

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette 2015-2016

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 2015-2016 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.

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. Un objectif connexe consiste à assurer le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement canadien, ce qui contribue à assurer la stabilité et la modicité des coûts d'emprunt et sert généralement les intérêts d'un large éventail de participants au marché intérieur.

Les consultations de cette année visent à recueillir des commentaires sur le fonctionnement des marchés des bons du Trésor et des obligations du gouvernement du Canada, ainsi que sur l'examen des modalités de participation aux adjudications de titres du gouvernement canadien.

Un résumé des commentaires recueillis auprès des participants au marché sera diffusé dans le site Web de la Banque du Canada au moment de la publication de la *Stratégie de gestion de la dette 2015-2016*.

Contexte

Grâce à des facteurs économiques fondamentaux sains, à une gestion économique prudente et à une volonté affirmée de rétablir l'équilibre budgétaire en 2015, le Canada continue de bénéficier d'une note AAA stable auprès de toutes les grandes agences de notation. Les titres du gouvernement du Canada restent d'ailleurs parmi les placements de première qualité les plus recherchés dans le monde : la part des titres d'emprunt négociables du gouvernement du Canada détenue par des non-résidents s'élève maintenant à quelque 26 %, ce qui représente presque le double de la moyenne des cinq années qui ont précédé la crise financière mondiale.

Étant donné les excédents prévus pour 2015-2016 et au-delà, l'offre nette de nouvelles obligations du gouvernement du Canada devrait continuer de diminuer avec le temps. Les émissions brutes annuelles devraient se stabiliser aux alentours de 85 milliards de dollars à moyen terme, tandis que l'encours des bons du Trésor devrait reculer, passant de 153 milliards de dollars au début de 2014-2015 à quelque 130 milliards à la fin de l'exercice. À moyen terme, l'encours des bons du Trésor sera géré de manière à le faire diminuer jusqu'à ce qu'il ne représente plus qu'environ 20 % du total de la dette contractée sur les marchés.

Depuis septembre 2012, le gouvernement a procédé à un réaménagement d'émissions d'obligations à court terme en faveur d'émissions d'obligations à long terme afin de tirer profit de taux d'intérêt à long terme qui avoisinent encore des niveaux historiquement bas. Des émissions supplémentaires dans les segments à 10 et à 30 ans et l'émission d'une obligation à 50 ans ont aidé le gouvernement à atteindre son objectif d'obtention d'un financement stable, à faible coût.

Durant les consultations sur la stratégie de gestion de la dette tenues à l'automne 2013, les courtiers ont dit estimer que les adjudications de titres d'emprunt du gouvernement du Canada fonctionnent bien, mais ils sont généralement d'avis que les modalités qui régissent ces adjudications gagneraient à être actualisées. En particulier, la plupart des négociants principaux et des autres distributeurs de titres

d'État s'entendent pour dire que les exigences minimales à respecter pour obtenir ou conserver le statut de négociant principal ou de distributeur de titres d'État devraient être plus strictes¹.

Dans ce contexte, les observations recueillies dans le cadre de ces consultations aideront les gestionnaires de la dette fédérale à faire en sorte que la stratégie de gestion de la dette et le cadre de distribution établissent un juste équilibre entre les coûts et les risques, et demeurent appropriés et adaptés à des circonstances changeantes.

Programme d'émission d'obligations

Le programme actuel d'émission d'obligations comprend huit échéances (voir le Tableau 1). Au vu de l'intérêt soutenu pour les titres de l'État canadien et compte tenu du retour à des budgets équilibrés ou excédentaires prévu par le gouvernement, la réflexion se porte sur la structure des échéances et la taille des émissions de référence appropriées, le recours à la pratique de l'assimilation sur l'ensemble des segments, ainsi que le temps nécessaire pour que les émissions de référence atteignent les tailles cibles.

