

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette 2013-2014

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 2013-2014 et au-delà. Les consultations menées régulièrement auprès des participants au marché sont considérées comme faisant partie intégrante du processus de gestion de la dette et comme un apport appréciable à ce processus, et c'est pourquoi l'on souhaite recevoir les contributions et les observations d'une pluralité de participants.

Cette année, les consultations visent notamment à solliciter des avis et idées pour faciliter la transition vers un programme d'émission de bons du Trésor de taille réduite en 2013-2014. Il est aussi demandé de commenter la situation de la demande de titres à plus long terme ainsi que l'incidence de changements d'ordre réglementaire.

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 2013-2014* sera publiée.

CONTEXTE

La dette du gouvernement du Canada conserve la note AAA assortie de perspectives stables, soit la plus élevée qui soit. En fait, le gouvernement du Canada est actuellement un des sept seuls émetteurs souverains pour qui cette note est incontestée. Dans ce groupe restreint de sept émetteurs souverains notés AAA, le Canada est celui qui possède les marchés les plus profonds, l'encours des obligations d'État se chiffrant à plus de 450 milliards de dollars, tandis que celui des bons du Trésor excède 180 milliards de dollars. Dès lors, il n'est pas surprenant que les titres de dette émis par le gouvernement du Canada comptent parmi les placements les plus prisés au monde.

Le fait que le pays continue de jouir d'une situation budgétaire et économique plutôt favorable a continué de soutenir la vigueur de la demande de titres du gouvernement du Canada sur les marchés primaire et secondaire, de sorte que la couverture de toutes les adjudications de bons du Trésor et d'obligations est demeurée excellente et la demande de ces titres aux adjudications est demeurée ferme durant toute la première moitié de l'exercice 2012-2013. La part des titres d'emprunt du gouvernement du Canada détenue par des non-résidents est maintenant légèrement supérieure à 25 %, ce qui dépasse nettement la moyenne des cinq années précédant la crise (15 %).

À en juger par les plus récentes projections budgétaires¹, le montant annuel des émissions brutes d'obligations négociables sur le marché intérieur devrait être conforme aux prévisions établies pour 2012-2013. L'encours des bons du Trésor devrait varier entre 170 et 200 milliards de dollars au cours des quelques trimestres à venir, pour ensuite commencer à diminuer dans la seconde moitié de l'exercice 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 assurés².

¹ <http://www.fin.gc.ca/efp-pef/2012/pdf/efp-pef-fra.pdf>

² Ces titres adossés à des créances hypothécaires ont été rachetés auprès des institutions financières en 2008 et en 2009 dans le cadre du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés, un des éléments de la riposte du gouvernement du Canada à la crise financière.

Les propositions reçues dans le cadre de ces consultations aideront les gestionnaires de la dette fédérale à concevoir une stratégie qui préserve un juste équilibre entre les coûts et les risques et qui assure la liquidité et le bon fonctionnement du marché des titres d'État, tout en étant suffisamment souple pour pouvoir faire face à l'incertitude économique et financière.

QUESTIONS À EXAMINER

PROGRAMME D'ÉMISSION D'OBLIGATIONS

Comme le prévoit la stratégie de gestion de la dette à moyen terme annoncée dans le document intitulé *Stratégie de gestion de la dette 2011-2012*, le nombre de dates d'échéances a été porté à huit afin de réduire le report à jour unique de titres de dette arrivant à échéance (Tableau 1). En outre, les intervalles cibles de montants d'émissions d'obligations de référence à deux, trois et cinq ans ont été relevés pour faciliter le passage aux échéances modifiées dans ces segments.

Tableau 1 : Taille aux dates d'échéance et fourchettes des émissions de référence³

(en milliards de dollars)								
	Févr.	Mars	Mai	Juin	Août	Sept.	Nov.	Déc.
2 ans	8-12		8-12		8-12		8-12	
3 ans	8-12				8-12			
5 ans		10-13				10-13		
10 ans				10-14				
30 ans								12-15
Obl. r. réel								10-16
Total	16-24	10-13	8-12	10-14	16-24	10-13	8-12	10-16

Questions

1. Que pensez-vous de la liquidité et du fonctionnement du marché des obligations du gouvernement canadien pour les diverses catégories d'échéances?
2. À l'exercice 2012-2013, il a été possible d'émettre des obligations à deux ans en rouvrant des émissions de référence existantes à trois ans. Si les conditions s'y prêtaient à nouveau, quelle pourrait être la taille minimale d'une émission de titres à deux ans en cas de réouverture d'une ancienne émission de référence à trois ans?

