

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette

Vue d'ensemble

Le 19 avril 2021, le gouvernement du Canada a publié la [Stratégie de gestion de la dette de 2021-2022](#), dans laquelle il définit ses plans d'emprunt dans le contexte de 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 au fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, ainsi qu'à la conception et aux modalités du programme d'emprunt du gouvernement canadien sur le marché intérieur pour l'exercice 2022-2023. 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

Les objectifs fondamentaux de la Stratégie de 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 pour répondre aux 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 la régularité.

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. Au cours de cet exercice, il a lancé son plus vaste programme d'obligations, les émissions atteignant 374 milliards de dollars. Des augmentations considérables ont été notées pour toutes les échéances, en particulier les segments à plus long terme.

Dans la *Stratégie de gestion de la dette de 2021-2022*, le gouvernement a annoncé une réduction du programme d'emprunt en 2021-2022 par rapport à 2020-2021, et maintenu son objectif de maximiser le financement de la dette liée à la COVID-19 par l'émission à long terme. Ainsi, il prévoit émettre pour 121 milliards de dollars d'obligations à long terme (échéance de 10 ans ou plus) pendant l'exercice. Ce total représente 42 % de toutes les émissions d'obligations prévues en 2021-2022 et il s'agit d'une augmentation par rapport aux 107 milliards de dollars d'obligations à long terme émises en 2020-2021. Dans sa stratégie, le gouvernement a aussi indiqué qu'il rouvrirait l'émission d'obligations à très longue échéance – ce qu'il a fait le 18 mai 2021 et le 23 septembre 2021 –, et il s'est engagé à continuer à effectuer des émissions dans ce segment au cours des prochaines années. Il a de plus précisé qu'il surveillera de près les marchés financiers et pourrait émettre plus de titres de créance à long terme cette

année si les conditions du marché sont favorables. Enfin, le gouvernement a aussi signifié qu'il envisageait d'émettre ses toutes premières obligations vertes en 2021-2022, et qu'il explorerait, lors des consultations qu'il mènera cette année, la possibilité d'émettre des obligations sociales.

Les propositions reçues dans le cadre des consultations aideront les gestionnaires de la dette fédérale à poursuivre la mise en œuvre de la *Stratégie de gestion de la dette de 2021-2022*. Elles serviront également à concevoir, pour 2022-2023, une stratégie axée sur la préservation d'un juste équilibre entre les coûts et les risques ainsi que sur le maintien de la liquidité et du bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, et permettant d'étudier les possibilités d'emprunter à plus long terme pour financer 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 à compter d'octobre.

Baisse des émissions après la pandémie

Des mesures de relance monétaire et budgétaire considérables ont dû être mises en œuvre pour soutenir les Canadiens pendant la période difficile causée par 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 en 2020-2021. Puisque les besoins en financement devraient diminuer, le programme d'emprunt que le gouvernement aura à gérer sera de moins grande envergure au cours des années à venir.

1. 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? Cela a-t-il eu un impact sur le fonctionnement des marchés (p. ex. sur la liquidité)? Pouvez-vous décrire les tendances que vous avez observées ces dernières années en ce qui concerne la base des investisseurs intéressés par les titres d'emprunt sur le marché intérieur? Comment l'évolution du programme d'émission de titres d'emprunt ou d'autres modifications dans la structure ou les activités des marchés des titres à revenu fixe – comme une augmentation de la taille des émissions ou de l'activité sur le marché des contrats à terme – ont-elles favorisé ces changements liés aux clients?
2. Le Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada lancé par la Banque a-t-il eu un impact sur les résultats des adjudications? Si c'est le cas, dans quels segments l'impact s'est-il surtout fait sentir?
3. Dans quels segments les émissions devraient-elles être ajustées à la baisse si les besoins de financement futurs étaient moindres que prévu? Pour maintenir le bon fonctionnement du marché dans chaque segment, quels devraient être le montant minimal des émissions de bons du Trésor et la taille minimale des émissions d'obligations de référence, et pourquoi?
4. Quelle serait la capacité d'absorption, par le marché, d'émissions supplémentaires de bons du Trésor ou d'obligations (p. ex., nombre d'adjudications par trimestre, taille maximale des adjudications ou des obligations de référence), si les besoins d'emprunt devaient de nouveau augmenter de façon inattendue dans l'avenir?

- Quelles modifications du programme d'emprunt pourraient être efficaces pour accroître la capacité du marché des obligations canadiennes émises par l'État et élargir la base des investisseurs intéressés par ces titres? 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?

Obligations à long terme

Dans la *Stratégie de gestion de la dette de 2021-2022*, les émissions d'obligations à long terme atteignent de nouveau un sommet historique (tableau 1), comme en 2020-2021. L'augmentation est en outre proportionnellement plus élevée dans les segments de 10 et de 30 ans que dans les autres. La Stratégie prévoit également que le gouvernement continuera d'étudier les possibilités d'emprunter à plus long terme tout en tenant compte des besoins d'autres participants au marché.

Tableau 1

Émissions brutes d'obligations par échéance

G\$, en fin d'exercice

	2020-2021 Exercice précédent		2021-2022 Prévision	
	Émission	Proportion des émissions d'obligations	Émission	Proportion des émissions d'obligations
À court terme (segments de 2, 3 et 5 ans)	267	71 %	160	56 %
À long terme (10 ans et plus)	107	29 %	121	42 %
Obligations vertes	-	-	5 ¹	2 %
Émissions brutes d'obligations	374	100 %	286	100 %

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

¹Émission visée, sous réserve des conditions du marché.

- Quelle est la capacité d'absorption, par le marché, d'émissions supplémentaires dans les segments de 10 et 30 ans, ainsi que dans celui des obligations à très longue échéance (p. ex., nombre d'adjudications par trimestre et taille de celles-ci)? Si des besoins de financement moins élevés entraînaient une diminution importante des émissions brutes d'obligations, quels segments pourraient absorber les plus grandes baisses? Si les niveaux actuels des émissions d'obligations à longue échéance étaient maintenus, quels segments des émissions à plus courte échéance pourraient absorber la baisse des émissions brutes, et dans quelle proportion?
- Comment les marchés financiers ont-ils réagi à la réintroduction des émissions d'obligations à très longue échéance?

Considérations opérationnelles liées aux obligations

Dans la Stratégie de 2021-2022, la valeur prévue des émissions brutes d'obligations négociables sur le marché intérieur atteint 286 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 1 062 milliards de dollars d'ici la fin de l'exercice.

Compte tenu du passage du segment de 3 ans à son propre cycle l'an dernier, de l'ajout d'une échéance dans le segment de 10 ans et de la réintroduction du segment des obligations à très longue échéance, 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.

8. Comment les marchés primaire et secondaire des obligations du gouvernement du Canada se sont-ils comportés cette année par rapport à l'année dernière (p. ex., taille des adjudications et taille cible des émissions de référence, liquidité, activités de négociation et comportement des investisseurs)? Quelles améliorations le gouvernement pourrait-il apporter pour favoriser la liquidité des marchés primaire et secondaire de ces obligations?
9. Récemment, le problème des attentes d'inflation plus élevées a été soulevé par un groupe de parties prenantes. Selon vous, cela a-t-il eu des répercussions sur les conditions, la demande (des clients actuels ou des nouveaux clients), les prix ou la liquidité des marchés des obligations à rendement réel? Si non, pourquoi selon vous?
10. Les émissions dans le segment des obligations à très longue échéance s'effectuent actuellement selon une procédure modifiée d'adjudication. Que pensez-vous de l'idée d'effectuer ces émissions selon le mode d'adjudication habituel en respectant les obligations normales de soumission?

Bons du Trésor

Pour atteindre le montant cible de l'encours des bons du Trésor à la fin de l'exercice, établi à 226 milliards de dollars, le gouvernement compte poursuivre l'émission aux deux semaines des bons à 3, 6 et 12 mois, et la taille des adjudications devrait se situer entre 10 et 32 milliards de dollars. Le gouvernement continuera de recourir aux bons de gestion de trésorerie comme moyen de gérer sa trésorerie de façon efficiente.

11. Comment les marchés primaire et secondaire des bons du Trésor du gouvernement du Canada se sont-ils comportés cette année (p. ex., liquidité, activités de négociation et comportement des investisseurs)? Comment ces marchés ont-ils réagi quand il a été décidé de revenir à des adjudications aux deux semaines? Quelles améliorations le gouvernement pourrait-il apporter pour favoriser la liquidité des marchés primaire et secondaire des bons du Trésor?
12. Selon vous, quels seraient les encours minimal et maximal de bons du Trésor qui permettraient de maintenir le bon fonctionnement des marchés?
13. Le règlement des bons du Trésor s'effectue habituellement deux jours après l'adjudication (T+2). Quel serait l'impact si le règlement s'effectuait plutôt le jour suivant l'adjudication (T+1)? Seriez-vous d'accord avec un tel changement?

Titres liés à des indicateurs environnementaux, sociaux et relatifs à la gouvernance (ESG)

Dans son budget de 2021, le gouvernement a annoncé qu'il publierait un cadre d'obligations vertes au cours des mois à venir, avant d'émettre pour la toute première fois ce type d'obligations en 2021-2022. La cible d'émission sera de 5 milliards de dollars, sous réserve des conditions du marché. Le

gouvernement a également proposé dans le budget de 2021 d'examiner, lors des consultations qu'il mènera cette année, la possibilité d'émettre des obligations sociales qui viendraient s'ajouter à son programme d'emprunt actuel.

14. Selon vous, y a-t-il une demande sur les marchés financiers en faveur de l'émission d'obligations sociales du gouvernement du Canada?
15. Dans un contexte où les emprunts diminuent et les émissions à plus long terme augmentent, ce qui comprend la réouverture de l'obligation à très longue échéance et l'introduction à venir des obligations vertes, la capacité des marchés financiers est-elle suffisante pour absorber l'ajout d'un nouveau segment sans que cela ait une incidence sur la taille minimale des émissions de référence dans les segments existants?
16. Si le Canada décidait d'émettre des obligations sociales, quelles seraient les répercussions sur les marchés où se négocie ce type de titres au pays?

Divers

17. Veuillez nous faire part de tout commentaire que vous pourriez avoir sur le développement du marché des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada à 5 ans. Quelles ont été les répercussions sur les marchés primaire et secondaire des obligations à 5 ans?