

# Consultations de 2016 sur la gestion de la dette

## 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 à la conduite du programme d'emprunt du gouvernement du Canada sur le marché intérieur pour 2017-2018 et au-delà. Les consultations menées régulièrement auprès des participants au marché font partie intégrante du processus de gestion de la dette et sont d'une grande utilité. Tous les participants au marché sont invités à faire part de leurs observations.

Afin de guider les participants, le présent document renferme des questions sur les programmes d'émission de bons du Trésor et d'obligations d'État, le bon fonctionnement des marchés des titres du gouvernement du Canada et des aspects d'ordre opérationnel.

## Contexte

La gestion de la dette a pour objectif fondamental l'obtention d'un financement stable et à faible coût qui permette de combler les besoins du gouvernement du Canada. L'atteinte de cet objectif passe par la recherche d'un juste équilibre entre les coûts et les risques associés à la structure d'emprunt sous des conditions de marché variées et selon divers scénarios concernant les besoins de financement. Un objectif connexe de la gestion de la dette consiste à préserver le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, ce qui contribue à assurer la stabilité et la modicité des frais de la dette.

La structure de la dette du gouvernement est en partie tributaire de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme, laquelle vise à en assurer une répartition plus égale sur l'ensemble des segments de la gamme des échéances tout en améliorant le profil coûts-risques avec le temps. Elle repose en outre sur les résultats des consultations menées auprès des participants au marché.

Les besoins du gouvernement en matière d'emprunts et la stratégie d'émission pour l'exercice 2017-2018 n'ont pas encore été arrêtés, mais ils seront communiqués dans la *Stratégie de gestion de la dette* de 2017-2018.

Compte tenu de ce contexte, les propositions reçues dans le cadre de ces consultations aideront les gestionnaires de la dette fédérale à concevoir, pour l'exercice 2017-2018, une stratégie de gestion de la dette axée sur la préservation d'un juste équilibre entre les coûts et les risques et sur le maintien de la liquidité et du bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada.

## Programme d'émission d'obligations

Ainsi que l'indique la *Stratégie de gestion de la dette* de 2016-2017, il est prévu que les émissions brutes d'obligations négociables sur le marché intérieur augmentent d'environ 41 milliards de dollars par rapport aux niveaux de 2015-2016, ce qui portera le montant total annuel émis à 133 milliards de

dollars. Après prise en compte des arrivées à échéance prévues et des rachats de titres programmés, l'encours des obligations du gouvernement du Canada atteindra 544 milliards de dollars d'ici la fin de l'exercice 2016-2017.

Le gouvernement a intensifié son activité d'émission dans tous les segments des obligations à rendement nominal, et en particulier dans les segments des obligations à court et à moyen terme (de 2 à 5 ans), où se trouve le meilleur compromis entre les risques et les coûts (c'est-à-dire le juste équilibre entre le maintien des bas coûts de financement et l'atténuation des risques).

Le gouvernement a par ailleurs réinstauré le segment à 3 ans au second trimestre dans le cadre de la stratégie de gestion de la dette pour 2016-2017 comme moyen de gérer l'accroissement des besoins financiers en 2016-2017 de même qu'à moyen terme. Dans la foulée des consultations publiques, le ministère des Finances et la Banque du Canada ont annoncé en juin 2016 que les obligations à 3 ans seraient émises par voie de réouverture d'obligations à 5 ans émises antérieurement. Le gouvernement se réserve le droit d'émettre plutôt une obligation fongible si la différence entre le taux en vigueur pour le segment à 3 ans et le taux d'intérêt nominal du segment à 5 ans émis antérieurement est importante.

Le profil d'émission pour 2016-2017 repose sur huit dates d'échéance; ce profil a été introduit en 2011-2012, conjointement avec une nouvelle version de la stratégie de gestion de la dette à moyen terme (Tableau 1).

Tableau 1 : Profils d'échéances et fourchettes des obligations de référence par segment pour 2016-2017†

(en milliards de dollars)								
	Févr.	Mars	Mai	Juin	Août	Sept.	Nov.	Déc.
2 ans	12 – 18		12 – 18		12 – 18		12 – 18	
3 ans		10 – 16				10 – 16		
5 ans		14 – 20				14 – 20		
10 ans				12 – 18				
30 ans								10 – 16
o. r. réel								10 – 16*
<b>Total</b>	<b>12 – 18</b>	<b>24 – 36</b>	<b>12 – 18</b>	<b>12 – 18</b>	<b>12 – 18</b>	<b>24 – 36</b>	<b>12 – 18</b>	<b>10 – 16</b>

† L'émission d'obligations à 50 ans reste une décision tactique qui n'est prise que si les conditions s'y prêtent. Aucun programme d'émission régulière d'obligations à très long terme n'est envisagé pour le moment. Les fourchettes de tailles des émissions de référence indiquent les montants à émettre dans les différents segments.

