

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette 2011-2012

APERÇU

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 2011-2012 et au-delà. Le gouvernement considère que ces consultations régulières font partie intégrante du processus de gestion de la dette. Les renseignements obtenus lors du cycle de consultation des marchés de cette année seront pris en compte pour formuler la stratégie de gestion de la dette et gérer le profil des échéances des titres.

Un résumé des commentaires recueillis auprès des participants aux marchés sera diffusé dans le site Web de la Banque du Canada au moment où la *Stratégie de gestion de la dette 2011-2012* sera publiée.

CONTEXTE

STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE

L'objectif fondamental de la gestion de la dette consiste à obtenir un financement stable et à faible coût permettant de combler les besoins du gouvernement du Canada. Un objectif connexe consiste à assurer le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, ce qui contribue à maintenir le coût de la dette de l'État à un bas niveau et aussi de contribuer au fonctionnement efficace 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. À la lumière de ces objectifs, la formulation d'une stratégie de la dette s'avère un exercice complexe.

Il y a plusieurs années, un modèle de simulation stochastique a été mis au point à la Banque du Canada, à l'appui du processus décisionnel lié à la stratégie de la dette (Bolder (2008) explique la méthode de modélisation utilisée par le Canada)¹. Ce modèle décrit l'interaction entre les paiements effectués au titre du service de la dette et les soldes budgétaires de l'État à moyen terme en fonction d'un grand nombre de résultats macroéconomiques possibles. Des optimisations peuvent être effectuées pour obtenir les courbes d'efficience de stratégies de financement (frontière efficiente) au regard de différents types de risques, notamment l'incertitude entourant les coûts liés à la dette et les soldes budgétaires². Différentes contraintes peuvent également être ajoutées au module d'optimisation pour garantir le maintien d'un minimum d'émissions dans toutes les catégories d'échéances ou pour limiter le montant de refinancement nécessaire au cours d'une période donnée. Par conséquent, les portefeuilles de dette ayant une structure optimale et les arbitrages entre les risques et les coûts fournis par le modèle peuvent être très variables selon les contraintes et les perspectives de risque prises en compte dans les calculs.

Bien que les résultats quantitatifs du modèle constituent un élément essentiel des décisions touchant la stratégie de la dette, ce processus prend également en compte d'autres données, notamment les commentaires des acteurs du marché et l'évolution des marchés des titres.

¹ D. J. Bolder (2008), « Le modèle canadien de gestion de la dette », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 3-17.

² Les mesures de risque peuvent être exprimées selon la « volatilité conditionnelle » ou le « coût exposé au risque » (*Cost-at-Risk* ou CaR), mesure similaire à la valeur exposée au risque (VaR).

Le présent document de consultation contient des questions qui visent à valider auprès des participants aux marchés certaines considérations utilisées dans l'élaboration de la stratégie de la dette pour 2011-2012 et au-delà.

GESTION DES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DE GRANDE TAILLE ÉCHÉANT DANS L'AVENIR

Compte tenu du profil d'émission actuel, on s'attend dans un avenir rapproché à plusieurs pics d'arrivée à échéance de grosses émissions causés par une augmentation des émissions pendant la crise financière et par l'émission d'obligations de même échéance dans les segments des titres à 2, à 5 et à 10 ans et, dans une moindre mesure, dans ceux des titres à 2 et à 3 ans. Cette concentration des échéances implique que les versements d'intérêt (coupons) à ces dates seront également substantiels.

Le gouvernement a pris des mesures pour aplanir le profil des échéances, notamment en accroissant la fréquence des opérations de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie, en procédant à des opérations de rachat d'obligations assorties d'une conversion de titres échéant à court et à moyen terme, et en utilisant mars et septembre comme dates d'échéance pour des obligations à 2 et à 3 ans. D'autres changements pourraient s'avérer utiles pour abaisser et stabiliser le profil de trésorerie lié à l'arrivée à échéance des titres d'État, de manière à réduire les risques opérationnels et liés au refinancement.