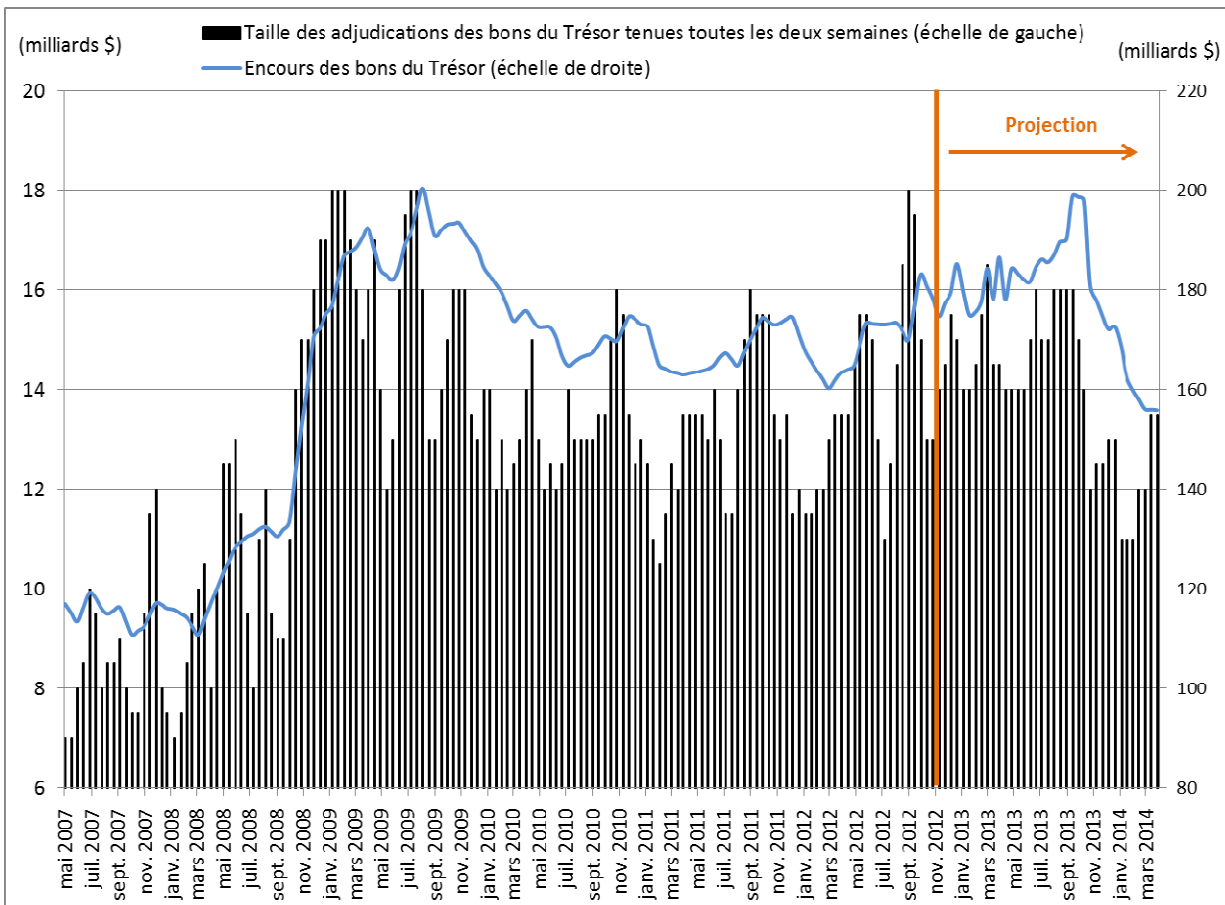
PROGRAMME D'ÉMISSION DE BONS DU TRÉSOR

Au cours des trois dernières années, l'encours des bons du Trésor a varié à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 160 et 190 milliards de dollars et le montant des adjudications tenues toutes les deux semaines a généralement dépassé 12 milliards de dollars (Tableau 1). La demande de bons du Trésor est demeurée ferme, les ratios de couverture des adjudications de bons du Trésor et les écarts

³ Les fourchettes des émissions d'obligations à rendement réel comprennent un rajustement estimatif au titre de l'inflation. Les obligations à rendement nominal et les obligations à rendement réel à 30 ans n'arriveront pas à échéance la même année.

d'adjudication⁴ ayant été respectivement légèrement supérieurs et légèrement inférieurs à la moyenne sur cinq ans (Tableau 2).

