à long terme émises par l'État et élargir la base des investisseurs intéressés par ces titres? Est-ce qu'un engagement à émettre périodiquement un certain niveau ou une certaine proportion d'obligations à long terme contribuerait à favoriser la liquidité de ces obligations? Dans quels segments devrait-il y avoir des réductions afin de soutenir toute augmentation des émissions d'obligations à long terme?
7. Quels seraient les meilleurs moyens pour le gouvernement d'inciter les investisseurs étrangers à investir dans des titres de dette canadiens émis par l'État, y compris les segments à long terme?
8. Y a-t-il des propositions particulières ou certaines expériences à l'échelle internationale (p. ex., la structure des émissions, les relations avec les investisseurs ou le marché britannique des obligations remboursables dans un délai supérieur à cinq ans) que le gouvernement devrait examiner en vue de

l'élaboration de sa stratégie de gestion de la dette, en tenant compte de la structure unique du marché canadien?

Obligations à long terme

Dans la stratégie de 2020-2021, l'émission d'obligations à long terme atteint un sommet historique (tableau 1) et le gouvernement continue d'étudier les possibilités d'emprunter à plus long terme tout en tenant compte des besoins d'autres participants au marché. L'augmentation est en outre proportionnellement plus élevée dans les segments de 10 et de 30 ans que dans les autres.

Tableau 1 : Émissions brutes d'obligations et encours des bons du Trésor projetés pour 2020-2021
(en milliards de dollars, à la fin de l'exercice financier)

	Exercice précédent (2019-2020)	Prévisions pour 2020-2021	Augmentation
Bons du Trésor (encours en fin d'exercice)	152	294	113 %
2 ans	53	150	183 %
3 ans	19	65	236 %
5 ans	33	88	165 %
10 ans	13	74	465 %
30 ans	4	32	662 %
Obligations à rendement réel	1,8	1,4	-22 %
Total des obligations	124	409	229 %
Total des émissions brutes	276	733	166 %

Sources : Banque du Canada et calculs du ministère des Finances

Note : Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

9. Alors que le gouvernement étudie des possibilités d'emprunter à plus long terme de façon à profiter des taux historiquement bas pour gérer la dette liée à la COVID-19, compte tenu des coûts et du volume potentiels, devrait-il créer un nouveau segment ou de nouveaux titres, se concentrer sur l'émission des segments existants comme ceux de 10 et de 30 ans, ou développer davantage celui de 50 ans?
10. Quelle est la capacité d'absorption, par le marché, d'émissions supplémentaires dans les segments de 10 et 30 ans (p. ex., nombre d'adjudications par trimestre et taille de celles-ci)?
11. Alors que le gouvernement étudie des possibilités d'emprunter à plus long terme, quel segment devrait être considéré (p. ex., 7 ans, 15 ans, 20 ans, 50 ans, 100 ans)? Quel volume le marché pourrait-il absorber dans ce nouveau segment en un an?
12. Le gouvernement devrait-il introduire temporairement un nouveau segment, étant donné que de telles émissions pourraient cesser d'être offertes quand les besoins financiers reviendront à la normale et que les émissions de titres finiront par diminuer, la dette liée à la COVID-19 ayant été contractée sous forme d'obligations à long terme?
13. Quels besoins d'autres émetteurs (comme les provinces, les municipalités et les sociétés) le gouvernement devrait-il prendre en compte dans le cadre de cette émission d'obligations à long terme la plus importante jamais réalisée?

Considérations opérationnelles liées aux obligations

Dans la stratégie de 2020-2021, la valeur prévue des émissions brutes d'obligations négociables sur le marché intérieur atteint un niveau record de 409 milliards de dollars. Après prise en compte des arrivées à échéance prévues et des rachats de titres programmés, l'encours des obligations du gouvernement du Canada devrait se chiffrer à 915 milliards de dollars d'ici la fin de l'exercice. Le profil d'émission pour 2020-2021 a changé considérablement afin de s'adapter aux besoins financiers beaucoup plus grands (tableau 2).

Les contraintes opérationnelles du gouvernement se retrouvent ainsi en terrain inconnu. Compte tenu du passage du segment de 3 ans à son propre cycle et de l'ajout d'une date d'échéance dans le segment de 10 ans, le point de vue des participants au marché sur la stratégie opérationnelle de gestion de la dette contribuera à déterminer quelles options pourraient être préférables dans l'avenir.

