

Sommaire des consultations sur la stratégie de gestion de la dette menées à l'automne 2021

Les consultations régulières auprès des participants au marché constituent une composante essentielle de l'engagement constant du gouvernement en faveur du bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada et font partie intégrante du processus de gestion de la dette, particulièrement dans le contexte de la gestion de la pandémie actuelle. En octobre 2021, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont tenu plus d'une trentaine de réunions virtuelles bilatérales et reçu des commentaires par écrit de courtiers, d'investisseurs et d'autres participants au marché concernés.

L'objectif était d'obtenir le point de vue des participants sur des questions liées à la conception et à la conduite du programme d'emprunt sur le marché intérieur du gouvernement du Canada pour l'exercice 2022-2023. L'avis aux marchés est accessible à partir de ce [lien](#). Le ministère des Finances et la Banque du Canada accordent une grande importance à l'avis des participants.

Les opinions exprimées ci-après reflètent celles des participants au marché et seront prises en considération dans la formulation de la stratégie de gestion de la dette.

Commentaires généraux

Les participants au marché ont indiqué que la normalisation de la politique budgétaire et de la politique monétaire a été ordonnée jusqu'à présent et que les changements apportés au programme d'emprunt et les divers programmes de soutien des marchés financiers mis en place par la Banque du Canada ont permis de répondre aux besoins, qu'ils étaient transparents et qu'ils ont été clairement communiqués.

Les participants ont mentionné que les marchés canadiens des valeurs à revenu fixe ont continué de fonctionner remarquablement bien en 2021. Les marchés primaire et secondaire ont été soutenus par le Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada (PAOGC) de la Banque du Canada. Le marché secondaire a aussi tiré parti du programme de prêt de titres de l'institution. Cependant, certains participants ont fait remarquer qu'il existe des frictions sur le marché secondaire en ce qui concerne les opérations visant les anciennes obligations, probablement en raison de la grande quantité détenue par la Banque du Canada.

Certains participants ont indiqué que, selon leurs observations, davantage d'investisseurs sont entrés sur le marché des titres du gouvernement du Canada à mesure que les émissions augmentaient pendant la pandémie. Ces investisseurs ont peut-être été attirés par la taille plus importante des émissions de référence et la possibilité de vendre des obligations plus anciennes dans le cadre du PAOGC de la Banque du Canada. Toutefois, certains participants au marché ont aussi mentionné que la présence accrue d'investisseurs étrangers aux visées spéculatives peut parfois nuire à la liquidité. Cela est le cas principalement dans les segments à long terme.

Baisse des émissions après la pandémie

La majorité des participants ont indiqué que, si les besoins d'emprunt diminuaient sensiblement en 2022-2023, le segment des bons du Trésor ne devrait pas être fortement abaissé en dessous du niveau actuel et que les émissions d'obligations à très long terme et à 3 ans pourraient cesser. Les émissions d'obligations à très long terme sont perçues comme volatiles et l'émission d'obligations à 3 ans n'est pas considérée comme une émission de référence utile par la plupart des participants. Selon eux, les émissions d'obligations à 2 ans sont jugées proches de leurs niveaux minimums, et le gouvernement

pourrait émettre davantage de titres dans ce segment en 2022-2023, et non moins. Les participants se sont prononcés en faveur du maintien du niveau actuel des émissions d'obligations à 5 ans. En général, ils estiment que les émissions d'obligations à long terme devraient être réduites étant donné que le PAOGC entre dans sa dernière phase et que les besoins financiers semblent sensiblement en deçà des prévisions du budget de 2021.

Obligations à long terme

Les participants au marché ont relevé que le marché des obligations à long terme du gouvernement du Canada a connu une légère hausse des taux (surtout dans le segment à 50 ans), mais qu'il fonctionnait bien. Après avoir enregistré un rythme d'achats de 5 milliards de dollars par semaine, le PAOGC est entré dans sa phase de réinvestissement, mais demeure un élément essentiel de la stabilité du segment à long terme des obligations du gouvernement du Canada. Un certain nombre de participants ont mentionné que, pour 2022-2023, le segment des obligations à 10 ans pourrait facilement absorber davantage d'émissions nettes parce qu'il bénéficie d'un marché de contrats à terme liquide et bien développé. Certains ont déclaré qu'il serait aussi possible d'augmenter quelque peu les émissions nettes dans le segment des obligations à 30 ans en 2022-2023, mais pas sans exercer une pression supplémentaire sur les rendements. Le gouvernement pourrait donc envisager de diminuer le montant des émissions brutes d'obligations à 30 ans puisque l'offre nette va augmenter.

S'agissant des obligations à très longue échéance, la grande majorité des participants, y compris ceux qui investissent normalement dans les obligations à long terme, ne recommandent pas de nouvelles émissions dans le segment à 50 ans. Ces investisseurs font état d'une demande limitée de ces instruments à très longue échéance, en raison surtout des faibles rendements ou d'autres stratégies de gestion de l'actif et du passif assorties d'un rendement supérieur.

