

## **Consultations sur la stratégie de gestion de la dette pour 2007-2008**

### **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 les conditions et l'évolution du marché des titres du gouvernement canadien afin de s'en inspirer dans l'élaboration de la stratégie de gestion de la dette pour l'exercice 2007-2008. Les participants au marché sont aussi invités à faire connaître leur point de vue au sujet de certains aspects opérationnels des programmes d'emprunt intérieur du gouvernement canadien.

Les présentes consultations visent à 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 portent plus particulièrement sur la liquidité et l'efficacité de ce marché, les changements en cours dans l'activité de négociation et l'utilisation des titres d'État à des fins de nantissement.

Un résumé des commentaires recueillis sera diffusé dans le site Web de la Banque du Canada au moment où la stratégie de gestion de la dette pour 2007-2008 sera rendue publique.

### **Contexte**

À titre d'emprunteur souverain et de plus important emprunteur sur le marché canadien des valeurs à revenu fixe, le gouvernement fédéral a tout intérêt à favoriser le bon fonctionnement du marché de ses titres. Un marché bien rodé facilite l'atteinte de l'objectif fondamental de la stratégie de gestion de la dette, qui est de maintenir les coûts d'emprunt à un niveau bas et stable au bénéfice des contribuables canadiens. 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.

Ces dernières années, le défi a consisté essentiellement à maintenir la liquidité et l'efficacité du marché des obligations d'État dans le contexte de la baisse des besoins d'emprunt du gouvernement fédéral et de la décision stratégique que ce dernier a prise de ramener la part de la dette à taux fixe de deux tiers à 60 % d'ici 2007-2008.

Au cours de la dernière décennie, les émissions annuelles brutes d'obligations n'ont cessé de reculer, passant d'un sommet de 54 milliards de dollars en 1996-1997 à environ 31 milliards de dollars en 2006-2007. Le présent document prend pour hypothèse de départ que le volume annuel de ces émissions demeurera aux alentours des niveaux actuels dans les prochaines années. Certaines mesures visant à suppléer à l'émission

d'obligations ont été suggérées (swaps de taux d'intérêt, regroupement des emprunts des sociétés d'État, etc.), mais aucune décision en ce sens n'a été prise, ni ne doit être retenue pour hypothèse.

### **Liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien**

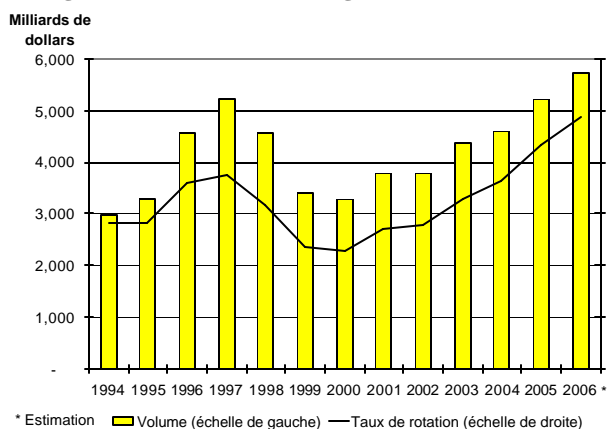
Les présentes consultations ont pour objet de permettre au gouvernement canadien et à la Banque de mieux juger de la liquidité du marché des titres d'État, et ainsi d'évaluer les aménagements qu'il serait possible d'apporter aux programmes d'emprunt et les initiatives prises récemment en vue de soutenir la confiance du marché.

Ces dernières années, les participants au marché ont mentionné que la liquidité des obligations d'État était suffisante en ce qui concerne les échéances de dix ans ou moins, mais qu'elle avait diminué dans le cas des échéances éloignées (voir le résumé des commentaires reçus lors des consultations sur la stratégie de gestion de la dette pour 2006-2007, accessible à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/avis\\_fmd/2006/not060406-f.html](http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2006/not060406-f.html)).

En 2006, le taux de rotation des obligations du gouvernement canadien et des opérations de pension sur ces titres, qui est un indicateur très répandu de la liquidité générale d'un marché, a en fait atteint des niveaux record (voir les Graphiques 1 et 2). D'après les données, c'est sur le marché des obligations de trois à dix ans que le taux de rotation est le plus élevé. Bon nombre d'investisseurs internationaux, par exemple, ont accru leurs achats de produits à revenu fixe canadiens, ce qui a entraîné une hausse du volume des opérations à la fois sur les marchés au comptant et sur les marchés de produits dérivés, notamment pour les contrats à terme sur obligations de dix ans (CGB). Cependant, certains participants estiment que l'augmentation des taux de rotation, ainsi que l'amenuisement des écarts entre les cours acheteur et vendeur, est peut-être due à une hausse du nombre des transactions de faible montant, mais que la liquidité ne s'est pas pour autant améliorée dans le cas des transactions de montant élevé.

