

Document de consultation sur la stratégie de gestion de la dette pour l'exercice 2006-2007

Aperçu

De concert avec la Banque du Canada, le ministère des Finances sollicite l'opinion des distributeurs de titres d'État, des investisseurs institutionnels et des autres parties intéressées sur les ajustements à apporter au programme des obligations du gouvernement du Canada pour les exercices 2006-2007 et suivants.

Le gouvernement est toujours déterminé à réaliser des budgets équilibrés ou excédentaires en 2005-2006 et dans chacun des quatre prochains exercices, comme il l'a déclaré dans le budget de février 2005. Dans la [*Stratégie de gestion de la dette*](#) pour l'exercice 2005-2006, le gouvernement a annoncé qu'il évaluera les modifications possibles à la structure du programme d'obligations en tenant compte de la baisse des besoins d'emprunt à taux fixe. Ces modifications auraient pour objet de maintenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. À cet égard, il importe pour le gouvernement de recueillir l'opinion des participants du marché.

Ce document de consultation présente un vaste éventail d'options, allant de modifications modestes à des modifications fondamentales, afin d'ajuster à court et à moyen terme, le programme d'obligations du gouvernement. Les parties intéressées sont invitées à commenter les éventuels ajustements énoncés dans le présent document ou à proposer tout autre changement visant à maintenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada à moyen terme.

Un résumé des commentaires recueillis sera publié sur le site Web de la Banque du Canada parallèlement à la publication de la *Stratégie de gestion de la dette* pour l'exercice 2006-2007 en mars 2006.

Contexte

En sa qualité d'État souverain et de plus grand emprunteur sur le marché des titres à revenu fixe canadien, le gouvernement du Canada doit assurer la liquidité et l'efficacité du marché de ses titres. Un marché efficace et liquide des titres du gouvernement contribue à maintenir les coûts d'emprunt faibles et offre aux participants du marché d'importants outils d'établissement des prix et de couverture, contribuant par le fait même à la vigueur du marché canadien des titres à revenu fixe. Ces dernières années, le défi consistait à maintenir un marché d'obligations du gouvernement du Canada liquide et efficace dans le contexte de la baisse des besoins d'emprunt et de la décision stratégique prise en 2003-2004 de ramener progressivement d'ici 2007-2008 la part de la dette à taux fixe de deux tiers à 60 %.

Les émissions annuelles brutes ont reculé au cours des dix dernières années, passant d'un sommet de 54 milliards de dollars en 1996-1997 à une prévision de 33 milliards de dollars pour 2005-2006. D'après les projections actuelles, les émissions annuelles brutes

devraient osciller entre 30 et 33 milliards de dollars au cours des cinq prochaines années. Il y a toutefois des facteurs qui pourraient influencer sur la taille du programme obligataire dans les années à venir, notamment des événements fiscaux imprévus et des changements dans les pratiques d'emprunt du gouvernement, par exemple, le financement de la dette non négociable existante ou des modifications au cadre d'emprunt des organismes fédéraux bénéficiant de la garantie du gouvernement, qui a fait l'objet d'une récente [évaluation par la firme KPMG](#).

Depuis 1996-1997, année où les émissions annuelles d'obligations ont atteint un sommet, le gouvernement a pris certaines mesures pour faciliter une transition ordonnée à des programmes obligataires de moindre envergure. L'approche adoptée par le gouvernement a privilégié les modifications progressives dans le but de faciliter l'adaptation du marché, notamment :

- éliminer les émissions d'obligations à 3 ans en 1997-1998 et miser sur d'importantes émissions d'obligations de référence comportant quatre échéances (2, 5, 10 et 30 ans¹);
- réduire progressivement les émissions d'obligations à 30 ans, qui sont passées d'environ 6 milliards de dollars en 1997-1998 à environ 3 milliards de dollars en 2005-2006 et commencer à les émettre sur une base semestrielle en 1998-1999;
- instaurer un programme de rachat d'obligations en 1999 (en 2004-2005, 30 % des émissions brutes étaient attribuables au recyclage d'anciennes obligations dans le cadre du programme de rachat);
- à compter de 2002-2003, réduire les émissions d'obligations à 2 ans quand la date d'échéance des nouvelles obligations de référence à 2 ans coïncide avec celle des obligations de référence plus anciennes (c.-à-d, quand les obligations sont fongibles). Les émissions annuelles d'obligations à 2 ans qui totalisaient 14 milliards de dollars en 2001-2002 sont passées à 10 milliards de dollars en 2005-2006.

