

## **Consultations sur la stratégie de gestion de la dette pour l'exercice 2006-2007 – Résumé des commentaires**

En novembre 2005, des responsables du ministère des Finances et de la Banque du Canada ont sollicité l'avis des distributeurs de titres d'État et des investisseurs institutionnels sur un certain nombre de questions liées à la conception et aux modalités des programmes d'emprunt du gouvernement sur le marché intérieur. Cette démarche a fait partie intégrante du processus d'élaboration de la stratégie de gestion de la dette pour 2006-2007 et est conforme à l'engagement que le gouvernement a pris de consulter les acteurs du marché. Le document de consultation énumérait une série de modifications que le gouvernement pourrait apporter à court et à moyen terme à son programme obligataire pour soutenir le bon fonctionnement du marché de ses titres compte tenu de la baisse de ses besoins de financement et de l'évolution des tendances du marché. Les commentaires recueillis au cours des consultations sont résumés ci-après.

### **En bref**

Les participants sont conscients des difficultés que suscite, pour le gouvernement, le maintien du bon fonctionnement du marché des obligations d'État, compte tenu de la baisse des besoins d'emprunt et de la décision de diminuer la part de la dette publique à taux fixe. Les avis divergent quant à la nature des ajustements que l'on devrait mettre en œuvre pour réduire l'ampleur du programme obligataire dans l'avenir. Dans l'ensemble, les opérateurs soulignent qu'il importe de conserver de grosses émissions de référence liquides dans chacune des quatre catégories d'échéances et de laisser inchangés les cycles d'émissions actuels. Ils estiment néanmoins qu'il existe peut-être une certaine marge de manœuvre pour diminuer quelque peu le volume des titres émis et la taille des émissions de référence. Ils souhaitent vivement que l'on continue de tirer parti de la fongibilité des obligations à deux ans et que l'on déplace la date d'échéance des obligations à cinq ans du 1<sup>er</sup> septembre au 1<sup>er</sup> juin dans le but de soutenir le niveau des émissions dans les autres segments de la gamme des échéances. En vue d'appuyer le programme de rachat et de maintenir de grosses émissions de référence liquides dans les quatre catégories d'échéances, les participants accepteraient que l'on abaisse légèrement le plancher actuel de 6 milliards de dollars en deçà duquel les obligations des anciennes émissions de référence ne sont pas rachetées. Étant donné le recul des besoins de financement, plusieurs ont suggéré que l'on intègre les emprunts des sociétés d'État à ceux du gouvernement fédéral afin de soutenir la liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien, une mesure qui offrirait l'avantage de réduire le coût du financement pour ce dernier ainsi que pour ces sociétés.

### **Liquidité du marché**

Les participants jugent pour la plupart que la liquidité est suffisante dans les différents segments de la courbe des taux, mais qu'elle est parfois limitée dans le cas des obligations à long terme. Ils mentionnent que les titres du gouvernement canadien sont très en demande et que leur offre régresse, en particulier l'offre des instruments à long terme pour lesquels il existe une demande d'ordre structurel et peu de substituts. Selon eux, les pressions s'exerçant sur la liquidité du marché vont s'intensifier, car le nombre d'investisseurs à long terme et la demande de titres qui peuvent servir de garantie sont en hausse. Cependant, les opérateurs croient que la liquidité ne devrait pas trop se ressentir d'une nouvelle réduction de faible ampleur de la taille du programme obligataire.

L'augmentation du volume négocié des contrats à terme sur obligations du gouvernement canadien de dix ans (CGB) et la croissance des fonds de couverture observées ces dernières années ont en effet permis d'accroître la liquidité.

### **Mesures éventuelles à court terme**

Les avis divergent quant aux ajustements que l'on devrait mettre en œuvre pour réduire l'envergure du programme obligataire à court terme. Les participants soulignent que la décision de tirer parti de la fongibilité des titres du gouvernement canadien a grandement contribué à soutenir la liquidité des émissions de référence et que cette pratique doit se poursuivre. Certains recommandent que toutes les obligations deviennent fongibles dans l'avenir. Toutefois, d'autres font valoir que cette approche est plus efficace lorsque le démembrement d'obligations à coupon élevé débouche sur la reconstitution d'obligations assorties de coupons plus petits dans le contexte d'une courbe ascendante des taux.