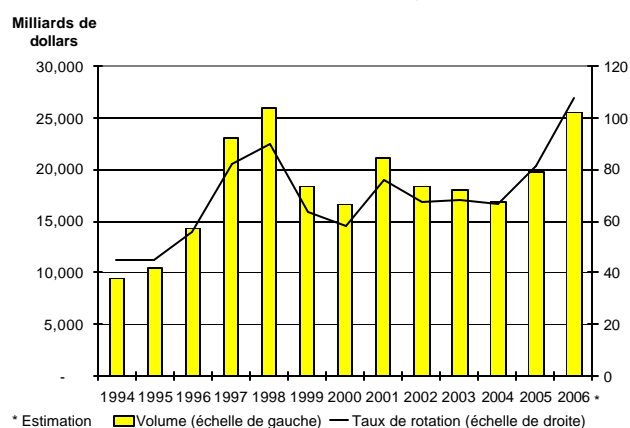
**Graphique 1**

**Taux de rotation et volume des opérations  
Obligations (excluant les obligations à rendement réel)**



**Graphique 2**

**Taux de rotation et volume des opérations  
Pensions sur obligations (excluant les obligations à rendement réel)**



Depuis quelque temps, les titres du gouvernement canadien sont en forte demande en raison de leur usage à des fins de nantissement. Il en est résulté une augmentation du volume des opérations de pension sur obligations d'État, laquelle pourrait avoir contribué à faire grimper les prix de ces titres sur le marché des pensions. Le niveau élevé de la demande de titres d'État s'expliquerait en partie par l'utilisation croissante des garanties liée à l'adoption de pratiques de gestion de risques plus prudentes, par la hausse des garanties exigées pour couvrir les pertes dans les systèmes de règlement et de compensation de même que par l'essor des produits dérivés, qui nécessitent eux aussi le dépôt de titres en garantie.

La liquidité des marchés canadiens n'est pas seulement fonction des caractéristiques des programmes d'emprunt; elle est également tributaire de la confiance du public dans l'intégrité des marchés. Au début de 2006, des révisions ont été apportées au Principe directeur n° 5 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), adopté en 1998, pour renforcer davantage l'intégrité du marché des titres à revenu fixe.

Étant donné les tensions observées sur le marché des pensions, la Banque du Canada a, pour la première fois depuis la mise en œuvre du programme de prêt de titres en 2002, procédé à de nombreux prêts en 2006 pour atténuer la pression dans certains secteurs de ce marché. En juin 2006, la Banque a demandé que les négociants principaux produisent un relevé de leur position nette, comme l'y autorise le Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM. La Banque a conclu de son examen des renseignements obtenus qu'il n'y avait pas de motifs suffisants pour qu'elle demande à l'ACCOVAM de mener une enquête en application du Principe directeur n° 5 (le communiqué émis par la Banque à cette occasion peut être consulté à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/avis\\_fmd/2006/not070906-f.html](http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2006/not070906-f.html)). Il n'en demeure pas moins que cet épisode témoigne de la nécessité d'être vigilant afin de préserver l'intégrité du marché.

Enfin, l'utilisation de plus en plus répandue des systèmes de négociation électroniques a contribué à renforcer la transparence et l'efficacité du marché. Au cours de la dernière année, le niveau de transparence approprié pour les marchés des titres d'État a fait l'objet d'une évaluation par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), le 31 décembre 2006 marquant l'expiration de la dispense actuelle, pour les titres du gouvernement canadien, des règles de transparence prévues par la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché*, la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation*, (désignées ensemble sous le nom de «textes sur les SNP»), l'Instruction complémentaire 21-101CP et l'Instruction complémentaire 23-101CP. En octobre, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont commenté les projets de modification publiés par les ACVM au cours de l'été; les deux institutions soutiennent de façon générale le renforcement de la transparence, mais soulignent qu'il importe de tenir compte de l'incidence potentielle de l'adoption de règles spécifiques sur la liquidité du marché.