Malgré le train de mesures prises ces dernières années, le gouvernement a de plus en plus de difficulté à maintenir la taille actuelle des adjudications et des obligations de référence dans les quatre échéances des obligations et à satisfaire les besoins de liquidité du marché. En particulier, étant donné que les émissions annuelles d'obligations ont été abaissées, relativement peu d'obligations d'État à long terme ont été fournies au marché.

Sujets de discussion

Dans ce document de consultation, on présente un vaste éventail de modifications éventuelles au programme actuel d'obligations qui pourraient progressivement être mises en œuvre au fil du temps. Dans un premier temps, les participants au marché sont invités à faire part de leur opinion sur les principes généraux du gouvernement à l'égard de la liquidité et la régularité des émissions. Ils sont ensuite invités à dire ce qu'ils pensent de certaines mesures qui sont classées en deux catégories, à savoir a) d'éventuelles

¹ Prière de noter que le gouvernement émet des obligations à rendement nominal et des obligations à rendement réel à échéance de 30 ans.

modifications à court terme qui préserveraient dans une large mesure, la structure actuelle du programme obligataire et b) des modifications plus fondamentales qui à moyen terme changeraient la conception du programme obligataire.

Enfin, nous sollicitons des commentaires au sujet des mesures opérationnelles visant à améliorer la gestion de la trésorerie.

Principes de gestion de la dette

Dans le but d'assurer un financement stable à faible coût et de maintenir le bon fonctionnement du marché des titres émis par le gouvernement du Canada, le gouvernement met l'accent sur la liquidité et la régularité dans la conception et la mise en œuvre du programme obligataire. L'approche adoptée par le gouvernement consiste à développer d'importantes émissions de référence à des échéances clés au moyen d'adjudications périodiques annoncées à l'avance et de taille adéquate (c.-à-d, émissions à 2, 5, 10 et 30 ans).

Il se peut qu'en raison de la diminution des besoins d'emprunt, le gouvernement doive faire des compromis au sujet de la manière dont il applique ces principes à moyen terme. À cet égard, il sollicite l'opinion des participants au marché à propos de la priorité relative de la liquidité et de la régularité des émissions.

1. Que pensez-vous de la liquidité dans le marché obligataire du gouvernement du Canada, dans l'ensemble et par échéance? De combien la taille du programme obligataire annuel brut devrait varier pour qu'il y ait une incidence importante sur la liquidité et l'efficacité du marché?

2. Dans quelle mesure la fréquence et la taille des adjudications d'obligations sont importantes dans l'établissement d'une obligation de référence?

Mesures éventuelles

a. Mesures éventuelles à court terme

De modestes ajustements (la renonciation aux émissions d'obligations à 2 ans fongibles et la modification du cycle d'échéance des obligations à 5 ans) devraient suffire à court terme à maintenir la structure actuelle du programme obligataire — c.-à-d quatre échéances clés, tailles cibles actuelles des obligations de référence et période de temps pour établir les obligations de référence. Ces ajustements s'appuieraient sur des initiatives antérieures visant à profiter de la fongibilité entre les titres du gouvernement du Canada. Nous sollicitons votre opinion au sujet de l'application de mécanismes de transition, par exemple, les swaps de taux d'intérêt qui pourraient appuyer les émissions brutes d'obligations de référence.

i. Renonciation aux émissions d'obligations à 2 ans fongibles

Conformément aux règles en vigueur de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée, les participants au marché ont la capacité de séparer des obligations ayant la même date d'échéance (c.-à-d, des obligations fongibles) et de les reconstituer en une obligation de référence au-delà de la taille initiale des émissions. En 2002, le gouvernement a commencé à réduire progressivement les émissions d'obligations à 2 ans quand les nouvelles émissions étaient fongibles avec d'anciennes obligations de référence existantes. Le gouvernement a ainsi été en mesure de réaffecter les émissions d'obligations à 2 ans cédées à d'autres catégories d'échéance. Plus récemment, il a décidé dans la *Stratégie de gestion de la dette* pour l'exercice 2005-2006 de renoncer à l'adjudication d'obligations fongibles à 2 ans prévue pour le quatrième trimestre de 2005-2006 en vue de faciliter une réduction des émissions obligataires brutes durant l'exercice.