Graphique 1 : Encours des bons du Trésor et taille des adjudications des bons du Trésor tenues toutes les deux semaines*



* Ce graphique illustre des projections présentées à titre purement indicatif, étant donné qu'elles reposent sur des données et des hypothèses qui sont sujettes à modification. Il est à noter que la version actualisée des projections économiques et budgétaires de l'automne 2012 n'est pas forcément pleinement reflétée dans ce graphique.

⁴ Un écart d'adjudication représente le nombre de points de base entre le plus haut rendement accepté et le rendement moyen d'une adjudication. Un faible écart d'adjudication est préférable, car il indique généralement une meilleure transparence des prix des titres.

Tableau 2 : Résultats des adjudications de bons du Trésor et de bons de gestion de trésorerie

		3 mois	6 mois	12 mois	Bons de gestion de trésorerie
Écart d'adjudication	2011-2012	0,42	0,52	0,55	1,30
	Moyenne sur 5 ans	0,81	0,80	1,04	3,65
Ratio de couverture*	2011-2012	2,21	2,47	2,53	2,44
	Moyenne sur 5 ans	2,11	2,33	2,28	2,31

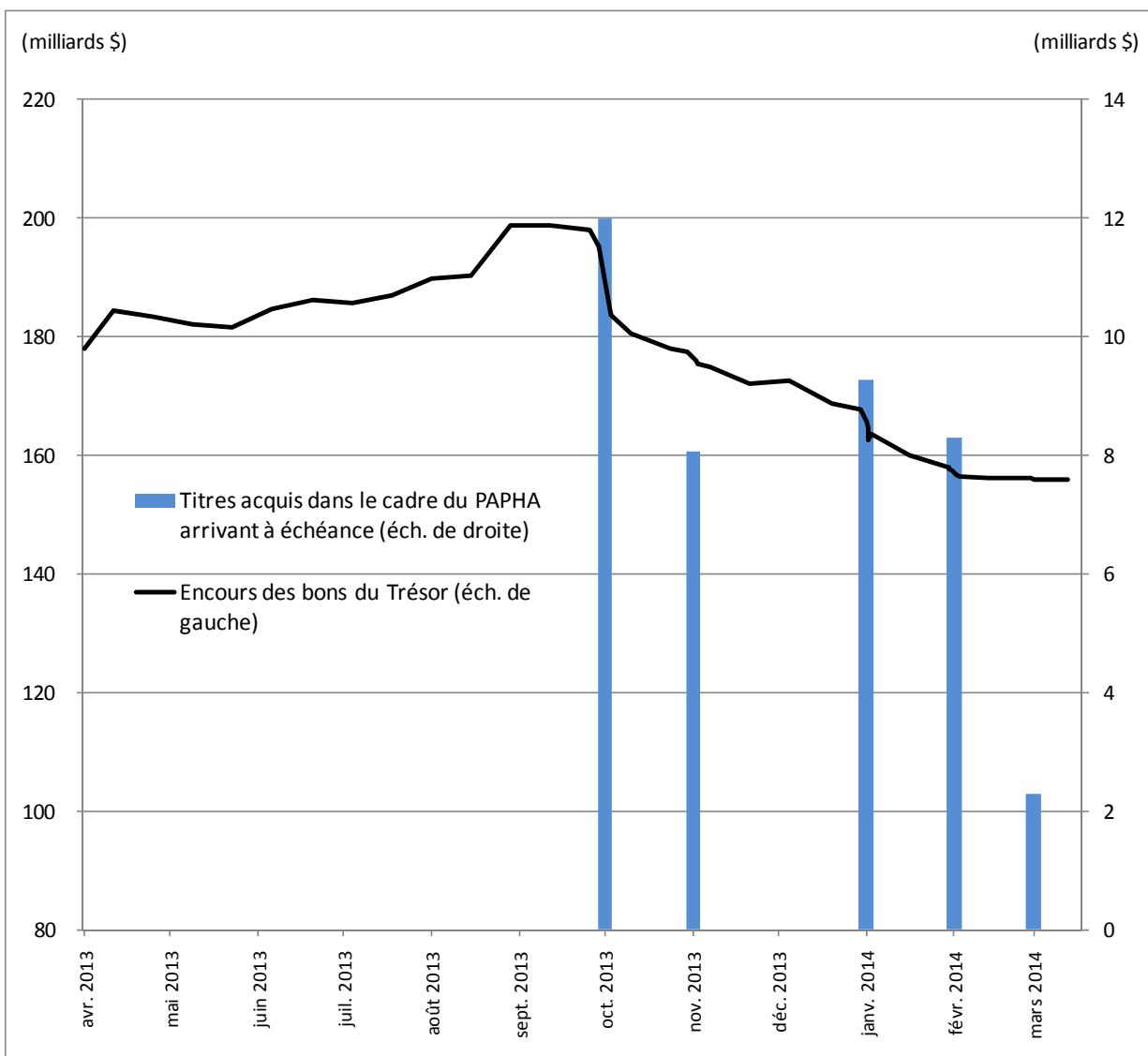
* Comprend les soumissions de la Banque du Canada.