Tableau 1 : Taille aux dates d'échéance et fourchettes des obligations de référence²

(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
o. r. réel								10–16
Total	16–24	10–13	8–12	10–14	16–24	10–13	8–12	10–16

1. Le nombre d'émissions de référence et la taille et les échéances de ces émissions posent-ils des difficultés? Serait-il avantageux pour le marché d'accroître la taille des émissions de référence, même s'il faudrait pour cela éliminer des échéances ou en fusionner? Dans l'affirmative, quelles modifications devrait-on apporter à la composition actuelle des échéances? Quelle est la taille optimale des émissions de référence dans les divers segments d'échéances?
2. Quelles sont selon vous les caractéristiques de la demande d'obligations à long et à très long terme et comment pensez-vous que cette demande évoluera? À votre avis, quel sont les principaux déterminants de l'évolution de la demande dans ces segments d'échéances?
3. Comment le portrait de la participation au marché des titres du gouvernement du Canada a-t-il évolué au cours des dernières années? En particulier, quels changements avez-vous observés dans le profil de l'investisseur en titres de l'État canadien? Qu'avez-vous remarqué de nouveau dans le comportement sur le marché, les préférences ou les exigences des investisseurs?

¹ Les documents relatifs aux consultations de l'automne 2013 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque du Canada aux adresses suivantes :

<http://www.banqueducanada.ca/2013/10/consultations-strategie-gestion-dette-2014-2015/>

<http://www.banqueducanada.ca/2014/02/resume-commentaires-consultations-strategie-gestion-dette-2014-2015/>.

² Les fourchettes des émissions d'obligations à rendement réel comprennent une estimation de l'ajustement au titre de l'inflation. L'obligation à rendement nominal à 30 ans et l'obligation à rendement réel n'arrivent pas à échéance la même année.

4. On continue d'observer une fréquence accrue des conditions « spéciales » sur les marchés des pensions sur titres de l'État canadien. Comment cette tendance évoluera-t-elle à votre avis? Cette tendance a-t-elle eu une incidence quelconque sur la liquidité et le bon fonctionnement des marchés des titres du gouvernement du Canada ou d'autres marchés canadiens des titres à revenu fixe?
5. Certains trimestres, on peut compter jusqu'à dix séances d'adjudication des obligations du gouvernement du Canada, qui ont lieu les mercredis à midi. Pour bénéficier d'une latitude accrue dans le choix des dates d'adjudication, le gouvernement explore la possibilité que des séances puissent se tenir d'autres jours que le mercredi. Auriez-vous objection à ce que des séances d'adjudication se déroulent un jeudi, le jour suivant une date préétablie d'annonce du taux directeur fixée par la Banque du Canada?

Bons de gestion de trésorerie

La stratégie de gestion de la dette à moyen terme du gouvernement vise à faire passer graduellement la structure de la dette à une répartition plus égale entre les segments de la gamme des échéances. Cette stratégie prévoit notamment la réduction de l'encours des bons du Trésor, lequel sera géré de manière à ce qu'il ne représente plus qu'environ 20 % de l'encours total de la dette libellée en dollars canadiens contractée sur les marchés.

Les bons de gestion de trésorerie (BGT) sont des bons du Trésor à courte échéance auxquels l'État recourt pour mobiliser rapidement des ressources de trésorerie avant des paiements importants, et réduire ainsi les coûts et les risques associés à la détention d'excédents de trésorerie sur de longues périodes. Les BGT fongibles ont la même date d'échéance que des bons du Trésor émis antérieurement, ce qui n'est pas le cas des BGT non fongibles. La taille et l'échéance des émissions de BGT se chiffraient en moyenne à 2,3 milliards de dollars et à 30 jours respectivement en 2013-2014, tandis que pour 2014-2015, elles se montent à 2,2 milliards et à 16 jours, d'après les données arrêtées à la fin de septembre 2014.