ENJEUX À EXAMINER

PROGRAMME D'ÉMISSION D'OBLIGATIONS

Depuis l'exercice 2008-2009, les émissions d'obligations du gouvernement du Canada ont été considérables, ce qui a donné lieu à une hausse du nombre et de la taille des émissions de référence dans certaines catégories (voir le Tableau 1). À l'avenir, il pourrait être nécessaire de modifier le rapport entre le nombre d'émissions de référence et leur taille respective.

Tableau 1 : Émissions obligataires annuelles, par catégorie d'échéances (en milliards de dollars)³

	Taille cible actuelle des émissions de référence	Minimum sur 10 ans			Maximum sur 10 ans	
		Émissions brutes	Émissions nettes	Nombre annuel d'émissions de référence	Émissions brutes	Nombre annuel d'émissions de référence
2 ans	7 à 10	10,3	8	2	32	4
3 ans	7 à 10	0	0	0	20	2
5 ans	9 à 12	6,5	5	1	24	2
10 ans	10 à 14	10,5	8	1	17	1
30 ans	12 à 15	3,2	1,9	s.o.	6	s.o.
ORR	5 à 7 ⁴	1,4	1,4	s.o.	2,2	s.o.

³ Ne prend pas en compte l'exercice en cours (2010-2011).

⁴ Aucune cible précise n'a jamais été annoncée pour les émissions de référence des obligations à rendement réel (ORR); ces chiffres représentent la fourchette de tailles des émissions de référence passées d'ORR.

1. Que pensez-vous des niveaux d'émission annuels minimal et maximal de chaque segment d'obligations? Selon vous, combien d'émissions de référence faudrait-il pour garantir une capacité d'absorption et une liquidité suffisantes dans chaque segment, et quelle devrait être la taille de ces émissions?
2. Pour atteindre les tailles cibles des émissions de référence indiquées au Tableau 1, plus d'une réouverture d'une nouvelle émission est souvent nécessaire. Que pensez-vous de la taille et de la fréquence des adjudications dans les différents segments?

Vu le gros volume des émissions échéant dans l'avenir, le déplacement des dates d'échéance de certaines émissions de référence, individuellement ou collectivement, permettrait de réduire les montants échéant à certaines dates futures.

3. Dans quelle mesure est-il important pour le marché de maintenir la fongibilité entre les obligations à 2 et à 3 ans et entre les obligations à 2 et à 5 ans?
4. Les émissions dans les segments à 2, à 3 et à 5 ans pourraient-elles être regroupées dans des émissions de référence moins nombreuses mais de plus grande taille, dont les dates d'échéance seraient fixées en mars et en septembre ou à un autre moment?
5. Dans l'hypothèse où le nombre actuel d'émissions de référence dans les segments à 2, à 3 et à 5 ans serait maintenu, que pensez-vous de l'établissement d'autres dates d'échéance? Par exemple, février, mai, août et novembre seraient-ils préférables à janvier, avril, juillet et octobre? Vaudrait-il mieux fixer l'échéance au début ou au milieu du mois?
6. Pour réduire les volumes d'obligations échéant le 1^{er} juin, la date d'échéance d'émissions de référence d'obligations nominale à 30 ans pourrait être déplacée du 1^{er} juin au 1^{er} décembre, en alternance avec les obligations à rendement réel. Pensez-vous qu'un tel changement puisse causer des problèmes?

PROGRAMME DE RACHAT D'OBLIGATIONS

7. Avez-vous des commentaires au sujet des opérations de rachat d'obligations assorties d'une conversion de titres échéant à court ou à moyen terme, ou de la fréquence accrue des opérations de rachat aux fins de la gestion de la trésorerie?