Selon ce qui était prévu dans la *Stratégie de gestion de la dette 2013-2014*, l'encours des bons du Trésor devait s'établir à 159 milliards de dollars à la fin de l'exercice 2012-2013, mais on s'attend maintenant à ce que ce chiffre soit majoré de 20 à 25 milliards, en raison surtout du montant plus élevé que prévu des rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie ([Tableau 3](#)).

En 2013-2014, on devrait voir l'encours des bons du Trésor demeurer essentiellement stable durant les deux premiers trimestres et se chiffrer aux environs de 170 à 200 milliards de dollars, et la taille des adjudications tenues toutes les deux semaines devrait varier entre 14 et 16 milliards de dollars ([Graphiques 1 et 2](#))⁵. Une baisse de l'encours des bons du Trésor est envisagée aux troisième et quatrième trimestres, compte tenu des importantes entrées de trésorerie qui commenceront à se produire grâce au Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA). On s'attend actuellement à ce que la taille des émissions de bons du Trésor chute temporairement pour se situer aux alentours de 11 milliards de dollars dans la seconde moitié de 2013-2014, et à ce qu'elle augmente ensuite pour se stabiliser autour de 13 milliards de dollars.

⁵ Une des hypothèses retenues dans l'établissement des prévisions de l'encours des bons du Trésor pour l'exercice 2013-2014 est celle que le taux de succès du Programme de rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie restera ce qu'il est actuellement (c.-à-d. tout près de 100 %). Si le succès de ce programme devait se démentir au cours du prochain exercice, cela conforterait les attentes d'une baisse de l'encours des bons du Trésor liée à l'arrivée à échéance de titres du PAPHA.

Graphique 2 : Titres hypothécaires arrivant à échéance et encours des bons du Trésor*



* Ce graphique illustre des projections présentées à titre purement indicatif, étant donné qu'elles reposent sur des données et des hypothèses qui sont sujettes à modification. Il est à noter que la version actualisée des projections économiques et budgétaires de l'automne 2012 n'est pas forcément pleinement reflétée dans ce graphique.

Questions

Au cours des consultations de l'an dernier, des courtiers se sont dits préoccupés par la baisse de l'encours des bons du Trésor attendue en 2013-2014, surtout si ces titres restent très demandés à l'étranger et si, du fait de la mise en œuvre de nouveaux cadres réglementaires, le besoin de sûretés liquides de grande qualité ne cesse de croître.

3. La taille des adjudications des bons du Trésor tenues toutes les deux semaines est appelée à varier compte tenu de l'arrivée à échéance de titres du PAPHA. Lors d'exercices précédents, tant la taille des adjudications que celle des émissions nettes ont varié, l'écart pouvant aller jusqu'à 6 milliards

de dollars. Selon vous, quelle est la capacité du marché de s'adapter à des écarts encore plus marqués?

PROGRAMME DE RACHAT D'OBLIGATIONS AUX FINS DE LA GESTION DE LA TRÉSORERIE

Depuis son lancement, en 2001, le programme de rachat d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie s'est révélé être un dispositif efficace pour le gouvernement. Il aide en effet ce dernier à gérer ses besoins de trésorerie en réduisant les soldes élevés qu'il doit détenir aux principales dates d'échéance. Ce programme permet aussi d'atténuer les variations du volume des émissions de bons du Trésor au cours de l'année.

