

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette 2012-2013

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 2012-2013 et au-delà. Le gouvernement considère que ces consultations régulières font partie intégrante du processus de gestion de la dette.

Cette année, les consultations visent plus précisément à connaître l'opinion des diverses parties sur l'efficacité du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien pour s'assurer que les processus d'adjudication et d'intermédiation continuent d'appuyer les objectifs poursuivis par la stratégie de gestion de la dette, à savoir l'obtention d'un financement stable et à faible coût ainsi que le bon fonctionnement du marché de ces titres¹. Plus précisément, il est demandé aux acteurs de marché de donner leurs avis au sujet des tendances observées sur le marché des titres du gouvernement canadien, des communications avec les participants à ce marché en provenance du ministère des Finances et de la Banque du Canada et de l'évolution du profil des participants aux adjudications.

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 2012-2013* sera publiée.

CONTEXTE

Plusieurs facteurs influent sur l'efficacité – et le succès – du cadre de distribution des titres de dette, dont la conception du processus d'adjudication, les besoins de financement existants et projetés, la stratégie de gestion de la dette à moyen terme, l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres canadiens, la participation aux adjudications, la transparence des marchés, les systèmes de négociation parallèles et les relations avec les investisseurs.

EXAMEN DU PROCESSUS D'ADJUDICATION DES TITRES DE DETTE

De novembre 2008 à novembre 2009, le processus d'adjudication des obligations à rendement nominal, des obligations à rendement réel et des bons du Trésor du gouvernement canadien a fait l'objet d'un examen par un tiers dans le cadre du Programme d'évaluation de la trésorerie du ministère des Finances. Il ressort du rapport final² que la structure actuelle est adéquate, qu'elle favorise la transparence, l'efficacité et l'efficience des adjudications et qu'elle permet d'atteindre les objectifs immédiats, intermédiaires et ultimes, à savoir : procurer à l'État le financement dont il a besoin à un faible coût. Par ailleurs, le rapport indique que le processus d'adjudication contribue également à maintenir la liquidité et l'efficience du marché secondaire des titres de dette du gouvernement canadien.

Les consultations entreprises cette année aideront les pouvoirs publics à orienter leurs efforts relativement à certaines recommandations formulées dans le rapport d'examen, comme améliorer les communications externes avec les acteurs de marché, encourager ces derniers à prendre davantage part à la formulation de la stratégie de gestion de la dette et favoriser une participation accrue des clients.

¹ Le précédent examen du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement a été effectué en 2005-2006, parallèlement aux consultations sur la stratégie de gestion de la dette

² <http://www.fin.gc.ca/treas/evaluations/edap-epatd-fra.asp>

BESOINS DE FINANCEMENT

Selon les dernières projections budgétaires³, les émissions brutes d'obligations négociables sur le marché intérieur devraient se maintenir près des niveaux actuels pendant les deux à cinq prochaines années. En revanche, l'encours des bons du Trésor devrait diminuer nettement en 2013-2014, afin d'absorber l'incidence de l'arrivée à échéance des actifs financiers acquis dans le cadre du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés.

NOUVELLE STRATÉGIE DE GESTION DE LA DETTE À MOYEN TERME ET PLAN DE LIQUIDITÉ PRUDENTIELLE

La nouvelle stratégie à moyen terme présentée en annexe au budget fédéral pour 2011 (sous le titre *Stratégie de gestion de la dette 2011-2012*)⁴ se concentre sur la stabilité et la réduction de l'exposition aux risques financiers. Ainsi, quatre nouvelles échéances ont été instituées pour diminuer le risque de refinancement, et les tailles cibles des émissions d'obligations de référence à deux, trois et cinq ans ont été relevées légèrement pour faciliter la transition vers la gamme modifiée d'échéances dans ces segments⁵.