3. Dans quelle mesure les obligations fongibles existantes servent-elles efficacement à appuyer la liquidité des émissions de référence? Quel est, selon vous, l'équilibre adéquat entre les obligations à 2 ans fongibles et non fongibles?

4. Que pensez-vous de la possibilité de renoncer chaque année à l'adjudication d'une obligation fongible à 2 ans à titre de mesure permanente du programme obligataire dans l'avenir?

ii. Modification du cycle d'échéance des émissions d'obligations à 5 ans

Une autre initiative qui pourrait supporter le bon fonctionnement du marché obligataire à compter de 2006-2007 consisterait à changer l'échéance de l'obligation de référence à 5 ans du 1^{er} septembre au 1^{er} juin. La fongibilité des obligations à 5 ans avec les anciennes obligations à 10 ans et éventuellement avec les obligations à 2 ans qui en découlerait, permettrait au gouvernement de diminuer les émissions dans les obligations de référence à 5 ans et de maintenir des émissions plus élevées dans les autres échéances.

5. Quelle incidence aurait le fait de changer la date d'échéance des obligations de référence à 5 ans de septembre à juin sur d'autres marchés, par exemple, le marché des obligations de société, d'une part, les marchés des contrats à terme et des swaps, et, d'autre part sur les investisseurs?

6. La fongibilité des obligations de référence à 5 ans avec les obligations à 10 et à 2 ans établirait des encours élevés venant à échéance la même journée. Y a-t-il une taille à laquelle une obligation de référence du gouvernement du Canada deviendrait si grande qu'elle pourrait nuire aux coûts du financement du gouvernement ou au fonctionnement du marché?

iii. Le programme de rachat

Le programme de rachat continue à jouer un rôle important dans le soutien de la taille des adjudications et des émissions d'obligations de référence. Le programme de rachat a été instauré en 1999 pour faciliter la transition des programmes obligataires de vaste envergure des années 1990 aux programmes de plus petite taille et plus viables de l'avenir. Dans la *Stratégie de gestion de la dette* pour l'exercice 2005-2006, le gouvernement a annoncé qu'il commencerait à réduire la taille du programme de rachat, étant donné le besoin réduit d'un mécanisme de transition et puisque l'encours des obligations devient concentré dans un nombre moins élevé d'anciennes obligations de référence qui continue à fournir de la liquidité aux participants au marché.

7. Le programme de rachat devrait-il être maintenu à moyen terme? Quel serait l'effet d'une réduction du plancher de 6 milliards de dollars en deçà duquel les obligations de référence ne sont actuellement pas rachetées ? Serait-il possible d'élargir l'éventail des obligations admissibles pour y inclure les titres appartenant à l'émission de référence précédant immédiatement celle en cours?

iv. Recours à des swaps de taux d'intérêt

De 1988 à 1995, le gouvernement a eu recours à des swaps de taux d'intérêt (STI) dans la gestion de la dette intérieure. Le recours aux STI était pour le gouvernement une solution de rechange rentable à l'émission de bons du Trésor. Entre 1988 et 1995, le gouvernement a échangé pour 9,8 milliards de dollars de dette à taux fixe en dette à taux flottant. Le programme de swaps dans le cadre de la gestion de dette intérieure a été interrompu en 1995, car le recours aux STI était devenu moins rentable.

Un programme de STI de devises a été instauré en février 1995 dans le but d'assurer le financement à faible coût des réserves de change du gouvernement. Le programme consiste à émettre des obligations intérieures à rendement nominal et à taux fixe et ensuite à les échanger en dette en devises à taux fixe ou flottant. Le programme de swaps de devises effectuée chaque année des swaps se chiffrent en moyenne entre 5 et 7 milliards de dollars, ce qui appuie le maintien de la taille actuelle des adjudications d'obligations intérieures.