Eu égard à ce qui précède et compte tenu de la rétroaction reçue à l'occasion des consultations antérieures, des opérations d'un montant alternant actuellement entre 500 millions et 1 milliard de dollars sont réalisées dans le cadre de ce programme quasiment toutes les semaines depuis août 2010. Sont visées par ces opérations les obligations du gouvernement du Canada qui viennent à échéance au plus tard dans les 18 mois, aux dates où le montant total des titres arrivant à échéance dépasse 8 milliards de dollars.

Le montant réel des titres rachetés par rapport au montant maximal que le gouvernement était prêt à racheter s'est accru ces dernières années, tant en valeur absolue que sous forme de ratio, en raison de l'augmentation du nombre d'obligations admissibles représentant un encours important et de l'intérêt croissant pour ce programme manifesté par les participants au marché (Tableau 3).

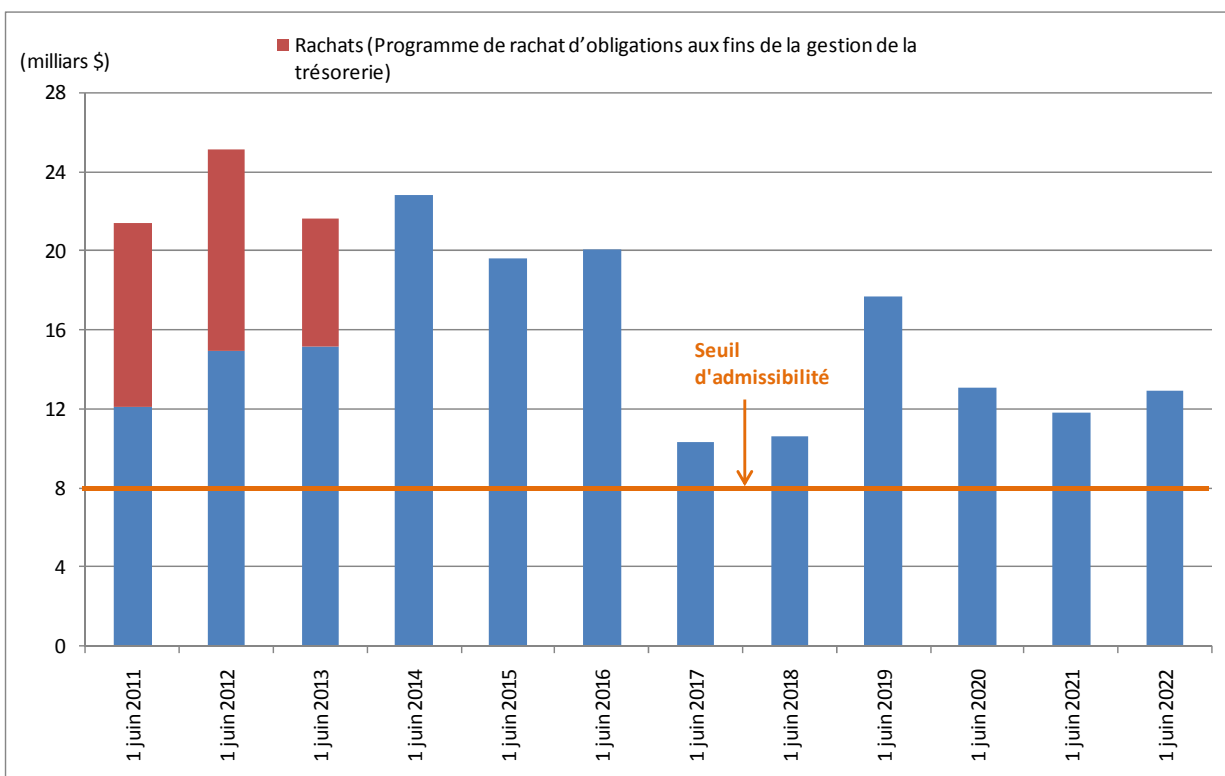
Tableau 3 : L'usage qui est fait du programme, par exercice

(en milliards de dollars)	Valeur totale des rachats (A)	Limite de rachat (B)	Ratio (A/B)
2006-2007	8,2	18,4	45 %
2007-2008	10,9	22,0	50 %
2008-2009	8,6	18,2	47 %
2009-2010	10,3	16,0	65 %
2010-2011	21,9	32,5	68 %
2011-2012	30,5	35,0	87 %
2012-2013*	20,8	21,0	97 %