Le gouvernement a également rendu public son nouveau plan de liquidité prudentielle destiné à soutenir la situation de trésorerie publique à moyen terme. Une fois mis en œuvre, ce plan fera en sorte que le niveau global des liquidités de l'État puisse couvrir, au minimum, les flux de trésorerie nets prévus pour le mois à venir, y compris les paiements d'intérêts et les coûts de refinancement des emprunts. Au cours des trois prochains exercices financiers, les dépôts que le gouvernement tient auprès des institutions financières et de la Banque du Canada devraient être majorés de près de 25 milliards de dollars. Quant aux réserves de change, elles devraient augmenter de quelque 10 milliards de dollars américains au cours du présent exercice et, par la suite, d'un montant suffisant pour être maintenues à un niveau égal ou supérieur à 3 % du produit intérieur brut nominal. En tout, la liquidité prudentielle croîtra d'environ 35 milliards de dollars d'ici la fin de 2013-2014.

INTÉRÊT DES INVESTISSEURS ÉTRANGERS

Ces dernières années, il y a eu un gonflement des portefeuilles de titres du gouvernement canadien détenus par des non-résidents, qui s'explique en partie par l'augmentation des placements en actifs libellés en dollars canadiens de la part de gestionnaires de réserves souverains. Néanmoins, le niveau actuel de ces portefeuilles (21 % de la dette publique brute) reste très en deçà de celui qu'on peut observer chez d'autres emprunteurs souverains.

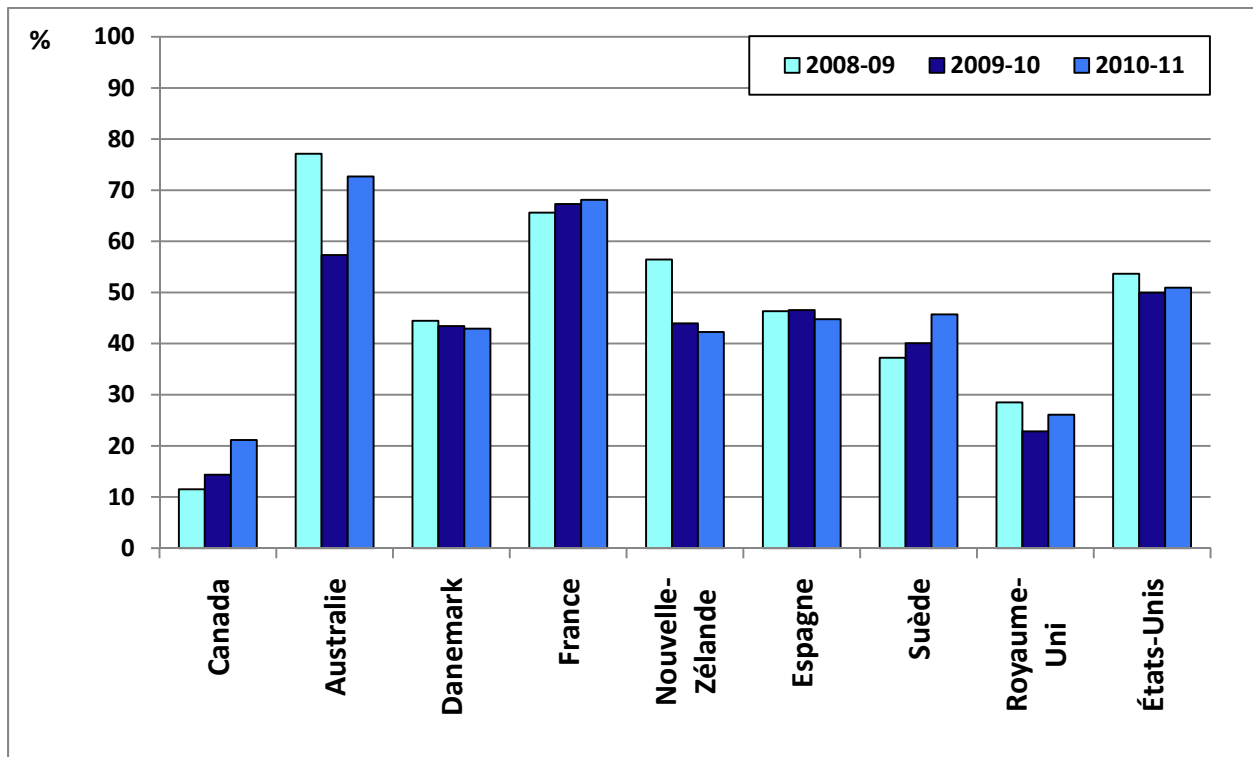
Une diversification du bassin d'investisseurs, y compris des non-résidents, alimente l'activité sur le marché secondaire des titres d'État et contribue ainsi à maintenir les coûts de financement à un niveau bas et stable.

