

Consultations sur la stratégie de gestion de la dette pour 2010-2011

Vue d'ensemble

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 à la conception et aux modalités du programme d'emprunt du gouvernement canadien sur le marché intérieur pour 2010-2011 et au-delà. Le gouvernement considère que ces consultations font partie intégrante du processus de gestion de la dette. Les questions soumises à l'examen des participants portent également sur le fonctionnement et la liquidité du marché intérieur des titres d'emprunt du gouvernement canadien et des marchés connexes de titres à revenu fixe.

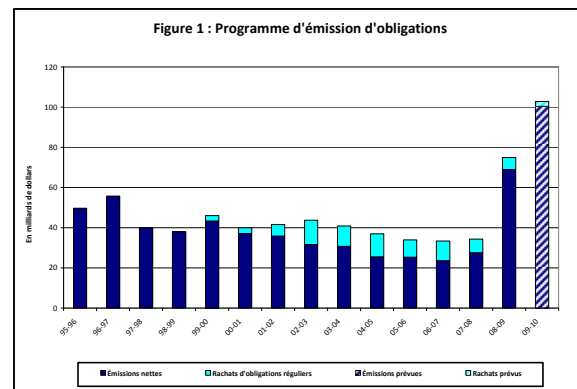
Un résumé des commentaires recueillis sera diffusé dans le site Web de la Banque du Canada au moment où le document *Stratégie de gestion de la dette 2010-2011* sera publié.

Contexte

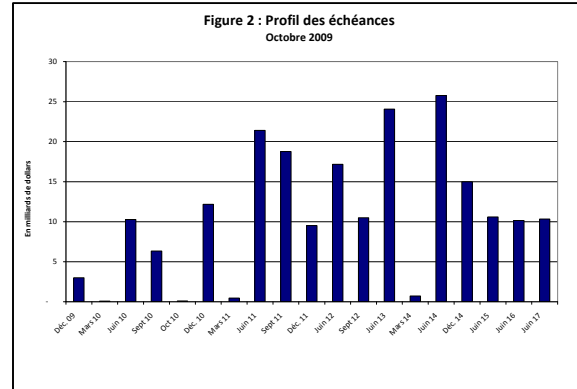
À titre d'emprunteur souverain et de plus important emprunteur sur le marché canadien des titres à revenu fixe, le gouvernement fédéral a tout intérêt à favoriser le bon fonctionnement du marché de ses titres. Un tel marché contribue également au fonctionnement efficace de l'ensemble du marché national des titres à revenu fixe en offrant aux opérateurs, aux investisseurs et aux autres emprunteurs du pays des instruments utiles pour l'établissement des prix et la couverture du risque.

Au cours des douze derniers mois, dans le contexte d'un ralentissement de l'économie mondiale, le gouvernement canadien a pris des mesures extraordinaires afin de soutenir l'économie du pays. De fait, le Cadre de financement exceptionnel, qui fait partie du plan d'action économique du Canada et qui comprend le programme connexe d'achat de prêts hypothécaires assurés, a procuré une aide exceptionnelle de plus de 131 milliards de dollars pour améliorer l'accès au financement des entreprises et ménages canadiens.

Comme indiqué le 25 juin 2009, la valeur brute des émissions d'obligations du gouvernement canadien sur le marché intérieur pour 2009-2010 devrait dépasser d'environ 25 % le montant de 82 milliards de dollars annoncé dans la *Stratégie de gestion de la dette 2009-2010*. Ce niveau est supérieur aux 75 milliards observés en 2008-2009 et aux 34 milliards enregistrés en 2007-2008 (Figure 1).

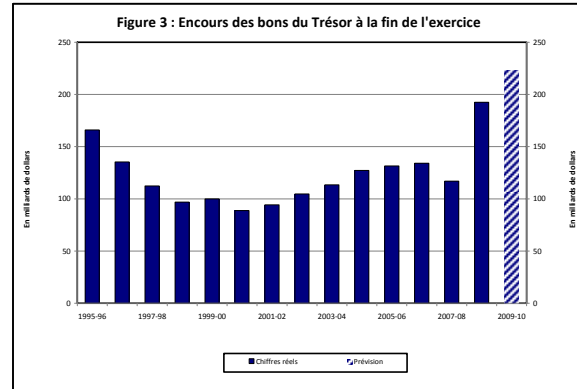


La hausse des émissions d'obligations et la constitution d'obligations de référence du gouvernement du Canada de grande taille et liquides se sont traduites par l'arrivée à échéance de gros montants d'obligations à des dates spécifiques, qui ont atteint plus de 25 milliards de dollars dans certains cas (Figure 2). À titre de comparaison, depuis 2000, l'encours moyen pour les échéances de juin a avoisiné les 7 milliards de dollars.



De plus, compte tenu de la fongibilité de certaines émissions obligataires et de la structure d'émission actuelle, il pourrait y avoir de grandes différences, dans un secteur donné, entre l'encours total d'une émission de référence venant à échéance à un certain mois et celui arrivant à échéance à un autre mois (juin par rapport à décembre, par exemple).

L'encours des bons du Trésor a augmenté au cours de la dernière année et devrait se chiffrer à quelque 223 milliards de dollars d'ici la fin de 2009-2010, contre environ 193 milliards au 31 mars 2009 (Figure 3).



