

Consultations sur la stratégie de gestion de la dette pour l'exercice 2007-2008 – Résumé des commentaires

En décembre 2006, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont consulté les distributeurs de titres d'État, les investisseurs institutionnels et les autres parties intéressées afin de prendre le pouls du marché des titres du gouvernement canadien dans un environnement caractérisé par des besoins de financement limités. Les questions soumises à l'examen des participants portaient plus particulièrement sur la liquidité et l'efficacité de ce marché, les changements en cours dans l'activité de négociation, l'utilisation des titres d'État à des fins de nantissement et certains aspects opérationnels des programmes d'emprunt sur le marché intérieur. Cette démarche a fait partie intégrante du processus d'élaboration de la stratégie de gestion de la dette pour 2007-2008 et est conforme à l'engagement que le gouvernement a pris de consulter les participants au marché. Les commentaires recueillis au cours des consultations sont résumés ci-après.

En bref

Les opérateurs estiment que les marchés des titres du gouvernement canadien fonctionnent efficacement et s'adaptent à un environnement où les besoins d'emprunt sont limités, malgré les difficultés que cette situation pose au marché en général, et au gouvernement en tant qu'émetteur. Une nette majorité de participants ont indiqué qu'il n'y a pas lieu pour l'instant d'apporter des ajustements structurels importants – telle l'élimination d'une échéance de référence – au programme d'émission d'obligations. Ils suggèrent que le gouvernement continue de recourir à la fongibilité (c.-à-d. la possibilité de combiner des obligations différentes ayant une même date d'échéance) pour conserver des émissions de référence liquides de grande taille dans les quatre catégories d'échéances des obligations à rendement nominal.

Les opérateurs ont mentionné que la liquidité du marché s'est améliorée et le volume des échanges a augmenté sous l'effet d'une intensification de l'activité sur le marché des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de dix ans (CGB), de la présence accrue des fonds de couverture et des investisseurs internationaux sur le marché, et de l'accroissement de la transparence des prix et de la compétitivité amené par la popularité grandissante des systèmes de négociation électroniques.

Les participants au marché ont fait observer que la demande croissante de titres du gouvernement canadien attribuable à une hausse des besoins en matière de garanties, combinée au vif essor des opérations sur produits dérivés (en

particulier de la part des fonds de couverture), a dynamisé l'activité sur le marché au comptant et le marché des pensions. Les investisseurs institutionnels ont été nombreux à souligner qu'il existe une forte demande à l'égard des obligations à rendement nominal et à rendement réel à long terme.

Les participants ont aussi fourni des commentaires utiles sur des questions liées aux modalités du programme d'émission d'obligations et à la gestion des soldes de trésorerie du gouvernement. La plupart sont d'avis que les stratégies et initiatives poursuivies par le gouvernement ces dernières années ont donné de bons résultats.

Liquidité, négociation et activités de placement

Les opérateurs estiment que le degré général de liquidité est similaire, voire supérieur, à celui observé ces dernières années, si l'on tient compte des besoins d'emprunt limités du gouvernement. La plupart des courtiers précisent que la liquidité des obligations et bons du Trésor est adéquate à l'heure actuelle pour toutes les échéances de référence, quoiqu'elle est moins élevée dans le cas des titres à 30 ans. Tous considèrent que l'augmentation du volume des transactions visant les contrats CGB a amélioré la liquidité dans le segment de dix ans. La majorité des participants signalent que la taille moyenne des opérations sur le marché secondaire s'est accrue et que les écarts entre les cours acheteur et vendeur se sont rétrécis. La plupart des courtiers ont mentionné que le degré de liquidité dont bénéficient les clients n'a jamais été aussi élevé, en raison surtout de l'utilisation plus répandue de la négociation électronique, et certains ont dit craindre que leurs marges bénéficiaires ne s'érodent encore davantage.

Les opérateurs jugent que la présence des fonds de couverture a contribué à hausser la liquidité du marché. Les courtiers disent avoir dû gérer des risques accrus pour répondre à la demande d'opérations de plus gros montants émanant d'investisseurs internationaux avertis et d'investisseurs nationaux dont les activités sont de plus en plus regroupées. Certains ont mentionné que la multiplication des opérations sur CGB et sur swaps de taux d'intérêt au Canada ces dernières années a aidé le marché à s'adapter à un contexte où les besoins de financement du gouvernement sont limités.

Tous les participants voient d'un bon œil le développement du marché des obligations feuille d'érable – définies comme des obligations libellées en dollars canadiens émises par des emprunteurs étrangers sur le marché national canadien – puisqu'il élargit l'éventail des placements disponibles et intensifie l'activité sur les marchés des obligations et des swaps. Les clients institutionnels chargés de gérer des mandats de placement de longue durée estiment que l'on devrait émettre davantage de titres à long terme, y compris des obligations à rendement réel. Ils soulignent que la hausse des émissions provinciales

d'obligations à long terme des dernières années n'a pas suffi à répondre à la forte demande.

Marchés des pensions et garanties

Les opérateurs font remarquer que la demande de titres utilisés à des fins de nantissement a sensiblement augmenté au cours des dernières années, et que cette tendance, conjuguée à la diminution de l'émission de titres d'emprunt du gouvernement, a contribué à créer des périodes de tension plus fréquentes et plus longues sur le marché des pensions de certaines obligations du gouvernement canadien. En raison des conditions observées sur le marché des pensions au premier semestre de 2006 et des interactions croissantes entre le marché au comptant, le marché des swaps et celui des contrats à terme, certains courtiers ont indiqué avoir dû modifier leurs pratiques de négociation et d'établissement des prix. Ils ont formulé diverses suggestions susceptibles d'aider le marché, le gouvernement et la Banque à mieux soutenir le fonctionnement du marché des pensions dans un environnement en évolution.