* Au 31 octobre 2012

Le programme a permis de réduire considérablement la grande valeur de l'encours d'obligations arrivant à échéance à certaines dates, notamment celles du 1^{er} juin ([Graphique 3](#)). Dans les années à venir, la nouvelle structure des échéances introduite à l'exercice 2011-2012, qui comprend huit dates, devrait contribuer à réduire l'ampleur et la fréquence des pointes d'échéances massives. Ainsi, une fois échues les dernières obligations ayant un encours élevé (en juin), la valeur des obligations arrivant à échéance en juin devrait passer sous le seuil des 16 milliards de dollars. Les plus grosses échéances d'obligations à jour unique correspondront alors vraisemblablement à celles des obligations à deux et à trois ans venant à échéance en février et en août ([Tableau 1](#)).

Graphique 3 : Encours au 31 octobre 2012 des obligations venant à échéance en juin



Questions

4. Depuis avril 2012, le seuil d'admissibilité au programme est de 8 milliards de dollars. Auparavant, la valeur de l'encours à une date d'échéance donnée devait dépasser 5 milliards de dollars pour que l'obligation puisse entrer dans le panier de titres admissibles et elle en était retirée lorsque l'encours tombait à 3 milliards de dollars. Quelle a été l'incidence du relèvement du seuil d'admissibilité sur la liquidité des obligations comprises dans le panier ou exclues de celui-ci?
5. Auriez-vous des observations à nous faire en ce qui concerne la fréquence des opérations menées dans le cadre du programme, la flexibilité relative à la taille des opérations ou le panier d'obligations qui en font l'objet?

OBLIGATIONS À LONG TERME

La poursuite des objectifs du gouvernement en matière d'obtention d'un financement stable et à faible coût suppose de trouver un juste équilibre entre les coûts et les risques associés à la structure de la dette, ce qui passe par une répartition mûrement réfléchie des émissions parmi divers instruments de dette. Cela suppose aussi de gérer la structure de la dette de manière prudente, de façon à préserver l'accès à des sources de financement variées et à conserver un large bassin d'investisseurs.

Depuis que la *Stratégie de gestion de la dette 2012-2013* a été publiée, les taux d'intérêt sont demeurés proches de leur plus bas niveau. Par conséquent, le gouvernement a annoncé, le 27 septembre, un plan visant à faire porter davantage les émissions sur les échéances les plus longues. Ainsi, des adjudications supplémentaires d'obligations à 10 et à 30 ans sont prévues d'ici la fin de l'exercice, et l'on pourrait augmenter la taille des adjudications d'obligations à rendement nominal à 10 ans et à 30 ans, selon les conditions du marché.

Les changements temporaires en faveur des émissions à plus long terme annoncés cette année, conjugués au profil d'émission projeté inscrit dans la stratégie de gestion de la dette à moyen terme, porteront la part des obligations ayant une échéance à l'émission de 30 ans ou plus à approximativement 30 % de l'encours des émissions de titres négociables au cours de la prochaine décennie, et aux environs de 45 à 50 % de cet encours si l'on considère aussi les obligations ayant une échéance à l'émission de 10 ans ou plus.

Au Canada, des provinces, des municipalités, des sociétés d'états et autres ont émis depuis le début de l'année pour quelque 30 milliards de dollars d'obligations à long terme, dont environ 5 milliards de dollars d'obligations à plus de 35 ans⁶. En 2012, les émissions à très long terme ont porté surtout sur les titres à 40 et à 50 ans et sur des montants variant entre 25 et 500 millions de dollars par émission, et certains émetteurs ont procédé à de multiples réouvertures afin de constituer des émissions de référence. Pour ce qui est des émetteurs souverains de titres à très long terme, le Royaume-Uni émet régulièrement des obligations à 40 et à 50 ans, et le Japon (obligations à 40 ans), la France (obligations à 50 ans) et le Mexique (obligations à 100 ans libellées en dollars américains) sont eux aussi actifs dans ce segment.

Question

6. Veuillez préciser les caractéristiques de la demande d'obligations à long terme libellées en dollars canadiens émanant des participants aux marchés intérieur et internationaux.