Les adjudications de bons du Trésor et d'obligations continuent de bien fonctionner, et les écarts d'adjudication reviennent à la normale, c'est-à-dire vers leurs moyennes historiques.

Enjeux à examiner

Le ministère des Finances et la Banque du Canada invitent les participants aux marchés à exprimer leur avis sur la tenue qu'ont affichée le marché des titres du gouvernement canadien et les marchés connexes de titres à revenu fixe durant la récente période de volatilité accrue et de hausse des besoins d'emprunt. Le gouvernement souhaite aussi connaître le point de vue des participants à propos des modifications qui ont été apportées au programme d'emprunt en 2009-2010, de leur incidence sur le futur programme d'emprunt ainsi que des différentes initiatives opérationnelles qui pourraient être intégrées à la stratégie de gestion de la dette pour 2010-2011 et les années suivantes.

Conditions actuelles des marchés

1. Que pensez-vous de la liquidité et du fonctionnement du marché des titres du gouvernement canadien pour les diverses catégories d'échéances et des marchés connexes de titres à revenu fixe (p. ex., prises en pension, produits dérivés, titres à coupons détachés, obligations provinciales, obligations de sociétés)? De quelle façon ces

marchés ont-ils eu des répercussions sur le fonctionnement des marchés des titres du gouvernement du Canada?

2. Comment l'activité a-t-elle évolué sur les plateformes de négociation électronique?

Programme d'émission d'obligations

En 2009-2010, une obligation à trois ans a été rétablie, assortie d'échéances en mars et septembre, des émissions venant à échéance en mars et en septembre ont été ajoutées dans le segment des obligations à deux ans, et une émission arrivant à échéance en décembre a été ajoutée dans le segment des obligations à cinq ans. En juin 2009, une augmentation d'environ 25% du programme d'émission d'obligations par rapport aux prévisions initiales a été annoncée. Enfin, les tailles cibles maximales des obligations de référence ont été dépassées dans la plupart des segments.

3. Quelle incidence l'offre supplémentaire d'obligations a-t-elle eue sur le marché dans les divers segments et globalement?
4. Que pensez-vous de l'équilibre entre la fréquence et la taille des adjudications d'obligations?
5. Compte tenu de la hausse des besoins d'emprunt et de la taille importante de l'encours à certaines dates d'échéance, croyez-vous que les cycles des échéances des obligations de référence sont encore appropriés?

Dans le passé, le taux d'intérêt nominal des nouvelles émissions d'obligations à rendement réel était fixé d'avance et annoncé dans l'appel de soumissions.

6. Selon vous, comment le taux d'intérêt nominal devrait-il être établi pour la prochaine nouvelle obligation à rendement réel?

Programme d'émission de bons du Trésor

Depuis le début de l'exercice financier, la taille des adjudications de bons du Trésor tenues aux deux semaines a varié entre 12 et 18 milliards de dollars.

7. Quels sont vos commentaires concernant le fonctionnement du programme d'émissions de bons du Trésor?

Programme de rachat d'obligations

En 2009-2010, des opérations de rachat d'obligations ont été réalisées chaque trimestre dans le segment des échéances à long terme et ont été effectuées par voie de conversion de titres seulement.

8. Ces opérations ont-elles réussi à alléger les pressions qui s'exerçaient sur la liquidité des titres plus tôt cette année? Prévoyez-vous qu'il sera nécessaire de continuer d'effectuer ces opérations dans l'avenir?
9. Compte tenu de la taille considérable des émissions arrivant à échéance à certaines dates spécifiques, quel devrait être, selon vous, le rôle du programme de rachat d'obligations dans l'avenir?

À l'heure actuelle, les obligations admissibles au rachat dans le segment de 30 ans sont assorties d'échéances qui tombent entre mars 2021 et juin 2037. Parmi ces obligations, deux approchent la taille minimale de 3 milliards de dollars; lorsqu'elles franchiront ce seuil, elles ne seront plus admissibles au rachat et il ne restera plus que trois obligations admissibles dont l'encours est supérieur à 3 milliards de dollars dans le segment de 30 ans.

10. Que pensez-vous du seuil en deçà duquel une obligation n'est plus admissible dans le cadre des opérations régulières de rachat?

Aspects opérationnels

Par suite de demandes provenant d'un certain nombre de distributeurs de titres d'État, la Banque du Canada et le ministère des Finances envisagent de modifier l'heure des adjudications d'obligations. Par exemple, celles-ci pourraient avoir lieu en même temps que les adjudications de bons du Trésor et les opérations assorties d'une conversion de titres (soit à 10 h 30, heure de l'Est).

11. Compte tenu de l'activité sur les marchés en général, des heures de diffusion des données et d'autre facteurs, quel est votre point de vue concernant la tenue des adjudications de bons du Trésor et d'obligations à la même heure, soit 10 h 30 (heure de l'Est)? Ce changement aurait-il un effet sur la déclaration des positions nettes dans le cadre des adjudications?

Le gouvernement a intérêt à maintenir le bon fonctionnement du marché primaire par lequel il distribue ses titres.

12. Que pensez-vous du fonctionnement des adjudications de bons du Trésor et d'obligations?