³ <http://www.fin.gc.ca/efp-pef/2011/index-fra.asp>

⁴ <http://www.budget.gc.ca/2011/plan/anx2-fra.html>

⁵ Pour plus d'information sur l'approche utilisée, voir M. Larson et E. Lessard (2011). « L'élaboration d'une stratégie de gestion de la dette à moyen terme pour le gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 47-54.

Figure 1 : Dette publique brute totale – Titres de dette négociables détenus par des non-résidents



Source : OCDE

PARTICIPATION AUX ADJUDICATIONS

Le nombre total de distributeurs de titres d'État et de négociants principaux est relativement stable depuis ces dernières années : il y a actuellement 21 distributeurs de titres d'État, dont 10 ont le statut de négociant principal sur le marché des bons du Trésor et 12 ont ce même statut sur le marché obligataire.

Le principal changement qu'a connu le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien ces cinq dernières années est l'accroissement de la participation des clients aux adjudications. Les montants d'obligations à rendement réel adjudgés aux clients sont devenus relativement équivalents à ceux obtenus par les négociants principaux.

Tableau 1 : Parts attribuées aux divers participants aux adjudications sur le marché primaire

Obligations à rendement nominal

Catégorie de participants	2006-2007		2007-2008		2008-2009		2009-2010		2010-2011	
	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %
Négociants principaux	26	95	28	95	66	94	85	87	75	84
Autres distributeurs	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0
Clients	1	4	1	4	4	6	13	13	14	15
Cinq premiers participants	18	65	20	67	46	66	55	56	46	52
Dix premiers participants	25	91	26	89	63	91	81	83	72	81
Volume total des émissions d'ORN	27		30		70		98		88	

Obligation à rendement réel

Catégorie de participants	2006-2007		2007-2008		2008-2009		2009-2010		2010-2011	
	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %
Négociants principaux	1	75	1	54	1	37	1	56	1	52
Autres distributeurs	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0
Clients	0	24	1	46	1	62	1	43	1	48
Cinq premiers participants	1	55	1	59	1	52	1	57	1	56
Dix premiers participants	1	78	2	76	2	73	2	75	2	75
Volume total des émissions d'ORR	2		2		2		2		2	

Bons du Trésor

Catégorie de participants	2006-2007		2007-2008		2008-2009		2009-2010		2010-2011	
	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %	En milliards de \$	En %
Négociants principaux	233	94	198	88	322	90	324	86	285	84
Autres distributeurs	1	1	2	1	1	0	6	1	4	1
Clients	13	5	24	11	36	10	46	12	50	15
Cinq premiers participants	174	71	151	68	246	69	251	67	219	64
Dix premiers participants	233	94	207	93	325	91	331	88	287	85
Volume total des émissions de BT	247		224		359		376		339	

TRANSPARENCE

Un marché transparent est un marché où les renseignements relatifs aux émetteurs de titres sont clairs et où tous les participants disposent d'une information fiable sur les transactions qui y sont effectuées. Une meilleure transparence peut accroître l'intégrité du marché des titres du gouvernement canadien et rendre celui-ci plus attrayant aux yeux d'un vaste éventail de participants.