Considérations opérationnelles liées aux obligations

Les participants au marché ont indiqué que les deux émissions de référence par an dans le segment à 10 ans fonctionnent bien, mais ont suggéré qu'elles devraient être constituées plus tôt; une minorité des participants ont proposé de revenir à une émission de référence par an.

En général, les participants au marché comprennent la raison pour laquelle le segment des obligations à 3 ans dispose de son propre cycle, mais la plupart ne soutiennent pas ce segment, car le marché des swaps ne l'a pas adopté. Certains ont suggéré de le rendre à nouveau fongible avec les anciennes émissions à 5 ans, tandis que quelques autres ont mentionné que les émissions à 3 ans devraient être redirigées vers les segments à 2 ans et à 5 ans.

Quelques participants ont affirmé qu'un marché à terme bien développé est essentiel pour inciter les investisseurs étrangers à s'intéresser à un segment particulier. Ils ont aussi proposé de modifier la procédure d'adjudication pour qu'elle soit mieux adaptée aux investisseurs qui ont des obligations fiduciaires, y compris les investisseurs internationaux. Le fait qu'on ait récemment rendu les calendriers trimestriels d'adjudication plus transparents est perçu comme un changement positif, car cela apporte une plus grande clarté qu'apprécient les participants étrangers qui ne suivent pas le cycle de référence du Canada aussi attentivement.

Bons du Trésor

Au cours de la dernière année, les bons du Trésor ont continué d'être en forte demande par les investisseurs canadiens et étrangers, en raison des excédents de trésorerie dans les marchés financiers. Les attentes envers la normalisation de la politique monétaire et l'arbitrage international ont aussi augmenté la demande de bons du Trésor. Le marché des bons du Trésor fonctionne bien malgré quelques frictions lorsque l'encours approche les 200 milliards de dollars. Les bons à court terme (3 mois et moins) continuent d'être très demandés, et les participants ont constaté que, s'il le souhaitait, le gouvernement pourrait procéder à l'émission régulière de bons du Trésor à 1 mois (c'est-à-dire ajouter une échéance). Les investisseurs ont mentionné que cela contribuerait à atténuer certaines contraintes de liquidité pour les bons à très court terme.

Comme en témoignent les rendements qui restent bien en deçà du taux du financement à un jour, la marge de manœuvre est amplement suffisante pour accroître, au besoin, l'émission de bons du Trésor, qui est actuellement proche de son niveau minimum.

La proposition consistant à passer d'un règlement des bons du Trésor deux jours après l'adjudication (T+2) à un règlement le jour suivant l'adjudication (T+1) a suscité des avis partagés. Certains participants se sont montrés favorables à ce changement, tandis que d'autres ont cité des inconvénients possibles à court terme. Les opposants à ce changement ont indiqué qu'ils préféreraient que les adjudications de bons du Trésor continuent d'avoir lieu le mardi afin d'éviter les émissions provinciales le mercredi, mais cela nécessiterait une transition d'un an, c.-à-d. une période durant laquelle on aurait un désalignement des flux de trésorerie (les bons du Trésor arrivant à échéance seraient réglés à T+2 (le jeudi) tandis que les bons du Trésor nouvellement émis seraient réglés à T+1 (le mercredi)).

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

Il a été mentionné que le marché canadien des obligations sociales en est encore à ses débuts et qu'il est beaucoup plus petit que le marché des obligations vertes. Néanmoins, étant donné l'intérêt envers les indicateurs ESG, les participants au marché s'attendent à ce qu'il y ait tout de même une demande pour l'émission d'obligations sociales du gouvernement du Canada. La plupart ont toutefois indiqué que, bien que la clientèle d'investisseurs soit comparable à celle pour les obligations vertes, il est peu probable que les obligations sociales enregistrent des niveaux de demande similaires étant donné la taille actuelle du marché.

Beaucoup de participants ont proposé de se concentrer d'abord sur l'établissement du programme d'obligations vertes du Canada pour contribuer au développement du marché relatif aux ESG au Canada. Le gouvernement pourrait éventuellement envisager de faire évoluer le programme vers un cadre d'obligations durables, qui pourrait servir à émettre divers types d'obligations comme des obligations vertes, sociales ou durables. Cependant, certains ont conseillé d'éviter d'éroder la demande à l'égard du programme d'emprunt courant en émettant diverses obligations liées aux facteurs ESG et d'ajouter de nouveaux segments, à condition que le gouvernement puisse maintenir la liquidité dans les segments habituels.

Enfin, certains participants au marché ont souligné que l'émission d'obligations sociales du Canada pourrait contribuer au développement du marché, car le pays ferait preuve de leadership et encouragerait d'autres émetteurs et investisseurs à être actifs sur les marchés du financement social et durable.