

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette

Vue d'ensemble

Le 7 avril 2022, le gouvernement du Canada a publié la [Stratégie de gestion de la dette de 2022-2023](#), dans laquelle il définit ses plans d'emprunt dans le sillage de 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 2023-2024. 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 de titres du gouvernement qui fonctionne bien permet de mobiliser les fonds nécessaires pour répondre aux besoins de l'État de manière efficace 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.

Dans la Stratégie de gestion de la dette de 2022-2023, le gouvernement a annoncé une réduction du programme d'emprunt en 2022-2023 par rapport à 2020-2021, reflétant la baisse générale de ses besoins d'emprunt au sortir de la crise de la COVID-19. Il y indiquait également qu'il pourrait ajuster ses émissions d'obligations en fonction des variations de la demande du marché et de ses besoins de financement. Enfin, la Stratégie soulignait le succès de la première émission d'obligations vertes fédérales et dévoilait l'intention du gouvernement de procéder à une autre émission de la sorte durant l'exercice 2022-2023.

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 2022-2023. Elles serviront également à concevoir, pour 2023-2024, 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 de maximiser le financement de la dette liée à la COVID-19.

Cette année, les consultations sur la stratégie de gestion de la dette se feront à nouveau en personne et se tiendront à l'automne.

Conditions actuelles du marché

Le contexte actuel – inflation élevée et hausses consécutives des taux de la Banque du Canada – a causé beaucoup de volatilité sur le marché des titres du gouvernement du Canada. Vu l'évolution rapide de la situation, il est difficile d'évaluer le poids et la durabilité des tendances et changements qui émergent.

1. Compte tenu de la volatilité accrue et de la réduction des émissions de titres du gouvernement du Canada dans la première moitié de 2022, avez-vous observé :
 - a. un changement dans le type d'investisseurs (investisseurs étrangers compris) qui s'intéressent aux titres du gouvernement du Canada?
 - b. un changement dans le comportement des investisseurs sur le marché, leurs préférences ou leurs exigences? Si oui, quels sont les principaux changements que vous avez observés dans le comportement ou la stratégie d'investissement des investisseurs (p. ex., recours accru aux contrats à terme, montants transigés moins importants)?
2. Comment les marchés primaire et secondaire des obligations du gouvernement du Canada se sont-ils comportés cette année par rapport à l'année dernière?
3. Quelles répercussions résultant de la décision de la Banque du Canada de mettre fin au Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada (c.-à-d. son programme d'assouplissement quantitatif) avez-vous remarquées sur le marché? Constatez-vous des effets persistants de l'assouplissement quantitatif?

Bons du Trésor

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 14 et 26 milliards de dollars durant l'exercice 2022-2023. Il continuera de recourir aux bons de gestion de trésorerie comme moyen de gérer sa trésorerie de façon efficiente.

4. Le gouvernement se sert des bons du Trésor pour absorber les chocs qui découlent des variations des besoins de financement. Compte tenu des encaissements plus élevés qu'anticipé, le gouvernement a dû réduire l'encours des bons du Trésor sous le seuil annoncé dans son budget. Quelle a été la réaction du marché?
5. Pendant les consultations de l'an dernier, on a noté que la demande de bons du Trésor était très élevée. Avez-vous remarqué des changements dans la demande du marché pour ces titres?
 - a. À votre avis, quelle serait une cible appropriée pour l'encours des bons du Trésor (actuellement aux alentours de 190 milliards de dollars)?
6. Croyez-vous que la répartition actuelle des émissions entre les obligations à 3, 6 et 12 mois répond adéquatement aux besoins actuels et futurs du marché? Si non, que recommanderiez-vous?
7. Croyez-vous que la transition du taux CDOR (*Canadian Dealer Offered Rate*) vers le taux CORRA (*Canadian Overnight Repo Rate Average*, soit le taux des opérations de pension à un jour) puisse avoir une incidence sur la demande de bons du Trésor à l'avenir?

8. Puisqu'il est attendu que l'abandon prochain du taux CDOR amène la disparition du marché canadien des acceptations bancaires, le gouvernement devrait-il songer à émettre un instrument à court terme ordinaire, tel un bon du Trésor à 1 mois?
- Un bon du Trésor à 1 mois serait-il utile aux participants au marché monétaire dans le nouveau marché axé sur le taux CORRA?
 - Quels risques pourraient accompagner l'émission d'un bon du Trésor à 1 mois?
 - Quels seraient l'encours et la taille des adjudications appropriés pour les bons du Trésor à 1 mois, et dans quel(s) segment(s) de bons faudrait-il aller puiser pour permettre ces nouvelles émissions?
 - Les adjudications de bons du Trésor à 1 mois devraient-elles être menées toutes les semaines ou toutes les deux semaines? Si elles étaient menées toutes les semaines, est-ce que les adjudications de bons du Trésor à 3 mois pourraient également se faire à cette fréquence?

Obligations

Dans la Stratégie de gestion de la dette de 2022-2023, les émissions d'obligations à long terme atteignent de nouveau un sommet historique (tableau 1), comme c'est le cas depuis 2020-2021.

La Stratégie annonce aussi une poursuite de la baisse des émissions d'obligations, qui passent de 255 à 212 milliards de dollars de 2021-2022 à 2022-2023. Elle indique que le gouvernement pourrait revoir les émissions en réponse à des variations de la demande du marché ou à des changements aux exigences financières.