Le gouvernement a adopté une stratégie cohérente en ce qui concerne les communications relatives à l'émission de sa dette intérieure. Pour assurer la transparence et la prévisibilité du programme d'émissions d'obligations du gouvernement, la Banque du Canada verse dans son site Web, une à deux semaines avant le début de chaque trimestre, un calendrier des adjudications d'obligations qui se

dérouleront durant le trimestre en question⁶. On peut également consulter les modalités, règles et règlements relatifs aux adjudications des titres d'État sur ce site, à partir de la même page Web. La Banque affiche aussi les résultats des adjudications peu après leur tenue. En outre, le ministère des Finances publie divers documents (*Stratégie de gestion de la dette*, *Rapport sur la gestion de la dette* et *Rapport sur la gestion des réserves officielles de liquidités internationales du Canada*) qui renferment des renseignements détaillés sur les opérations d'emprunt et de gestion financière du gouvernement canadien⁷.

La transparence des prix des titres du gouvernement s'est accrue ces dernières années, et un certain nombre de marchés offrent désormais de l'information sur ceux-ci. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont récemment reporté au 1^{er} janvier 2015 la mise en œuvre des exigences relatives à la transparence de l'information avant et après les opérations portant sur les titres de dette du gouvernement⁸. Cette décision a été motivée par l'amélioration constante de la transparence des prix de ces titres et par le fait qu'aucun organisme de réglementation national ou international n'a établi d'exigences obligatoires en la matière.

SYSTÈMES DE NÉGOCIATION PARALLÈLE

Ces dernières années, le développement des plateformes de négociation électroniques (communément appelées « systèmes de négociation parallèles » ou SNP) a amélioré la transparence des prix des titres du gouvernement canadien sur le marché secondaire. CanDeal, CBid et Bloomberg Tradebook sont des exemples de SNP présents au Canada. Ces plateformes sont admissibles au statut de distributeurs de titres d'État (ce qui, notamment, leur donne droit de participer directement aux adjudications de titres du gouvernement canadien) à certaines conditions. Néanmoins, jusqu'à maintenant, aucun SNP n'a complété le processus pour obtenir ce statut.

Selon les participants aux marchés, le recours accru aux SNP sur le marché secondaire tient en grande partie aux gains d'efficacité qu'ils procurent sur le plan technique, à l'importance additionnelle accordée à la conformité à la réglementation et au contrôle des risques tant par les courtiers que par les investisseurs institutionnels, et aux encouragements des autorités à utiliser ces plateformes. Les transactions portant sur les titres à revenu fixe et les titres du marché monétaire traitées par les SNP ont fortement augmenté en volume au cours des cinq dernières années. Par exemple, le volume de transactions effectuées par l'entremise de CanDeal était de 1,4 billion de dollars pour l'exercice 2011, contre 289 milliards en 2006⁹.

RELATIONS AVEC LES INVESTISSEURS

Un nombre grandissant d'emprunteurs souverains reconnaissent les avantages que procure un programme efficace de relations avec les investisseurs qui allie des politiques macroéconomiques et données fondamentales saines avec un engagement envers la transparence et des communications ouvertes avec les acteurs de marché. Le ministère des Finances et la Banque du Canada se servent actuellement de leur site Web respectif, de leurs documents et rapports officiels ainsi que de leurs échanges quotidiens avec les participants aux marchés – et des consultations menées auprès de ces derniers – pour promouvoir ces objectifs de transparence et d'ouverture des communications. Ils

⁶ <http://www.banqueducanada.ca/marches/adjudications-de-titres-du-gouvernement>

⁷ <http://www.fin.gc.ca/pub/index-fra.asp>

⁸ http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/rule_20111028_21-501_deferral-info-transparency.pdf (en anglais seulement)

⁹ <http://www.candeal.ca>

s'emploient à améliorer et à multiplier les produits et activités concernant les relations avec les investisseurs. Parmi les mesures envisagées figurent la refonte, voire la consolidation, des pages Web consacrées à la gestion financière, la révision des processus de déclaration et de diffusion des données, la fourniture de documents de présentation et l'amélioration du cadre de communications. Les avis des acteurs de marché sur l'accessibilité à des activités de cette nature, leur pertinence et leur disponibilité contribueront à orienter les nouveaux perfectionnements qui seront apportés.