\* 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'arrivent normalement pas à échéance la même année.

### Questions aux fins de consultation

1. Comment la demande évolue-t-elle dans les différents segments de la gamme des échéances des obligations? La capacité du marché à absorber des volumes d'émissions plus ou moins élevés a-t-elle changé? Avez-vous observé des changements dans le profil des investisseurs et dans leur comportement sur le marché durant la dernière année?

2. Le segment à 3 ans fonctionne-t-il bien depuis sa réinstauration?

## **Calendrier trimestriel d'adjudication d'obligations et flexibilité**

Les décisions du gouvernement en matière d'émission de titres d'emprunt s'appuient sur les principes de régularité, de transparence et de prudence qui sont au cœur de ses activités d'émetteur. Le gouvernement s'est attaché à tenir le marché informé de ses plans trimestriels d'émission, dans le respect de ces principes.

### *Questions aux fins de consultation*

3. Le moment choisi pour publier les calendriers trimestriels d'adjudication et l'information qui y est communiquée posent-ils problème? Le cas échéant, avez-vous des suggestions pour améliorer ces processus?
4. Recommanderiez-vous d'introduire plus de flexibilité dans certains éléments du programme d'émission de titres d'emprunt du gouvernement? Le cas échéant, quels changements souhaiteriez-vous voir apporter au programme et quels seraient les principaux effets favorables de ces changements et les inconvénients possibles?
5. Quel est votre avis sur la question de la variation dans le temps de la taille des adjudications pour une obligation donnée?

## **Programme d'émission de bons du Trésor et gestion de trésorerie**

Le programme d'émission de bons du Trésor du gouvernement du Canada est un important instrument de gestion de trésorerie de l'État, car il lui permet d'ajuster l'émission de titres d'emprunt en fonction des fluctuations infra-annuelles de sa trésorerie. Au cours de l'exercice 2016-2017, l'encours des bons du Trésor devrait diminuer et passer de 136 milliards de dollars à 134 milliards entre le début et la fin de l'exercice. L'émission toutes les deux semaines des bons à 3 mois, 6 mois et 12 mois a été reconduite en 2016-2017, et la taille des adjudications tenues toutes les deux semaines devrait se situer dans une large mesure entre 8 milliards et 14 milliards de dollars.

Le gouvernement continuera de recourir aux bons de gestion de trésorerie ainsi qu'aux rachats d'obligations aux fins de gestion de la trésorerie comme moyen de gérer sa trésorerie de façon efficiente.

### *Questions aux fins de consultation*

6. Veuillez décrire le fonctionnement du marché des bons du Trésor du gouvernement du Canada cette année, ainsi que par rapport aux années passées. Comment la liquidité et l'activité sur ce marché évolueront-elles à votre avis dans l'avenir? Qu'estimez-vous être un ordre de grandeur approprié pour l'encours des bons du Trésor et le montant à émettre par adjudication?
7. Actuellement, le gouvernement offre de racheter l'équivalent de 0,5 milliard de dollars d'obligations (les semaines où il n'y a pas d'émission de bons du Trésor) et de 1 milliard de dollars (les semaines où des bons du Trésor sont émis), par l'intermédiaire du Programme de rachat d'obligations aux fins

de gestion de la trésorerie. Recommanderiez-vous que le gouvernement introduise plus de flexibilité dans la gestion de ce programme? Par exemple, entrevoyez-vous des problèmes si l'on faisait varier la taille des opérations plus qu'on ne le fait déjà ou si l'on modifiait le processus de l'appel de soumissions pour en faire une démarche en deux temps : un appel de soumissions préliminaire suivi d'un appel de soumissions définitif qui pourrait n'être lancé que la veille de l'opération même?

## **Bon fonctionnement des marchés**

L'accès à un marché des titres du gouvernement qui fonctionne bien permet que les fonds nécessaires au financement des besoins de l'État soient levés de manière efficiente dans le temps. Des avantages plus généraux pour les marchés de capitaux du pays sont aussi associés à la liquidité et au bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, compte tenu des rôles importants que jouent ces derniers. C'est pour préserver cette liquidité et ce bon fonctionnement que le gouvernement s'efforce de favoriser la transparence et la régularité des activités d'émission de ses titres sur le marché intérieur.