## **Enjeux à examiner**

Compte tenu de l'évolution des marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien, le ministère des Finances et la Banque du Canada souhaitent connaître le point de vue des parties intéressées sur la liquidité et l'efficacité de ces marchés ainsi que sur différentes initiatives qui pourraient être intégrées à la stratégie de gestion de la dette pour l'exercice 2007-2008 et les suivants.

### ***Marché des titres du gouvernement canadien***

1. Est-ce que l'état de la liquidité a changé? Dans l'affirmative, de quelle manière? La taille moyenne des transactions a-t-elle changé pour certaines catégories d'échéances ou pour la totalité des échéances? Les écarts acheteur-vendeur sont-ils restés les mêmes pour des transactions de montant identique? Des facteurs autres que ceux cités plus haut ont-ils une incidence sur la liquidité des titres d'État dans leur ensemble ou pour un segment précis de la courbe de rendement?
2. À quels égards le rôle des négociants principaux et des investisseurs a-t-il changé au cours des deux à cinq dernières années? Des tendances se dessinent-elles dans la façon dont évoluent les pratiques ou la structure du marché et certaines activités de placement? Comment la participation au marché des titres du gouvernement canadien pourrait-elle évoluer durant les années à venir?
3. Quelle incidence les changements survenus sur les marchés des obligations des provinces, des obligations des sociétés, des obligations «feuille d'érable» et des autres titres à revenu fixe ont-ils eue sur l'ensemble du marché des titres du gouvernement canadien?
4. Quels effets le recours grandissant aux contrats à terme sur obligations de dix ans (CGB) et aux autres produits dérivés a-t-il eus sur la négociation et l'utilisation des titres du gouvernement canadien? Quels facteurs expliquent la croissance de l'activité sur les marchés de produits dérivés; participe-t-on en grand nombre à ces marchés? De quelle façon l'évolution future de ces marchés se répercutera-t-elle sur la négociation et l'utilisation des obligations d'État?
5. Comment le marché des pensions de titres se comportera-t-il dans les années à venir; quelles en seront les conséquences sur les titres du gouvernement canadien? Se pourrait-il que le marché puisse lui-même concevoir des solutions qui soient susceptibles d'améliorer le fonctionnement du marché canadien des pensions, compte tenu de la baisse des besoins d'emprunt de l'État?
6. Existe-t-il d'autres éléments nouveaux dans l'évolution, à l'échelle nationale et internationale, des exigences en matière de garanties, des pratiques de gestion des risques ou des cadres réglementaires qui pourraient influencer sur le marché des titres du gouvernement canadien?

7. Les révisions apportées au Principe directeur n° 5 ont-elles été clairement communiquées au sein de votre institution ainsi qu'aux autres acteurs du marché? Y a-t-il d'autres mesures susceptibles de favoriser l'intégrité du marché des titres d'État?
8. Est-ce que le degré de transparence du marché des titres du gouvernement canadien a changé? Existe-t-il, à l'heure actuelle, un juste équilibre entre le niveau de transparence et le maintien de la liquidité du marché, ou la transparence pourrait-elle être renforcée?

### *Aspects opérationnels*

Aux fins de l'élaboration de la stratégie de gestion de la dette pour l'exercice 2007-2008 et les suivants, le ministère des Finances et la Banque du Canada sollicitent l'avis des parties intéressées sur des questions reliées à la conception des programmes d'emprunt.

### *Obligations*

Comme il l'avait annoncé dans le document *Stratégie de gestion de la dette ? 2006-2007*, le gouvernement a renoncé à l'adjudication d'obligations fongibles à deux ans prévue pour le quatrième trimestre de 2005-2006, en vue de faciliter une réduction du montant brut des émissions obligataires annuelles. Cette mesure a été reprise dans la stratégie de gestion de la dette pour l'exercice 2006-2007 et étendue à l'adjudication d'obligations à cinq ans, dont la date d'échéance a été ramenée du 1<sup>er</sup> septembre au 1<sup>er</sup> juin afin de rendre les nouvelles obligations à cinq ans fongibles avec les émissions précédentes à dix ans.

