

Sommaire des consultations sur la Stratégie de gestion de la dette menées à l'automne 2024

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. En septembre et octobre 2024, le ministère des Finances et la Banque du Canada (la Banque) ont assisté à des réunions bilatérales en personne avec des négociants, des investisseurs et d'autres participants au marché. L'objectif de ces consultations était d'obtenir le point de vue des participants au marché sur la conception et la conduite du programme d'emprunt sur le marché intérieur du gouvernement du Canada pour l'exercice 2025-2026.

Le ministère des Finances et la Banque accordent une grande importance à l'avis des participants au marché. Les opinions exprimées ci-après reflètent celles des participants et seront prises en considération lors de la formulation de la stratégie de gestion de la dette.

Commentaires généraux

La demande et la liquidité des titres du gouvernement du Canada demeurent fortes, et le marché reste en mesure d'absorber l'offre croissante de titres, sans incidence notable sur les prix. La concurrence pour les parts de marché entre les négociants continue d'être forte. Les tendances actuelles – à savoir l'afflux de fonds de couverture et de comptes internationaux sur le marché des titres du gouvernement du Canada, ainsi que le recours accru aux contrats à terme de taux d'intérêt – se poursuivent. La plus grande présence de ces participants augmente la profondeur et la liquidité du marché des titres à revenu fixe au Canada, bien que certains répondants se disent quelque peu préoccupés par la concentration de types de transactions en particulier. L'électronisation des opérations s'accroît, car la plupart des négociants disposent désormais de solutions automatisées pour exécuter de gros volumes de petites transactions (surtout à la fin du mois, quand les fonds indiciaires rééquilibrent leurs positions).

Le principal fait marquant de l'année écoulée qui a eu un impact sur le marché des pensions a été le passage au cycle de règlement à un jour (T+1)¹. Depuis, le taux CORRA est devenu un peu plus élevé que le taux cible du financement à un jour (et le volume des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA a augmenté). Des participants font remarquer qu'il y a eu un certain recul de la quantité de financement par opérations de pension disponible au Canada. Plusieurs clients notent que certaines banques fournissent fréquemment des titres dans le cadre de ces opérations et que d'autres demandent régulièrement des liquidités. La non-participation continue de la Banque aux adjudications de titres du gouvernement du Canada est citée comme un facteur mineur qui explique les pressions à la hausse sur le marché des pensions, car elle a pour effet d'augmenter l'encours de la dette en circulation et donc d'accroître la demande de financement sur ce marché. Des participants indiquent que la baisse des soldes de règlement pourrait avoir créé des difficultés pour certains demandeurs de liquidités, et la participation aux opérations de pension à un jour de la Banque en est probablement le reflet. La Banque a souligné que le poids de plus en plus important des fonds de couverture mondiaux sur le marché au comptant et le financement nécessaire de ces positions longues sur le marché des pensions ont

¹ Le 27 mai 2024 pour le marché secondaire canadien et le 3 juin 2024 pour les adjudications de titres du gouvernement du Canada.

contribué à la demande pour des opérations de pension à un jour. Les participants de l'international estiment que les opérations de pension ne se font pas aussi efficacement au Canada que dans certains autres pays, surtout en ce qui concerne les opérations de pension à plus d'un jour, ce qui peut compliquer le maintien d'un profil de financement prévisible. Malgré tout cela et les augmentations de coûts, le marché des pensions continue de bien fonctionner.

De nombreux participants indiquent que le Canada accuse de plus en plus de retard en ce qui a trait à l'infrastructure du marché, qui vieillit et coûte de plus en plus cher à utiliser. Cela peut avoir un effet dissuasif sur les investisseurs qui cherchent à pénétrer le marché des titres à revenu fixe du Canada. Pour ce qui est du Service canadien de gestion des garanties (SCGG) en particulier, de nombreux participants estiment qu'il est trop tôt pour donner leur avis, ce service ayant été introduit il y a peu de temps. D'autres soulignent qu'il y a des défis dans l'intégration des clients au SCGG qui font en sorte que les volumes d'opérations et la participation au système sont actuellement faibles. Plusieurs répondants suggèrent d'encourager les investissements dans les systèmes utilisés dans l'ensemble du marché canadien des titres à revenu fixe ainsi que leur modernisation.