CADRE DE DISTRIBUTION DES TITRES DE DETTE

On entend par cadre de distribution des titres de dette la méthode qu'emploie le gouvernement pour placer les titres de dette négociables qu'il émet auprès des acteurs de marché. Ce cadre est conçu de manière à permettre à l'État canadien de vendre ses titres en tout temps et au meilleur prix possible. Il vise également à soutenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement en encourageant la participation des courtiers et des investisseurs (Pellerin, 2006, a publié une étude fort informative à ce sujet)¹⁰. Un cadre de distribution des titres d'État efficace bénéficie à l'ensemble du marché canadien des titres à revenu fixe en offrant aux investisseurs et aux émetteurs des valeurs sûres pouvant servir de référence ou être utilisées à des fins de couverture.

Le cadre de distribution des titres du gouvernement doit fournir un équilibre entre divers intérêts : celui du gouvernement, qui réside dans l'obtention d'un financement continu à faible coût; celui des courtiers en valeurs, qui consiste en un accès au marché des titres d'État et à l'information sur les flux de transactions; et celui des investisseurs, qui doivent avoir la possibilité d'acquérir des titres du gouvernement à prix raisonnable.

Les politiques et procédures en matière d'émission de titres de dette souverains varient d'un pays à l'autre, car elles tiennent compte de l'évolution et des tendances propres à chaque marché intérieur pour ce type d'instruments et de la mondialisation. La majorité des pays industrialisés assurent le placement intérieur des titres de dette de l'État à l'aide d'un système de distribution reposant sur les négociants principaux. Par rapport au modèle canadien, les cadres en vigueur dans les autres nations avancées ont tendance à imposer moins d'obligations aux courtiers pour ce qui est de leur participation aux adjudications, mais ils sont plus exigeants en ce qui concerne les opérations de ces derniers sur le marché secondaire (par ex., activités continues de tenue de marché, volumes minimaux de transactions). Le gouvernement canadien utilise les adjudications à prix multiples pour placer les bons du Trésor et les obligations à rendement nominal qu'il émet, et les adjudications à prix uniforme pour la vente de ses obligations à rendement réel. Ces deux modes d'adjudication sont les plus couramment utilisés par les emprunteurs souverains lorsqu'ils émettent des titres de dette. Certains emprunteurs souverains ont toutefois recours à d'autres formules comme les adjudications « à l'espagnole » et « à la hollandaise » (voir l'encadré gris ci-après). En outre, du fait que leurs besoins d'emprunt se sont accrus ces dernières années, un certain nombre de pays ont commencé à recourir à d'autres formes de distribution, comme les petites adjudications, la syndication, les placements privés et l'accès direct par voie électronique des petits investisseurs au processus.

¹⁰ M. Pellerin (2006). « L'évolution du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 41-49.

Adjudication à prix uniforme ou « à la hollandaise » : les soumissionnaires retenus paient tous le même prix, appelé prix d'arrêt, qui correspond au cours acheteur minimum auquel la totalité de l'émission est placée. Les Trésors américain et britannique emploient cette méthode.

Adjudication à prix multiples : les soumissionnaires retenus paient le prix qu'ils ont proposé comme cours acheteur pour chaque tranche, et ce en ordre croissant jusqu'à ce que la totalité de l'émission soit placée. Il s'agit de la méthode dont se sert le gouvernement canadien pour la vente des obligations à rendement nominal, et c'est aussi celle que privilégient les Trésors français et allemand.

Adjudication à l'espagnole : il s'agit d'un mélange des deux méthodes précédentes, que le gouvernement espagnol emploie depuis 1987. Les soumissionnaires retenus paient pour chaque tranche le prix qu'ils ont proposé comme cours acheteur, si ce dernier est inférieur à la moyenne pondérée des cours acheteurs des soumissions acceptées; sinon, ils paient le cours moyen pondéré. Ainsi, aucun soumissionnaire retenu ne paiera davantage que cette moyenne pondérée, et certains paieront moins.