Tableau 2 : Profils d'échéances et fourchettes des obligations de référence par segment pour 2020-2021

Durée	Cible actuelle (G\$ CA)	Dates d'échéance	Nombre d'adjudications ³
2 ans	20-50	Février, mai, août, novembre	20-28
3 ans ¹	30-50	Avril, octobre	10-20
5 ans	35-55	Mars, septembre	10-20
10 ans	30-50	Juin, décembre	10-20
30 ans	25-45	Décembre	8-12
Obligations à rendement réel	9-15	Décembre ²	4

¹ L'émission de référence de septembre pour le segment des obligations à 3 ans constitue une réouverture d'une émission de référence d'obligations à 5 ans précédente. Une fois cette émission de référence complétée, le segment de 3 ans passera à son propre cycle avec des dates d'échéance en avril et en octobre.

² Les fourchettes des émissions d'obligations à rendement réel comprennent une estimation de l'ajustement au titre de l'inflation. Les obligations à rendement nominal et les obligations à rendement réel à 30 ans n'arrivent normalement pas à échéance la même année.

³ Le nombre réel d'adjudications peut être différent du nombre prévu en raison de changements imprévus des besoins d'emprunt.

14. Le segment des obligations à 3 ans dispose désormais de son propre cycle avec des dates d'échéance le 1^{er} avril et le 1^{er} octobre. Que pensez-vous de ce changement et comment vous y adaptez-vous?
15. On prévoit l'ajout d'une date d'échéance en décembre pour le segment des obligations à 10 ans, ce qui en portera le total à deux par année. Que pensez-vous de ce changement?
16. Une quatrième adjudication a été ajoutée au segment des obligations à rendement réel, alors que l'émission annuelle a été réduite de 400 millions de dollars par rapport à 2019-2020. Selon vous, cela a-t-il eu des répercussions sur les conditions, la demande, les prix ou la liquidité des marchés?
17. Les dates d'échéance des obligations du 2 janvier et du 2 juillet posent-elles des difficultés?
18. Auriez-vous des réserves concernant l'émission d'obligations dont la date d'échéance tomberait le 15^e jour du mois? Quelle durée des obligations serait la mieux adaptée pour une émission le 15 du mois?

19. Si une adjudication de multiples obligations devait avoir lieu le même jour (comme dans le cas des émissions de bons du Trésor), quelles durées combineriez-vous?

Bons du Trésor

Pour atteindre le montant cible de l'encours des bons du Trésor à la fin de l'exercice, établi à 294 milliards de dollars, le gouvernement compte poursuivre l'émission hebdomadaire des bons à 3, 6 et 12 mois, et la taille des adjudications devrait se situer entre 10 et 35 milliards de dollars. Le gouvernement continuera de recourir aux bons de gestion de trésorerie comme moyen de gérer sa trésorerie de façon efficiente.

20. Comment les marchés primaire et secondaire des bons du Trésor du gouvernement du Canada se sont-ils comportés cette année compte tenu du niveau beaucoup plus élevé des émissions de bons du Trésor et de l'émission hebdomadaire de ces titres (p. ex., liquidité, activités de négociation et comportement des investisseurs)?
21. Quel effet la participation accrue de la Banque du Canada a-t-elle sur le marché des bons du Trésor? En l'absence de la participation de la Banque du Canada, quel niveau l'encours de bons du Trésor peut-il atteindre de manière durable?
22. Compte tenu de la volonté du gouvernement de réduire la reconduction des emprunts et du fait que ses besoins en financement pourraient être moindres dans les exercices à venir par rapport à celui de 2020-2021, quel serait l'encours minimal de bons du Trésor qui permettrait de maintenir le bon fonctionnement du marché?
23. À quelle vitesse l'encours des bons du Trésor pourrait-il être abaissé? Dans ce cas, le gouvernement devrait-il revenir à des émissions de bons du Trésor toutes les deux semaines, ou serait-il préférable de conserver des émissions hebdomadaires de moins grande taille? Quel devrait être l'indicateur à surveiller (p. ex., maintenir la taille de l'adjudication au-dessus de 8 milliards de dollars)?
24. Que pensez-vous de la répartition des émissions entre les trois tranches (3, 6 et 12 mois)?

Autres

25. Une émission d'obligations vertes du gouvernement fédéral aiderait-elle à promouvoir et développer le marché de ces titres au Canada, en particulier dans l'optique d'augmenter les émissions d'obligations vertes canadiennes et les activités et actifs verts d'autres émetteurs canadiens? Comment le marché des obligations vertes se comporte-t-il au Canada? L'émission d'obligations vertes par le gouvernement fédéral pallierait-elle une défaillance ou une lacune du marché à laquelle seraient confrontées les entreprises pour financer des projets écoresponsables?
26. Une obligation verte fédérale faciliterait-elle l'atteinte des objectifs de gestion de la dette du gouvernement : assurer à ce dernier un financement stable et à faible coût tout en favorisant le bon fonctionnement du marché de ses titres, et aider à gérer la dette liée à la COVID-19 en profitant des taux d'intérêt historiquement bas?
27. Avez-vous constaté une hausse de l'utilisation de la négociation électronique depuis le début de la crise de la COVID-19?
28. La stratégie de gestion de la dette est publiée annuellement dans le plan budgétaire fédéral et présente essentiellement toujours le même type de renseignements. Cela dit, y a-t-il d'autres informations que vous aimeriez y voir? Le contenu existant pourrait-il être présenté plus clairement?