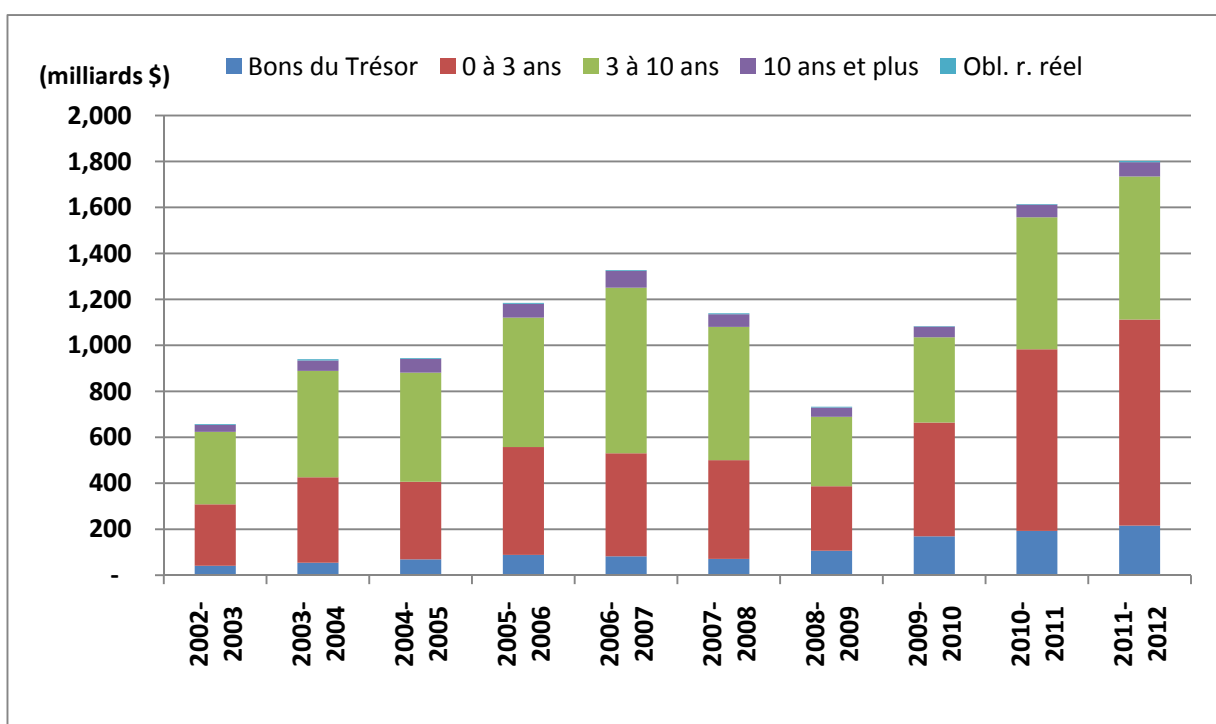
⁶ Source : Bloomberg

INTÉRÊT DES INVESTISSEURS ÉTRANGERS

On note un afflux à la fois important et soutenu de capitaux placés en titres du gouvernement du Canada par des investisseurs étrangers, comme en témoigne la valeur des portefeuilles de titres à revenu fixe du gouvernement du Canada détenus par des non-résidents, qui a augmenté pour se chiffrer à environ 176 milliards de dollars en juin 2012, comparativement à 57 milliards en 2008.

Cet afflux a pour corollaire une présence croissante des investisseurs étrangers sur les marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien. Depuis l'exercice 2008-2009, le volume des transactions sur le marché secondaire attribuable à des non-résidents a progressé de 65 %, cette augmentation résultant principalement du volume accru des opérations sur des obligations à échéance de trois ans (Graphique 4)⁷.

Graphique 4 : Volume total des opérations sur titres du gouvernement canadien réalisées par des non-résidents



Question

7. 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 et le marché des pensions?

⁷ L'encours total des titres du gouvernement du Canada a augmenté de 237 milliards de dollars entre les exercices 2007-2008 et 2011-2012.

CHANGEMENT APPORTÉS À LA RÉGLEMENTATION

Au cours des consultations de l'an dernier sur la stratégie de gestion de la dette, des courtiers ont exprimé leurs préoccupations concernant la mise en œuvre de nouveaux cadres réglementaires, notamment la loi Dodd-Frank et la « règle Volcker », et le relèvement des exigences de fonds propres prévu dans l'accord de Bâle III, puisqu'il pourrait en résulter une diminution de la capacité des courtiers à se servir de leur bilan à des fins de tenue de marchés ou de prise de risque. Des courtiers ont signalé que le marché tendait à s'éloigner d'un modèle dans lequel les courtiers gèrent d'importants stocks d'obligations à titre de mandants pour se diriger vers un modèle hybride davantage centré sur l'exécution des ordres à titre de mandataires.