#### *Renonciation à une émission d'obligations à deux ans fongibles*

Les participants estiment que l'on pourrait supprimer l'une des adjudications d'obligations à deux ans fongibles tenues chaque année. D'après eux, une décision en ce sens pourrait favoriser un accroissement progressif de l'activité sur le marché des contrats à terme ayant trait aux obligations à deux et à cinq ans. Les points de vue sont partagés en ce qui concerne le juste équilibre à maintenir entre les obligations fongibles et les obligations non fongibles.

#### *Modification du cycle d'échéance des émissions d'obligations à cinq ans*

De toutes les mesures proposées dans le document de consultation, la mieux accueillie a été la suggestion de ramener du 1<sup>er</sup> septembre au 1<sup>er</sup> juin la date d'échéance de l'émission de référence à cinq ans. Les participants ont indiqué qu'il pourrait être plus efficace d'exploiter la fongibilité dans le segment de cinq ans que dans celui de deux ans parce qu'il existe un plus large éventail de placements obligataires à cinq ans. Aucun n'a dit craindre des retombées négatives sur les marchés des obligations de sociétés, des contrats à terme et des swaps. Un petit nombre de participants ont mentionné que la concentration de toutes les échéances en juin compliquerait la gestion de leur trésorerie ainsi que les achats que l'allongement de la durée de l'indice de référence nécessite chaque fois que des obligations arrivent à échéance. Cependant, la plupart étaient d'avis que le marché s'adapterait et que tout problème éventuel serait largement compensé par l'accroissement de la liquidité que cette mesure rendrait possible. D'autres ont souligné que l'ajustement serait étalé dans le temps et que ses effets ne se feraient sentir que graduellement. Pour ce qui est d'augmenter l'encours des titres échéant à une date déterminée, une forte majorité des opérateurs croient qu'on est encore loin d'une situation où l'élargissement d'une émission de référence aurait des répercussions négatives sur le coût du financement assumé par l'État ou sur le fonctionnement du marché.

#### *Programme de rachat d'obligations*

Les participants continuent d'appuyer fermement le programme de rachat en raison de sa contribution importante au maintien du volume des émissions brutes d'obligations du gouvernement canadien. Ils sont conscients que, bien qu'il soit possible que quelques modifications mineures soient apportées aux modalités du programme, le rôle de celui-ci

diminuera dans l'avenir; ils reconnaissent que le gouvernement doit chercher d'autres moyens de soutenir un programme obligatoire de moindre envergure.

En vue de maintenir le programme de rachat et de conserver de grosses émissions de référence liquides dans les quatre catégories d'échéances, les participants accepteraient que l'on abaisse de 1 milliard de dollars le plancher de 6 milliards en deçà duquel les obligations des anciennes émissions de référence ne sont pas rachetées. Les points de vue de certains diffèrent selon la catégorie d'échéances. L'élargissement de l'éventail des obligations admissibles afin d'y inclure les titres appartenant à l'émission de référence précédant immédiatement celle en cours ne recueille pas un appui aussi général.

#### *Recours à des swaps de taux d'intérêt*

La possibilité de mettre en place un programme de swaps de taux d'intérêt pour maintenir le volume brut des titres émis et la taille des émissions de référence a été examinée avec les courtiers et les investisseurs. Les participants voient généralement cette mesure d'un bon œil. Ils croient que le marché pourrait absorber une augmentation des swaps de taux d'intérêt. Les opinions sont très variées pour ce qui touche aux aspects opérationnels d'un tel programme (envergure éventuelle, degré de transparence requis dans la conduite des opérations, incidence sur le marché, etc.).

Les participants favorables à l'instauration d'un programme de swaps de taux d'intérêt estiment que la taille de celui-ci pourrait atteindre au moins celle du programme de swaps de devises (qui tourne autour de 5 à 7 milliards de dollars). À leur avis, la liquidité du marché des swaps s'est renforcée depuis quelques années, et le gouvernement devrait pouvoir assurer la transparence du programme en dévoilant l'ampleur de ce dernier suffisamment à l'avance. Certains participants ont indiqué que les provinces et les fonds de couverture sont susceptibles de servir de contreparties au gouvernement sur ce marché.