Adjudication directe à la hollandaise : les soumissions sont présentées sous la forme d'un écart par rapport au rendement d'une obligation de référence dont l'échéance est comparable à celle de l'obligation à adjuger. Une gamme d'écarts de rendement acceptable (pour l'emprunteur) est communiquée aux investisseurs avant la tenue de l'adjudication (habituellement la veille). Elle doit impérativement être respectée. Les soumissionnaires indiquent la quantité d'obligations qu'ils veulent se procurer pour chaque écart proposé. Les obligations sont accordées, à taux unique, en fonction de l'écart limite qui est fixé à l'issue de l'adjudication.

ENJEUX À EXAMINER

MARCHÉS PRIMAIRES ET SECONDAIRES

1. Quelle est votre vision du rôle des distributeurs de titres d'État? Y a-t-il selon vous un équilibre entre les avantages que procure le statut de négociant principal et les obligations qui y sont associées? Comment le gouvernement devrait-il s'y prendre pour appuyer encore plus les avantages que procurent ces deux désignations ainsi que la participation et la visibilité de leurs titulaires?
2. À quels facteurs attribuez-vous la poussée récente de la participation des clients? Comment celle-ci évoluera-t-elle à l'avenir? Que peut faire le gouvernement pour favoriser une plus grande participation des clients?
3. Quelle incidence l'intérêt accru des investisseurs étrangers pour les titres canadiens a-t-il eue sur les résultats des adjudications et l'activité sur le marché secondaire?
4. Quels ont été les effets des systèmes de négociation parallèles sur la transparence du marché secondaire des titres d'État et sur le comportement des courtiers et clients comme acheteurs de ces titres? Y a-t-il des facteurs qui pourraient empêcher la négociation électronique des titres d'État de gagner encore du terrain?

PROCESSUS D'ADJUDICATION

5. Quels changements devraient être apportés au processus d'adjudication afin d'accroître l'efficacité de ce mode de financement pour le gouvernement et de bonifier les avantages pour les participants? Une autre formule d'adjudication serait-elle plus efficace, éventuellement dans certains segments du marché des titres d'État?

COMMUNICATIONS ET TRANSPARENCE

6. Que pensez-vous de l'amélioration de la transparence des prix et des volumes depuis le réexamen de 2005-2006 du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement?
7. Le ministère des Finances et la Banque du Canada utilisent diverses techniques de communication (par ex., téléconférences, discussions multilatérales et rencontres bilatérales à intervalles réguliers) lorsqu'ils consultent les participants aux marchés sur les enjeux relatifs à la stratégie de la dette. Comment évaluez-vous la fréquence, la nature et la pertinence de ces différents modes d'interaction avec les gestionnaires de la dette du gouvernement fédéral? Quelles activités de relations avec les clients vous paraissent les plus utiles/valables? Lesquelles mériteraient d'être supprimées, améliorées ou ajoutées?
8. Y a-t-il des données ou des renseignements concernant le marché des titres d'État qui ne sont pas disponibles ou qui devraient devenir plus aisément accessibles? Le développement d'un site Web regroupant toute l'information relative à la gestion financière serait-il utile?

PROGRAMMES D'ÉMISSION D'OBLIGATIONS ET DE BONS DU TRÉSOR

9. Quelle évaluation faites-vous de la liquidité et du fonctionnement du marché des titres du gouvernement pour ce qui est de chacune des échéances et des marchés des titres à revenu fixe correspondants (par ex., opérations de pension, produits dérivés, obligations coupons détachés et obligations émises par les provinces ou les sociétés)?
10. Depuis le début de l'exercice en cours, les dates d'échéance de certaines obligations de référence ont été modifiées de façon à réduire le risque de refinancement majeur une même

journée. La transition vers les nouvelles dates d'échéance dans les secteurs des obligations à deux, trois ou cinq ans s'est-elle effectuée sans heurt? Que pensez-vous de la taille des émissions de référence à deux ans qui sont interchangeables avec des obligations de référence à trois ans déjà en circulation (août et février)?

11. Y a-t-il des commentaires dont vous souhaitez nous faire part au sujet du programme de bons du Trésor, du programme d'émission d'obligations ou du programme de rachat d'obligations?