En ce qui concerne les contraintes qui pèsent sur les activités de négociation de titres du gouvernement du Canada, plusieurs négociants mentionnent l'incidence accrue de la réglementation – en particulier pour ce qui est du ratio de levier – sur l'augmentation du programme d'emprunt du Canada. Ils disent aussi qu'ils doivent plaider à l'interne pour qu'une plus grande partie du bilan de leur institution soit composée d'obligations. Les contraintes imposées aux clients viennent notamment : d'une capacité réduite de leurs négociants à prendre des risques, ce qui peut créer des goulots d'étranglement pour les opérations; de la perte récente d'un négociant principal (HSBC Canada); et de l'infrastructure de règlement plus ancienne et moins efficace du Canada (voir ci-dessus).

Les commentaires des participants sur l'incidence des achats d'Obligations hypothécaires du Canada (OHC) effectués par le gouvernement sont quelque peu partagés. De nombreux participants mentionnent la moins grande liquidité des OHC nouvellement émises, mais aucun ne décrit ce marché comme étant dysfonctionnel. Les écarts de rendement des OHC par rapport aux titres du gouvernement du Canada se sont réduits, en particulier pour les OHC à 5 ans, et se resserrent généralement davantage autour du moment des syndications. De nombreux investisseurs ordinaires se sont retirés du marché des OHC durant la consultation de l'an dernier sur l'avenir du programme et on n'observe que depuis peu des signes de leur retour. À l'inverse, les fonds de couverture sont devenus plus actifs sur ce marché. Les prêteurs hypothécaires semblent être plus actifs lors des émissions de la Société canadienne d'hypothèques et de logement sur le marché primaire, afin de dénouer leurs stratégies de couverture, ce qui entraîne une certaine volatilité des prix au moment des émissions.

Bons du Trésor

La demande de bons du Trésor demeure élevée, bien qu'un petit nombre de négociants notent que les bons sont un peu coûteux à détenir en raison des coûts bilanciaux. Les participants au marché sont largement d'avis que la répartition des échéances (3, 6 et 12 mois) pour les adjudications de bons du Trésor demeure appropriée, des répondants suggérant qu'un petit nombre d'émissions soient déplacées du segment à 12 mois au segment à 3 ou 6 mois. De même, la cible de l'encours des bons du Trésor est jugée appropriée.

Les répondants indiquent que la taille des adjudications de bons du Trésor à 1 mois pourrait être maintenue aux niveaux actuels ou réduite davantage. De nombreux participants soulignent que, même si le programme était une mesure utile et responsable de la part du gouvernement pour soutenir la transition du marché monétaire canadien vers des produits autres que les acceptations bancaires cet été, il n'est plus nécessaire et qu'on pourrait même y mettre fin. Le règlement des adjudications et l'asymétrie des échéances² des bons du Trésor à 1 mois ont eu un effet dissuasif notable sur les clients lors des adjudications. D'autres facteurs, tels que la disponibilité plus importante que prévu et l'attrait des dépôts à terme et des billets de dépôt au porteur des banques, ont également contribué à la baisse de la demande pour les bons de cette échéance.

Obligations

Les participants sont satisfaits de l'offre des obligations de chacune des échéances et ils font peu de suggestions de redistributions mineures des obligations sur la courbe des échéances. Certains proposent une offre un peu plus importante d'obligations à long terme, tandis que d'autres mentionnent que le niveau actuel des émissions est approprié pour le secteur. Il pourrait y avoir quelques réaffectations dans le segment à moyen terme de la courbe (des obligations à 2 ans vers celles à 5 ans) au fil de la normalisation du cycle de politique monétaire.

En ce qui concerne les obligations vertes, les participants soulignent que la partie la plus féconde de la courbe pour les émissions futures est celle des obligations à 10 ans et moins, et certains notent que le Canada pourrait également envisager d'émettre des obligations vertes à 30 ans.

Autres commentaires

Tant les négociants que les clients plaident pour une réintroduction du programme d'émission d'obligations à rendement réel (ORR). Pour de nombreux participants, il y a un besoin évident sur le marché pour ce type d'obligations, et il est possible de faire de la place pour ce produit dans le cadre du programme d'emprunt élargi du Canada. Afin de rendre le programme d'ORR plus rentable pour l'émetteur, les participants suggèrent d'envisager des émissions plus courtes ainsi que des ententes de prêts consortiaux assorties de directives fermes d'établissement des prix.

² Les bons du Trésor à 1 mois sont fongibles avec les anciens bons du Trésor, dont bon nombre ont été initialement émis avant le passage, cette année, au cycle de règlement T+1 pour les titres du gouvernement du Canada négociés sur les marchés primaire et secondaire. Ainsi, les émissions de bons à 1 mois sont réglées le mercredi alors que les titres arrivant à échéance qu'elles remplaceraient dans les livres des clients n'arrivent à échéance que le jeudi. Ce phénomène disparaîtra progressivement à mesure que davantage de vieux bons du Trésor arriveront à échéance.