Question

8. L'adaptation des participants au marché à l'évolution du contexte réglementaire a-t-elle eu des répercussions sur les activités de tenue de marché et sur la gestion des stocks de titres, des sûretés et des bilans?

Annexe

Obligations du gouvernement du Canada en circulation				
TERME À COURIR (ANNÉES)	OBLIGATION	SEGMENT	ENCOURS APRÈS RACHATS (MILLIONS \$ CAD)	TOTAL DES RACHATS (MILLIONS \$ CAD)
0,1	1,5 % déc. 2012	2 ans	8 190	6 221
0,3	1,75 % mars 2013	3 ans	11 130	7 861
0,6	3,5 % juin 2013	5 ans	7 019	8 045
0,6	5,25 % juin 2013	10 ans	8 126	3 874
0,8	2 % août 2013	2 ans	7 721	2 779
0,8	2,5 % sept. 2013	3 ans	7 632	1 568
1,0	1,5 % nov. 2013	2 ans	11 475	25
1,3	1 % févr. 2014	2 ans	11 114	0
1,3	2 % mars 2014	3 ans	9 600	0
1,4	10,25 % mars 2014	25 ans	710	2 440
1,6	3 % juin 2014	5 ans	13 150	2 850
1,6	5 % juin 2014	10 ans	9 670	1 198
1,8	2,25 % août 2014	3 ans	15 600	0
2,0	1 % nov. 2014	2 ans	9 900	0
2,1	2 % déc. 2014	5 ans	15 000	0
2,3	1 % févr. 2015	3 ans	9 000	0
2,6	2,5 % juin 2015	5 ans	9 000	0
2,6	4,5 % juin 2015	10 ans	10 143	157
2,6	11,25 % juin 2015	25 ans	457	1 893
2,8	1,5 % août 2015	3 ans	8 700	0
3,1	3 % déc. 2015	5 ans	11 342	0
3,3	1,25 % févr. 2016	3 ans	2 700	0
3,6	2 % juin 2016	5 ans	9 900	0
3,6	4 % juin 2016	10 ans	10 157	143
3,9	2,75 % sept. 2016	5 ans	10 500	0
4,3	1,5 % mars 2017	5 ans	10 500	0
4,6	4 % juin 2017	10 ans	10 343	0
4,9	1,5 % sept. 2017	5 ans	10 200	0
5,6	4,25 % juin 2018	10 ans	10 623	0
6,6	3,75 % juin 2019	10 ans	17 650	0
7,6	3,5 % juin 2020	10 ans	13 100	0
8,4	10,5 % mars 2021	30 ans	567	1 233
8,6	3,25 % juin 2021	10 ans	11 500	0
8,6	9,75 % juin 2021	30 ans	286	4 364
9,1	4,25 % déc. 2021	Obl. r. réel	5 175	0
9,6	2,75 % juin 2022	10 ans	12 700	0
9,6	9,25 % juin 2022	30 ans	206	2 344
10,6	1,5 % juin 2023	10 ans	5 500	0
10,6	8 % juin 2023	30 ans	2 499	5 701
12,6	9 % juin 2025	30 ans	2 669	6 231
14,1	4,25 % déc. 2026	Obl. r. réel	5 250	0
14,6	8 % juin 2027	30 ans	4 555	5 045
16,6	5,75 % juin 2029	30 ans	12 074	1 826
19,1	4 % déc. 2031	Obl. r. réel	5 800	0
20,6	5,75 % juin 2033	30 ans	13 003	407
24,1	3 % déc. 2036	Obl. r. réel	5 850	0
24,6	5 % juin 2037	30 ans	13 999	0
28,6	4 % juin 2041	30 ans	15 800	0
29,1	2 % déc. 2041	Obl. r. réel	6 550	0
32,1	1,5 % déc. 2044	Obl. r. réel	5 500	0
33,1	3,5 % déc. 2045	30 ans	7 900	0
	Émission de référence		Émission de référence faisant l'objet de réouvertures	

* au 31 octobre 2012

* Obligations à rendement réel : montants non corrigés de l'inflation