8. Que pensez-vous de la possibilité que le gouvernement ait recours aux STI dans le cadre de la gestion de la dette intérieure, comme outil pour maintenir les émissions d'obligations?

9. Si le gouvernement décidait d'instaurer, outre le programme de STI de devises, un programme de STI intérieur, quelle en serait l'incidence pour le marché des swaps?

b. Mesures éventuelles à moyen terme

Comme on l'a précédemment souligné, la structure actuelle du programme obligataire pourrait ne pas soutenir un marché d'obligations du gouvernement du Canada liquide et efficace à moyen terme si les besoins d'emprunt du gouvernement continuent de diminuer. Nous sollicitons votre opinion sur les mesures éventuelles suivantes qui pourraient être mises en œuvre au-delà de l'horizon de planification 2006-2007.

v. Réduction de la taille cible actuelle des obligations de référence

La taille cible actuelle des obligations de référence est la suivante : pour les obligations à 2 ans, entre 7 et 10 milliards de dollars; pour les obligations à 5 ans, entre 9 et 12 milliards de dollars; pour les obligations à 10 ans, entre 10 et 14 milliards de dollars et pour les obligations à 30 ans, entre 12 et 15 milliards de dollars.

Compte tenu des cycles actuels des obligations de référence (soit 6 mois pour celles à 2 ans, 1 an pour celles à 5 et 10 ans et 3 à 4 ans pour celles à 30 ans), il faudrait réduire la taille cible des obligations de référence en raison d'adjudications de moindre envergure par suite d'émissions moins importantes. La réduction de la taille des obligations de référence risque d'avoir des répercussions sur la liquidité et les transactions sur obligations de référence du gouvernement du Canada et sur le marché canadien des titres à revenu fixe.

10. Que pensez-vous de l'idée de réduire la taille cible des obligations de référence pour toutes ou certaines échéances pour maintenir les cycles actuels d'établissement des émissions de référence?

vi. Modification du modèle d'émission de certaines adjudications régulières

Les obligations à échéances de 2, 5 et 10 ans et les obligations à rendement réel sont périodiquement émises dans le cadre d'adjudications trimestrielles; les obligations à taux nominal à 30 ans sont émises dans le cadre d'adjudications semestrielles.

Si les émissions brutes annuelles devaient diminuer, les adjudications pourraient se faire moins fréquemment de façon à permettre des adjudications de grande taille, contribuant du coup à maintenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada.

11. Que pensez-vous d'une éventuelle réduction de la fréquence des adjudications pour maintenir des adjudications de grande taille?

12. Que pensez-vous de l'idée d'émettre des obligations à 30 ans dans le cadre d'opérations trimestrielles de rachat assorti de conversion de titre seulement plutôt que d'adjudications, une fois que l'établissement d'obligations de référence atteint un encours donné?

vii. Élimination d'une échéance

Le gouvernement établit un équilibre entre les faibles coûts de financement et la stabilité des coûts à moyen terme en émettant des obligations dans quatre échéances clés (2, 5, 10 et 30 ans). Chacune des quatre échéances clés a une certaine utilité pour les intervenants du marché. Le gouvernement pourrait éliminer l'une des échéances actuelles pour faciliter une réduction des émissions d'obligations.

13. S'il fallait éliminer une échéance, laquelle recommanderiez-vous?

c. Éventuelle modification pour améliorer la gestion de la de la trésorerie du gouvernement

viii. Ajustement du calendrier des adjudications

Les adjudications régulières sont annoncées dans le calendrier trimestriel des émissions dans l'ordre suivant : obligations à 30, 10, 5 et 2 ans. Pour améliorer les activités de gestion de la trésorerie du gouvernement, les obligations à 2 ans pourraient être émises et réglées avant les dates importantes d'échéance du 1^{er} juin, 1^{er} septembre et 1^{er} décembre pour compenser les grands décaissements contrairement à ce qui se fait actuellement, les adjudication des obligations à 2 ans après ces dates d'échéance.

14. Que pensez-vous du changement proposé pour la séquence des adjudications semestrielles d'obligations? À quel point la séquence des adjudications est-elle importante?