Intégrité et transparence du marché

Les opérateurs admettent que la liquidité et le bon fonctionnement du marché canadien dépendent de la conception des programmes en la matière et de la confiance du public dans l'intégrité du marché. De l'avis général, les modifications apportées au Principe directeur n^o 5 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) ont renforcé l'intégrité du marché des titres à revenu fixe. Tout en soulignant que les courtiers sont pour la plupart bien informés de ces modifications, on estime que les autres participants au marché, notamment les investisseurs institutionnels, auraient intérêt à mieux les connaître.

La majorité des participants ont indiqué que le recours accru à la négociation électronique ces dernières années a eu pour effet d'augmenter la transparence et la compétitivité des prix sur le marché. Les courtiers notent qu'il existe un compromis entre la recherche d'une plus grande transparence et le souci de préserver la liquidité et le bon fonctionnement du marché des titres à revenu fixe.

Questions opérationnelles

Obligations

Tout en reconnaissant que la fongibilité a contribué à soutenir la liquidité des obligations de référence dans un contexte de réduction du volume des émissions, les courtiers mentionnent que la disponibilité des obligations de référence existantes à des fins de démembrement et de reconstitution varie selon le titre.

Beaucoup de courtiers se disent préoccupés par la taille et la liquidité de l'émission de référence à deux ans datée de juin, étant donné l'annulation des adjudications aux quatrièmes trimestres des exercices 2005-2006 et 2006-2007. En outre, un certain nombre de participants ont affirmé que la taille légèrement inférieure des prochaines émissions à deux ans datées de juin risque de créer des tensions sur le marché des pensions.

Certains participants font observer qu'il est actuellement possible de recourir davantage à la fongibilité dans la catégorie des titres à cinq ans, et que ce sera le cas également dans celle des titres à dix ans une fois que les obligations de référence futures seront devenues fongibles avec les grandes émissions de référence existantes. Les participants s'accordent toutefois pour dire que les possibilités offertes par la fongibilité dans le segment des titres à deux ans sont déjà exploitées au maximum.

La plupart des opérateurs expriment une légère préférence pour l'alternance des trimestres lorsque le gouvernement décide de supprimer des adjudications dans les segments de deux et de cinq ans, et ce, afin que le rythme général d'émission des titres soit plus uniforme. Ils précisent toutefois qu'il ne s'agit pas là d'une mesure d'importance critique. Aucun ne s'oppose à l'idée que l'on repousse d'un trimestre le lancement d'une nouvelle émission de référence à cinq ans, comme l'exigerait un tel changement.

Les opérateurs privilégient nettement la réouverture d'une émission obligataire existante, plutôt que la création d'un nouveau titre fongible, lorsque le taux du coupon des obligations existantes est proche des taux du marché.

Bons du Trésor et bons de gestion de trésorerie

Selon les participants, les stratégies mises en œuvre par le gouvernement pour faciliter la gestion des soldes de trésorerie – notamment l'adoption d'un programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie, l'utilisation de bons de gestion de trésorerie et le fait de laisser davantage varier le volume des bons du Trésor d'une adjudication à l'autre – ont donné de bons résultats dans l'ensemble. La principale préoccupation soulevée par certains a trait à la nécessité de maintenir les émissions régulières de bons du Trésor à un niveau minimal afin d'assurer le bon fonctionnement du marché et du processus d'adjudication. Beaucoup ont signalé que l'accroissement des émissions de bons du Trésor a été très bien absorbé par le marché, même lorsque le montant des adjudications était élevé.

Les opérateurs ont indiqué que toute hausse des émissions de bons de gestion de trésorerie servirait probablement à satisfaire les besoins croissants en matière de garanties, et que la négociation de ces titres sur le marché secondaire resterait limitée.

Les participants appuient modérément la proposition de ramener de 10 h à 9 h 45 (heure de l'Est) l'heure de l'appel de soumissions concernant les bons de gestion de trésorerie, pour éviter que celle-ci coïncide avec la publication de plusieurs indicateurs économiques.

En ce qui concerne le programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie, les opérateurs ont cité divers facteurs pour expliquer les différences de prix observées récemment entre les obligations à court terme et les bons du Trésor ayant des échéances comparables, notamment la demande accrue de garanties, la diminution de l'encours des obligations, les préférences des investisseurs et la segmentation des instruments obligataires et des instruments du marché monétaire au sein des portefeuilles de titres à revenu fixe.

Les points de vue divergent quant à la question de savoir si l'adjudication régulière de bons du Trésor à un mois répondrait à une demande sur le marché. La plupart des participants estiment que cette option, si elle était retenue, ne devrait pas compromettre les émissions régulières de bons du Trésor dans les catégories d'échéances existantes. Les partisans de la création d'un bon du Trésor à un mois sont d'avis qu'une telle mesure contribuerait à compléter la courbe de rendement du marché monétaire, ce qui faciliterait la négociation des titres et améliorerait la liquidité du marché. D'autres, au contraire, font valoir que la demande de titres à un mois a baissé et que, vu la présence de produits concurrents dans ce segment, l'avantage dont bénéficierait le gouvernement sur le plan des coûts diminuerait.