9. Compte tenu de ces modifications apportées à l'émission des obligations à deux ans et à cinq ans, la liquidité de chacune des émissions de référence du gouvernement canadien est-elle suffisante? Lors des consultations antérieures, les participants au marché ont souligné l'importance de conserver de grosses émissions de référence liquides dans les quatre catégories d'échéances. Sont-ils toujours du même avis?
10. Dans le cas où le gouvernement voudrait tirer davantage parti de la fongibilité de ses titres pour soutenir la liquidité des émissions de référence, quelle catégorie d'échéances s'y prêterait le mieux?
11. Comme il l'a indiqué dans le document *Stratégie de gestion de la dette ? 2006-2007*, le gouvernement ne procédera à aucune adjudication d'obligations à deux ans et à cinq ans durant le quatrième trimestre de 2006-2007. À l'avenir, le gouvernement devrait-il éviter de renoncer à ces deux types d'adjudication au même trimestre? Quelle importance revêt la séquence des adjudications d'un trimestre à l'autre pour la continuité des émissions ou le processus d'établissement des émissions de référence?
12. Avec le recours accru à des émissions fongibles, la plupart des nouvelles émissions obligataires deviendront fongibles avec au moins une émission existante. S'il arrivait

que le taux de rendement sur le marché se rapproche du taux des coupons d'une ancienne émission de référence fongible, le gouvernement pourrait-il rouvrir celle-ci au lieu de créer une nouvelle obligation ayant la même échéance mais un taux des coupons différent? Jusqu'où le taux de rendement du marché devrait-il se rapprocher du taux des coupons d'une émission fongible pour qu'on envisage de rouvrir cette dernière?

### *Bons du Trésor et bons de gestion de trésorerie*

Au fil des ans, la constitution de grosses émissions obligataires de référence liquides a amené le gouvernement à accumuler des soldes de trésorerie considérables à l'approche des dates d'échéance et de versement des intérêts. Pour éviter le maintien de soldes importants à certains moments de l'année, le gouvernement a adopté plusieurs stratégies :

- rachat d'obligations aux fins de la gestion de la trésorerie : en permettant au gouvernement de racheter les obligations ayant moins de 18 mois à courir, ce programme aide à réduire la taille des versements et donc à limiter l'accumulation de soldes de trésorerie;
- utilisation de bons de gestion de trésorerie : en permettant au gouvernement d'accroître ses soldes de trésorerie peu de temps avant des versements importants, cette pratique réduit les coûts et les risques associés à la détention de soldes élevés;
- variations plus fortes que par le passé du montant des bons du Trésor mis aux enchères : la capacité de faire varier davantage le volume de ces titres d'une adjudication à l'autre contribue à mieux apparier les entrées et les sorties de fonds du Trésor.

13. En ce qui concerne les diverses stratégies adoptées pour faciliter la gestion de la trésorerie, y a-t-il des points particuliers qui devraient retenir l'attention du gouvernement?

14. À la suite de suggestions formulées par les participants au marché, et dans l'espoir de réaliser certaines économies, le gouvernement a récemment accru l'émission de bons de gestion de trésorerie qui ont la même échéance que les bons du Trésor existants (et qui sont ainsi fongibles avec eux). Or, chaque fois qu'un appel de soumissions a été lancé à l'égard d'un bon de gestion de trésorerie fongible, on a observé une nette augmentation des rendements des bons du Trésor de même échéance. Cette hausse était-elle due exclusivement à l'expansion de l'offre de bons de même échéance, ou d'autres facteurs ont-ils joué? Quels autres éléments le gouvernement devrait-il considérer au moment de décider s'il doit émettre des bons de gestion de trésorerie fongibles ou non?

15. Un certain nombre de participants ont mentionné qu'ils aimeraient que l'appel de soumissions concernant les bons de gestion de trésorerie ait lieu avant l'heure fixée actuellement (10 h, heure de l'Est), car celle-ci coïncide avec la publication de

plusieurs indicateurs économiques. Serait-il préférable que l'appel de soumissions se tienne à 9 h 45 plutôt qu'à 10 h comme le veut la pratique actuelle?

16. Quand vient le moment de décider de racheter ou non des obligations aux fins de la gestion de la trésorerie, pourquoi observe-t-on des écarts de prix entre les obligations à court terme et les bons du Trésor d'échéance similaire?
17. L'une des recommandations issues d'un récent examen du programme de gestion de la trésorerie du Receveur général est que le gouvernement devrait envisager la création d'un bon du Trésor à un mois. L'adjudication régulière de tels titres répondrait-elle à une demande sur le marché; quelle en serait l'incidence sur l'ensemble du marché des bons du Trésor?