PORTEFEUILLE D'OBLIGATIONS					
Durée jusqu'à l'échéance (années)	Taux d'intérêt nominal	Échéance	Segment	Encours net des rachats (millions \$ CA)	Rachats (millions \$ CA)
Obligation à rendement nominal					
0,0	1.75%	Août 2020	2 ans	9 208	2 792
0,1	0.75%	Sept. 2020	3 et 5 ans	20 024	5 976
0,3	2%	Nov. 2020	2 ans	8 576	3 424
0,5	2.25%	Févr. 2021	2 ans	11 416	584
0,6	0.75%	Mars 2021	3 et 5 ans	24 426	1 074
0,6	10.5%	Mars 2021	30 ans	567	1 233
0,8	1.75%	Mai 2021	2 ans	10 767	1 233
0,8	3.25%	Juin 2021	10 ans	11 175	325
0,8	9.75%	Juin 2021	30 ans	286	4 364
1,0	1.5%	Août 2021	2 ans	11 967	33
1,1	0.75%	Sept. 2021	3 et 5 ans	19 065	135
1,3	1.25%	Nov. 2021	2 ans	12 000	0
1,5	1.5%	Févr. 2022	2 ans	12 000	0
1,6	0.5%	Mars 2022	3 et 5 ans	19 000	0
1,8	1.5%	Mai 2022	2 ans	20 000	0
1,8	2.75%	Juin 2022	10 ans	12 700	0
1,8	9.25%	Juin 2022	30 ans	206	0
2,0	0.25%	Août 2022	2 ans	30 000	0
2,1	1%	Sept. 2022	3 et 5 ans	25 200	0
2,6	1.75%	Mars 2023	3 et 5 ans	24 600	0
2,8	1.5%	Juin 2023	10 ans	14 200	0
2,8	8%	Juin 2023	30 ans	2 359	0
3,1	2%	Sept. 2023	3 et 5 ans	30 500	0
3,6	2.25%	Mars 2024	5 ans	11 908	92
3,8	2.5%	Juin 2024	10 ans	13 700	100
4,1	1.5%	Sept. 2024	5 ans	16 065	135
4,6	1.25%	Mars 2025	5 ans	17 300	0
4,8	2.25%	Juin 2025	10 ans	13 100	0
4,8	9%	Juin 2025	30 ans	2 134	169
5,1	0.5%	Sept. 2025	5 ans	32 500	0
5,8	1.5%	Juin 2026	10 ans	13 472	28
6,8	1%	Juin 2027	10 ans	14 740	260
6,8	8%	Juin 2027	30 ans	3 621	415
7,8	2%	Juin 2028	10 ans	13 500	0
8,8	2.25%	Juin 2029	10 ans	12 300	0
8,8	5.75%	Juin 2029	30 ans	10 599	284
9,8	1.25%	Juin 2030	10 ans	29 200	0
12,8	5.75%	Juin 2033	30 ans	11 989	285
16,9	5%	Juin 2037	30 ans	11 731	575
20,9	4%	Juin 2041	30 ans	13 838	345
25,4	3.5%	Déc. 2045	30 ans	16 300	100
28,4	2.75%	Déc. 2048	30 ans	14 900	0
31,4	2%	Déc. 2051	30 ans	18 817	1 000
44,4	2.75%	Déc. 2064	50 ans	4 750	0
Obligation à rendement réel					
1,3	4,25 %	Déc. 2021	ORR	5 175	0
6,3	4,25 %	Déc. 2026	ORR	5 250	0
11,3	4 %	Déc. 2031	ORR	5 800	0
16,4	3 %	Déc. 2036	ORR	5 850	0
21,4	2 %	Déc. 2041	ORR	6 550	0
24,4	1,5 %	Déc. 2044	ORR	7 700	0
27,4	1,25 %	Déc. 2047	ORR	7 700	0
30,4	0,5 %	Déc. 2050	ORR	6 600	0
Émission de référence			Émission de référence faisant l'objet de réouvertures		
* Source : Banque du Canada au 31 juillet 2020.					
* Obligations à rendement réel : montants non corrigés de l'inflation					