Les participants préoccupés par les éléments opérationnels d'un tel programme craignent qu'il ait pour effet d'accentuer la volatilité et nuise à la liquidité du marché des pensions de titres du fait que les swaps utilisés aux fins de couverture ont pour sous-jacent les obligations de référence.

#### **Mesures éventuelles à moyen terme**

Les points de vue divergent au sujet des ajustements que l'on devrait mettre en œuvre pour réduire l'envergure du programme obligatoire à moyen terme si les besoins de financement continuent de diminuer.

#### *Réduction de la taille cible actuelle des émissions de référence*

Les participants conviennent dans l'ensemble qu'il existe peut-être une certaine marge de manœuvre pour restreindre quelque peu la taille des adjudications et des émissions de référence, mais soulignent qu'il est important de maintenir de grosses émissions de référence liquides dans chacune des quatre catégories d'échéances et de laisser inchangés les cycles actuels d'émission.

### *Modification du profil d'émission dans le cas de certaines adjudications régulières*

Les avis sont partagés quant à l'équilibre à trouver entre la taille et la fréquence des adjudications. Les participants qui souhaitent la tenue d'adjudications plus fréquentes, mais de montant moins élevé avancent que celle-ci entraînerait une baisse du coût du financement pour l'État, perturberait moins le marché et faciliterait la gestion des flux de trésorerie. Ceux qui s'y opposent soutiennent pour leur part que la conduite de grosses adjudications assure une meilleure liquidité, décourage les manipulations (généralement associées aux adjudications de petite taille), accroît la visibilité du marché canadien à l'échelle internationale et répond mieux de façon générale aux besoins des courtiers; ils ajoutent que les acteurs du marché hésiteront peut-être davantage à constituer un carnet d'ordres si le montant mis aux enchères est trop faible, ce qui pourrait compromettre le succès de l'adjudication. Quelle que soit leur opinion, les participants redoutent qu'une réduction des volumes mis aux enchères s'accompagne d'un risque accru d'« accaparement », surtout après la première adjudication d'une nouvelle émission de référence.

La majorité des participants estiment que l'émission d'obligations à 30 ans par le truchement exclusif d'opérations de rachat assorties de conversion de titres ne devrait être envisagée que si le seul autre recours est la suppression de l'échéance en question. Selon eux, les obligations à très long terme sont en forte demande, et il se peut que les opérateurs ne disposent pas des obligations nécessaires à l'échange.

### *Élimination d'une catégorie d'échéances*

Les participants ne sont favorables à l'élimination d'aucune des quatre grandes catégories d'échéances. La plupart préfèrent qu'on réduise un peu le volume des titres émis pour chacune d'elles plutôt que l'on en supprime une. S'il s'avérait néanmoins absolument nécessaire d'en retrancher une, les opérateurs suggèrent que l'on envisage d'abord d'éliminer l'une des deux émissions de référence à deux ans, et seulement ensuite l'émission à cinq ans, car il existe des placements de rechange dans ces deux segments de la gamme des échéances. Personne ne souhaite la disparition de l'échéance de 10 ans, et les participants sont plutôt opposés à ce que l'on supprime l'émission d'obligations à 30 ans, aussi bien à rendement nominal qu'à rendement réel. Un certain nombre de participants ont affirmé qu'au lieu d'éliminer l'une des catégories d'échéances, l'on devrait intégrer les emprunts des sociétés d'État au programme d'emprunt du gouvernement canadien pour maintenir la liquidité du marché. D'après eux, cette mesure se traduirait aussi par des économies pour le gouvernement et les sociétés d'État.

### *Ajustement du calendrier des adjudications*

Les participants n'entrevoient pour la plupart aucun problème à ce que l'ordre des adjudications soit modifié si le but visé est d'améliorer la gestion de la trésorerie de l'État. Toutefois, ils recommandent que les adjudications d'obligations à rendement réel continuent d'avoir lieu peu après les dates de versement des coupons.