Tableau 1

Émissions brutes d'obligations par échéance

En milliards de dollars, en fin d'exercice

	Exercice précédent 2021-2022		Prévision 2022-2023		Moyenne sur 10 ans ¹
	Émission	Proportion des émissions d'obligations	Émission	Proportion des émissions d'obligations	Proportion des émissions d'obligations
À court terme (segments de 2, 3 et 5 ans)	136	53 %	132	62 %	80 %
À long terme (10 ans et plus)	114	45 %	75	35 %	20 %
Obligations vertes	5	2 %	5 ²	2 %	-
Émissions brutes d'obligations	255	100 %	212	100 %	100 %

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

¹ Moyenne des dix exercices financiers précédents (de 2011-2012 à 2020-2021).

² Émission visée, sous réserve des dépenses disponibles et des conditions du marché.

9. Est-ce que la demande des investisseurs pour les obligations à rendement réel a changé dans le contexte actuel d'inflation élevée? Quels sont les principaux facteurs à l'origine de tout changement de la demande dans ce segment?

- a. Les investisseurs cherchent-ils d'autres produits indexés sur l'inflation? Si c'est le cas, quels sont ces instruments?
10. On a vu des signes de tensions dans le segment des obligations à 2 ans vers la fin de l'exercice 2021-2022. Faudrait-il augmenter la taille des émissions de référence par rapport à leur niveau actuel (environ 16 milliards de dollars)?
11. Avez-vous des commentaires sur la taille des émissions de référence ou la liquidité dans le segment des obligations à 3 et à 5 ans à l'heure actuelle?
12. Les divers segments ont été touchés de façon inégale par l'assouplissement quantitatif et le resserrement quantitatif. L'arrêt de l'assouplissement quantitatif a entraîné une hausse de l'offre nette d'obligations à 10 et à 30 ans ces derniers mois. Quelle est la réaction du marché? Diriez-vous que l'offre actuelle d'obligations à long terme peut être maintenue?
13. Durant la période d'augmentation des émissions pour faire face à la pandémie, le gouvernement a instauré une deuxième émission annuelle d'obligations de référence à 10 ans. Comment le marché s'adapte-t-il à ce changement? À partir de quel niveau annuel d'émissions le gouvernement devrait-il revenir à une seule émission de référence par année?

Rachats d'obligations

Puisque la Banque du Canada a mis fin au Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada, la remise en place des opérations de rachat d'obligations du gouvernement pourrait être appropriée. Selon l'échéance résiduelle des titres achetés, les rachats d'obligations peuvent être utilisés pour : gérer les besoins de trésorerie du gouvernement (programme de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie); ou accroître la liquidité du marché (programme régulier de rachat d'obligations au comptant ou avec conversion de titres).

14. Pour ce qui est du rétablissement du programme de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie, avez-vous un avis sur la taille potentielle des achats?
15. Le gouvernement devrait-il envisager de rétablir le programme régulier de rachat d'obligations au comptant (c.-à-d. des obligations à plus long terme que dans le cadre du programme de rachat aux fins de gestion de la trésorerie) pour faciliter la gestion de la baisse des émissions? Quels sont les risques et avantages potentiels?

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

En mars dernier, le gouvernement a publié son cadre des obligations vertes et émis sa toute première obligation verte. Dans sa Stratégie de gestion de la dette de 2022-2023, le gouvernement a annoncé son intention de procéder à une autre émission d'obligation verte au cours de l'exercice. La première obligation verte a représenté l'entrée du gouvernement du Canada dans l'univers des titres ESG. Le marché de ces titres est en pleine évolution et on y voit apparaître des cadres, des désignations et des taxonomies, comme celles concernant les obligations vertes et de transition. À l'occasion des

consultations menées l'an passé, le Canada a commencé à explorer la possibilité d'émettre des obligations sociales.

16. Avez-vous observé des problèmes liés à la première obligation verte du gouvernement du Canada, que ce soit au moment de son émission ou une fois qu'elle s'est retrouvée sur le marché secondaire?
 - a. Avez-vous des suggestions relativement à la gestion des futures émissions d'obligations vertes par le gouvernement (p. ex., syndication plutôt qu'adjudication à un certain moment)?
17. Quelle a été l'influence des événements mondiaux, comme la guerre en Ukraine, sur l'intérêt des investisseurs pour les obligations vertes et ESG?
18. Pour les futures émissions d'obligations vertes, le gouvernement se demande s'il serait plus avantageux de concentrer les émissions de référence sur un seul point de la courbe (p. ex., à 7 ans) ou de construire une courbe d'obligations vertes.
 - a. Quels sont les avantages et les désavantages des deux approches?
 - b. Pourriez-vous proposer des tailles (par segment) potentielles pour les émissions de référence dans le cadre du programme d'obligations vertes?
19. Est-ce que le Canada pourrait envisager de commencer à émettre d'autres obligations ESG, comme des obligations sociales ou de transition?
 - a. Serait-il préférable de s'orienter vers un cadre d'obligations durables qui comprendrait tous ces types d'obligations? Quels seraient les avantages et les inconvénients d'un tel cadre dans le contexte canadien?
20. Le cadre des obligations vertes du Canada étant relativement nouveau, dans quelle mesure le gouvernement devrait-il envisager de l'actualiser ou de l'élargir pour tenir compte des évolutions en cours des normes et des émissions sur le marché?
 - a. Le Canada devrait-il se focaliser sur les changements aux taxonomies et aux normes, ou donner plus d'importance au point de vue des investisseurs axés sur les titres ESG?
21. Quel est l'intérêt des investisseurs internationaux pour les titres ESG canadiens et comment le gouvernement pourrait-il attirer davantage leur attention?

Divers

22. Entrevoyez-vous des conséquences ou des problèmes qui pourraient découler du passage au règlement des obligations le jour suivant (T+1) en 2024 au Canada?
23. Y a-t-il d'autres renseignements que vous aimeriez fournir?