### *Questions aux fins de consultation*

8. Que pensez-vous de la liquidité et du fonctionnement du marché des obligations du gouvernement du Canada dans chacun des segments d'échéances, tant pour les émissions de référence que pour les anciennes émissions? Comment ces aspects ont-ils évolué ces dernières années et quelles sont vos prévisions à cet égard pour l'avenir?
9. Comment qualifieriez-vous le fonctionnement récent des divers autres marchés obligataires canadiens (p. ex., les marchés des titres provinciaux, des Obligations hypothécaires du Canada, des obligations de société)? Quelles sont vos prévisions pour l'avenir?
10. Voyez-vous des obstacles au bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada? Le cas échéant, lesquels? Avez-vous des suggestions à faire au gouvernement ou à la Banque du Canada quant aux mesures qui pourraient être prises pour lever ces obstacles?
11. Veuillez décrire les effets de toute évolution en cours ou à venir de la réglementation, de la communication d'information et de la comptabilité qui est, selon vous, susceptible d'influer de manière importante sur la capacité de votre entreprise d'exercer ses activités d'intermédiation ou d'investissement pour compte propre sur le marché des titres à revenu fixe et le marché monétaire.
12. Comment l'activité sur le marché des pensions a-t-elle évolué durant la dernière année? Quels ont été les principaux déterminants de cette évolution?

# Annexe

## Obligations du gouvernement du Canada en circulation

Durée jusqu'à l'échéance (années)	Taux d'intérêt nominal	Échéance	Segment	Encours net des rachats (millions \$ CA)	Rachats (millions \$ CA)
<b>Obligations à rendement nominal</b>					
0,0	2,75 %	Sept. 2016	5 ans	7 917	2 583
0,2	1,00 %	Nov. 2016	2 ans	8 387	1 813
0,4	1,50 %	Févr. 2017	2 ans	12 353	4 747
0,5	1,50 %	Mars 2017	5 ans	9 027	1 473
0,7	0,25 %	Mai 2017	2 ans	8 481	1 919
0,8	4,00 %	Juin 2017	10 ans	8 654	1 688
0,9	1,25 %	Août 2017	2 ans	15 455	3 645
1,0	1,50 %	Sept. 2017	5 ans	9 019	1 181
1,2	0,25 %	Nov. 2017	2 ans	13 300	100
1,4	1,25 %	Févr. 2018	2 ans	19 200	0
1,5	1,25 %	Mars 2018	5 ans	10 200	0
1,7	0,25 %	Mai 2018	2 ans	15 000	0
1,8	4,25 %	Juin 2018	10 ans	10 623	0
1,9	0,50 %	Août 2018	2 ans	15 600	0
2,0	1,25 %	Sept. 2018	5 ans	10 200	0
2,2	0,50 %	Nov. 2018	2 ans	3 900	0
2,5	1,75 %	Mars 2019	5 ans	10 200	0
2,8	3,75 %	Juin 2019	10 ans	17 650	0
3,0	1,75 %	Sept. 2019	3 ans	16 700	0
3,5	1,50 %	Mars 2020	5 ans	10 200	0
3,8	3,50 %	Juin 2020	10 ans	13 100	0
4,0	0,75 %	Sept. 2020	5 ans	13 000	0
4,5	0,75 %	Mars 2021	5 ans	13 800	0
4,5	10,5 %	Mars 2021	30 ans	567	1 233
4,8	3,25 %	Juin 2021	10 ans	11 500	0
4,8	9,75 %	Juin 2021	30 ans	286	4 364
5,0	0,75 %	Sept. 2021	5 ans	15 000	0
5,8	2,75 %	Juin 2022	10 ans	12 700	0
5,8	9,25 %	Juin 2022	30 ans	206	2 344
6,8	1,50 %	Juin 2023	10 ans	14 200	0
6,8	8,00 %	Juin 2023	30 ans	2 359	5 841
7,8	2,50 %	Juin 2024	10 ans	13 800	0
8,8	2,25 %	Juin 2025	10 ans	13 100	0
8,8	9,00 %	Juin 2025	30 ans	2 303	6 597
9,8	1,50 %	Juin 2026	10 ans	13 500	0
10,8	1,00 %	Juin 2027	10 ans	3 000	0
10,8	8,00 %	Juin 2027	30 ans	4 036	5 564
12,8	5,75 %	Juin 2029	30 ans	10 950	2 950
16,8	5,75 %	Juin 2033	30 ans	12 796	614
20,8	5,00 %	Juin 2037	30 ans	13 517	482
24,8	4,00 %	Juin 2041	30 ans	15 693	107
29,3	3,50 %	Déc. 2045	30 ans	16 400	0
32,3	2,75 %	Déc. 2048	30 ans	9 550	0
48,3	2,75 %	Déc. 2064	50 ans	3 500	0
<b>Obligations à rendement réel</b>					
5,3	4,25 %	Déc. 2021	ORR	5 175	0
10,3	4,25 %	Déc. 2026	ORR	5 250	0
15,3	4,00 %	Déc. 2031	ORR	5 800	0
20,3	3,00 %	Déc. 2036	ORR	5 850	0
25,3	2,00 %	Déc. 2041	ORR	6 550	0
28,3	1,50 %	Déc. 2044	ORR	7 700	0
31,3	1,25 %	Déc. 2047	ORR	6 200	0

Émission de référence

Émission de référence faisant l'objet de réouvertures

\*Source : Banque du Canada au 31 août 2016

\*ORR : montants non corrigés de l'inflation