ENCOURS DES BONS DU TRÉSOR

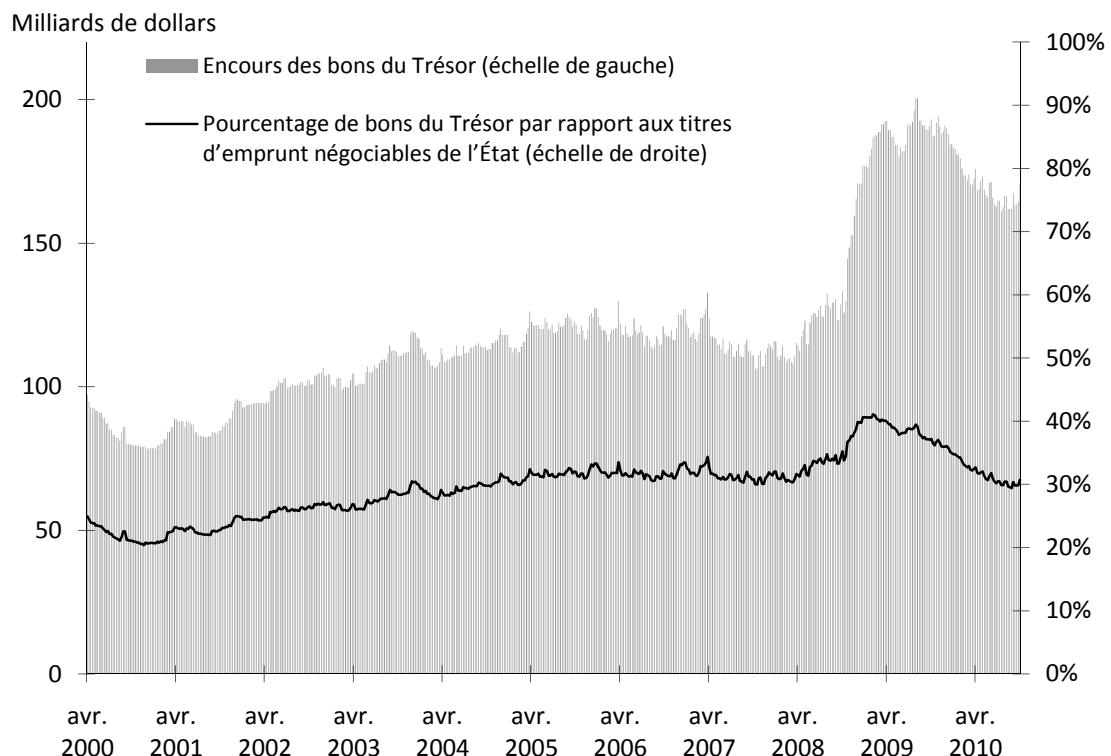
Depuis 2000, l'encours des bons du Trésor a fluctué entre un creux de 89 milliards de dollars, enregistré en 2000-2001, et un sommet de 200 milliards de dollars, atteint en juillet 2009. En proportion de l'ensemble des titres d'emprunt négociables du gouvernement du Canada, il représentait en moyenne 28 % entre avril 2000 et mars 2008; il s'est ensuite hissé à un sommet de 41 % en décembre 2008, et a diminué depuis pour s'établir à 30 % (voir le Graphique 1).

Depuis le début de l'exercice financier, la taille des adjudications de bons du Trésor tenues toutes les deux semaines a varié entre 12 et 15 milliards de dollars.

L'encours des bons du Trésor devrait baisser pour se chiffrer à 150 milliards d'ici la fin de l'exercice courant.

8. Pensez-vous qu'il soit possible d'accroître ou de réduire l'encours des bons du Trésor par rapport aux niveaux actuels? À votre avis, quelle est la taille minimale et maximale des adjudications de bons du Trésor nécessaire pour assurer le bon fonctionnement du marché?

Graphique 1 : Niveau historique de l'encours des bons du Trésor (en milliards de dollars et en pourcentage des titres d'emprunt négociables de l'État)



CONDITIONS ACTUELLES DES MARCHÉS

9. 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., opérations de pension, produits dérivés, titres à coupons détachés, obligations provinciales, obligations de sociétés)? Quelles répercussions ces marchés de titres à revenu fixe ont-ils eues sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada?