

## **Sommaire des consultations sur la Stratégie de gestion de la dette menées à l'automne 2025**

Les échanges réguliers avec les participants au marché sont 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. En septembre et octobre 2025, le ministère des Finances du Canada et la Banque du Canada ont tenu des rencontres avec des négociants, des investisseurs et d'autres participants au marché pour solliciter leur point de vue sur la conception et le fonctionnement du programme d'emprunt sur le marché intérieur du gouvernement du Canada pour 2026-2027.

Le ministère des Finances et la Banque du Canada accordent une grande importance aux commentaires des participants au marché. Les opinions exprimées ci-après reflètent celles des participants au marché et ont été prises en considération dans la formulation de la Stratégie de gestion de la dette 2026-2027.

### **Conditions du marché des titres du gouvernement du Canada**

L'augmentation des émissions de titres du gouvernement du Canada a été bien absorbée par le marché, avec une plus grande participation aux adjudications de la part des investisseurs non résidents et des fonds de couverture. Toutefois, la croissance relativement plus lente de la capacité au bilan et la faiblesse des marges sur les titres du gouvernement du Canada sont une préoccupation à plus long terme pour certains négociants. Néanmoins, compte tenu de l'encours élevé de la dette et de la saine concurrence entre les teneurs de marché, le marché des titres du gouvernement du Canada a continué d'être liquide et de bien fonctionner, même en période de volatilité plus tôt dans l'année.

Les participants au marché considèrent les fonds de couverture comme étant de plus en plus essentiels à l'écosystème du marché, car ils ont contribué à soutenir les adjudications et à diversifier le bassin de participants au marché. De nombreux fonds de couverture ont également endossé un rôle d'intermédiation plus important et intégré des périodes de détention plus longues dans leurs stratégies.

L'accentuation de la pente de la courbe des rendements des obligations du gouvernement du Canada par rapport à d'autres marchés obligataires développés a attiré davantage d'acheteurs internationaux, tandis que les tensions commerciales mondiales ont incité certains investisseurs nationaux à réinvestir davantage au Canada. Toutefois, la plupart des investisseurs institutionnels ne participent pas aux adjudications de titres du gouvernement du Canada parce qu'ils peuvent généralement acquérir ces titres sur le marché secondaire à un moment qui correspond mieux à leurs besoins.

## Bons du Trésor

La demande de bons du Trésor demeure forte, surtout de la part des caisses de retraite et des services de trésorerie nationaux ainsi que des banques centrales d'Europe et d'Asie. Cette demande est soutenue par les récentes variations de l'écart entre le taux des opérations de pension à un jour (taux CORRA) et le taux américain SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*), qui ont entraîné une hausse des swaps en dollars américains.

L'encours actuel des bons du Trésor, qui avoisine 300 milliards de dollars, semble approprié pour le bon fonctionnement des marchés, l'écart entre les rendements des bons du Trésor et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour se situant dans les fourchettes observées par le passé. Les participants au marché croient généralement qu'une légère réduction de l'émission de bons du Trésor pourrait être gérée avec un minimum d'incidence sur le fonctionnement du marché. En même temps, une hausse modérée pourrait aussi bien absorbée par le marché, surtout que la Banque devrait bientôt recommencer à acheter des bons du Trésor pour la gestion de son bilan. La répartition actuelle entre les échéances de 3, 6 et 12 mois est généralement appropriée. La suppression de l'échéance de 1 mois plus tôt cette année (en raison de la faible demande) a été bien comprise.

## Obligations

La taille des obligations de référence pour toutes les échéances (2, 5, 10 et 30 ans) est généralement bien équilibrée et soutient le fonctionnement des marchés. La partie la plus courte de la courbe (2 et 5 ans) est celle qui a le plus de marge de manœuvre pour augmenter, car la demande des investisseurs est élevée par rapport à l'offre, comme en témoignent les résultats des adjudications, qui ont le plus de succès. Contrairement aux années précédentes, la dynamique de l'offre et de la demande dans le segment des obligations à 30 ans est maintenant perçue comme étant mieux équilibrée. L'augmentation des émissions du gouvernement du Canada et des provinces au cours des deux dernières années a permis d'équilibrer la demande pour cette échéance, ce qui donne à penser qu'il est peu nécessaire d'augmenter davantage l'offre.

## Opérations de pension

Le marché des pensions pour les titres du gouvernement du Canada demeure stable. Avec la croissance soutenue de l'utilisation des opérations de pension chez tous les types de participants au marché (en particulier les fonds de couverture), l'espace disponible dans le bilan des négociants devient plus limité. Néanmoins, les clients peuvent accéder régulièrement à du financement par opérations de pension, les gros emprunteurs pouvant le faire à des taux relativement plus bas, car les négociants dépendent de plus en plus des opérations de pension

de ces clients. Un certain rationnement des opérations de pension au bilan à l'approche des fins de mois et de trimestre a entraîné une hausse des rendements pour que toutes les obligations trouvent preneur aux adjudications.

Les participants au marché considéraient que les valeurs légèrement élevées du taux CORRA par rapport au taux directeur de la Banque ces derniers mois étaient le résultat naturel de la volatilité, du financement par les clients de leurs positions importantes et des inefficiences des flux de paiement, plutôt que le signe d'un problème grave à long terme. Toutefois, certains négociants ont fait remarquer que si les pressions sur le financement et la volatilité devaient persister dans les mois à venir, certains participants au marché pourraient commencer à réduire leur engagement à l'égard de ces opérations de pension à un jour à faible marge. Les participants au marché jugeaient très improbable la possibilité d'une forte hausse des coûts de financement (semblable à la flambée du taux SOFR sur les marchés monétaires américains en septembre 2019), compte tenu de l'assortiment actuel de mécanismes de la Banque.

Certains participants au marché ont fait remarquer que l'introduction d'une compensation centrale obligatoire atténuerait bon nombre de ces contraintes liées au bilan. Certains négociants ont étudié des modèles de compensation avec parrainage, semblables à ceux adoptés aux États-Unis, pour accroître la compensation centrale des opérations de pension des clients, ce qui créerait une plus grande efficience du bilan grâce à la compensation. La mise en place du Service canadien de gestion des garanties (SCGG) devrait accroître l'efficience des marchés de financement. Il y a une forte vague d'adhésion chez les négociants, et TMX est en train d'élaborer des améliorations potentielles au SCGG pour accroître l'intérêt des clients à son égard. L'adoption généralisée du SCGG dépendra probablement des effets de réseau d'un plus grand nombre de participants (y compris la Banque, dont la participation devrait commencer au quatrième trimestre de 2026) et de l'évolution continue du marché canadien des pensions. Pour certains clients, les obstacles à l'adhésion au SCGG et à la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés – par rapport au maintien d'accords bilatéraux de prise en pension – sont les coûts des ressources opérationnelles ainsi que les coûts économiques à court terme découlant des appels de marge et des décotes.

## **Autres marchés**

Le marché des contrats à terme a continué de s'approfondir, surtout pour les échéances de 2 et de 5 ans. Ces échéances sont devenues des outils de liquidité essentiels pour les participants au marché, des petits investisseurs aux fonds de couverture. L'augmentation des émissions de titres d'État a entraîné une forte baisse des écarts de swap ces dernières années, ce qui cadre avec les tendances mondiales, et en particulier pour les échéances plus longues. Mais la dynamique récente, comme l'augmentation des émissions étrangères par les institutions nationales (p. ex., les provinces), favorise la stabilisation des écarts de swap dans l'avenir.

Pour les Obligations hypothécaires du Canada (OHC), cette tendance des écarts de swap, conjuguée aux achats par le gouvernement du Canada, a entraîné la compression continue des écarts par rapport aux obligations du gouvernement du Canada. Depuis l'an dernier, les émetteurs de prêts hypothécaires se sont en quelque sorte adaptés au flottant plus bas des OHC disponibles pour couvrir leurs activités, et les investisseurs internationaux sont revenus dans le programme à des niveaux jamais vus depuis l'introduction du programme d'achat du gouvernement du Canada. Par conséquent, la volatilité des prix à l'émission s'est quelque peu normalisée, et la diversité de la base d'investisseurs s'est améliorée.

## Divers

Les changements apportés au cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien ont été généralement bien accueillis. Les participants au marché soulignent que la nouvelle séparation entre les soumissionnaires pour un négociant et ceux pour ses clients dans le Système d'adjudication de la Banque du Canada (SABC) est conforme aux pratiques exemplaires mondiales, bien que quelques négociants soulignent qu'elle augmente le risque d'erreurs de saisie. Le nouveau mécanisme pour rouvrir des émissions antérieures était perçu comme un bénéfice net clair pour le fonctionnement des marchés, et les communications à son sujet ont été efficaces pour établir des attentes claires quant aux obligations qui seraient émises. Les participants au marché s'entendaient pour dire que les réouvertures ne devraient être effectuées qu'au besoin et pour des montants se situant à la limite inférieure de la fourchette de 0,5 à 1,5 milliard de dollars qui a été établie.

Certains investisseurs, surtout étrangers, ont exprimé une préférence pour les adjudications à prix unique et des limites de soumission non concurrentielle encore plus élevées. Quelques fonds de couverture ont demandé s'il était possible d'introduire une soumission directe des investisseurs. Certains investisseurs ont également fait remarquer que les exigences actuelles de déclaration des positions nettes aux adjudications posaient des difficultés pour fournir un niveau global précis et opportun des positions et limitaient leur capacité à négocier avant les adjudications.

Certains participants se sont exprimés en faveur de la réintroduction des obligations à rendement réel, les investisseurs soulignant l'inefficacité de la couverture des expositions à l'inflation par le marché des obligations du Trésor américain indexées sur l'inflation ou d'autres actifs. Les participants étaient d'avis que toute nouvelle obligation à rendement réel devrait être émise en plus grandes quantités et avec de multiples échéances afin d'établir une courbe de liquidité pour cet instrument.

Le programme d'émission d'obligations vertes du gouvernement du Canada est bien établi auprès des investisseurs ESG, c'est-à-dire ceux qui tiennent compte des facteurs

environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leurs décisions de placement. Cependant, ces investisseurs sont moins enclins que par le passé à payer une « prime verte » importante à l'émission. De même, les investisseurs institutionnels qui n'ont pas de mandat d'investissement vert spécifique sont réticents à payer une prime pour acheter ces titres.