6. S'agissant des bons du Trésor, quel serait l'encours minimal ou le montant minimal offert toutes les deux semaines nécessaire pour préserver le bon fonctionnement du marché des bons du Trésor? Comment qualifieriez-vous la capacité du marché de s'adapter à une réduction de l'encours des bons du Trésor à moyen terme?
7. Comment décririez-vous la capacité du marché de s'adapter aux variations de la taille des adjudications de bons du Trésor au fil du temps? Quelle est la variation maximale entre le montant arrivant à échéance et le montant adjugé que le marché pourrait efficacement absorber?
8. Les échéances à l'émission actuelles des bons du Trésor sont de 3, 6 et 12 mois. La proportion des émissions qui arrivent à échéance à 3, 6 et 12 mois est respectivement de 50 à 60 %, de 20 à 25 % ainsi que de 20 à 25 %. Cette répartition vous apparaît-elle appropriée?
9. Quel est votre point de vue sur l'utilisation des BGT fongibles et non fongibles et sur l'incidence de ce moyen de trésorerie sur les adjudications de bons du Trésor et le fonctionnement du marché des bons du Trésor?

Examen des modalités de participation aux adjudications

Les modalités de participation aux adjudications sont conçues de telle sorte que le gouvernement puisse obtenir un financement stable et à faible coût dans un cadre ouvert et concurrentiel. De par leur conception, ces modalités contribuent également au bon fonctionnement du marché des titres d'emprunt du gouvernement du Canada en favorisant la participation des distributeurs de ces titres et des investisseurs tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire³.

Le ministère des Finances et la Banque du Canada en sont à mettre au point des modalités actualisées. Ils se penchent à la fois sur les questions pratiques et sur les mesures à prendre pour simplifier ces règles et les rendre plus claires et transparentes. Les commentaires reçus à l'occasion des consultations de l'automne 2013 nous aident à cerner les contours de cet examen.

- 10.** Avez-vous des réflexions qui pourraient être utiles à cet examen et dont vous souhaiteriez nous faire part concernant les possibilités d'amélioration des règles régissant les adjudications des titres du gouvernement canadien?

³ Les modalités de participation aux adjudications qui s'appliquent aux distributeurs de titres d'État et aux clients ainsi que les règlements relatifs aux adjudications de bons du Trésor, d'obligations à rendement nominal et d'obligations à rendement réel sont publiés dans le site Web de la Banque du Canada à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/marches/adjudications-de-titres-du-gouvernement/>.

Annexe

Obligations du gouvernement du Canada en circulation							
Terme à courir (années)	Taux d'intérêt nominal	Échéance	Segment	Encours net des rachats (millions \$ CAD)	Total des rachats (millions \$ CAD)	Duration	Taux de rendement à l'échéance (%)
Obligations à rendement nominal							
0,1	1,00%	Nov. 2014	2 ans	7 913	1 987	0,09	0,94
0,2	2,00%	Déc. 2014	5 ans	8 030	6 970	0,16	0,94
0,3	1,00%	Févr. 2015	2 ans	13 407	2 193	0,34	0,97
0,6	1,00%	Mai 2015	2 ans	7 575	2 325	0,58	0,99
0,7	2,50%	Juin 2015	5 ans	4 476	4 524	0,65	0,97
0,7	4,50%	Juin 2015	10 ans	8 378	1 922	0,65	0,97
0,7	11,25%	Juin 2015	25 ans	375	1 975	0,64	0,84
0,8	1,50%	Août 2015	2 ans	12 085	3 215	0,82	1,00
1,1	1,00%	Nov. 2015	2 ans	9 473	427	1,07	1,01
1,2	3,00%	Déc. 2015	5 ans	11 117	225	1,14	1,01
1,3	1,25%	Févr. 2016	2 ans	14 700	0	1,32	1,05
1,6	1,00%	Mai 2016	2 ans	10 000	0	1,56	1,09
1,7	2,00%	Juin 2016	5 ans	9 900	0	1,63	1,10
1,7	4,00%	Juin 2016	10 ans	10 157	143	1,6	1,10
1,8	1,00%	Août 2016	2 ans	17 100	0	1,81	1,12
1,9	2,75%	Sept. 2016	5 ans	10 500	0	1,86	1,11
2,1	1,00%	Nov. 2016	2 ans	6 800	0	2,05	1,14
2,3	1,50%	Févr. 2017	3 ans	8 100	0	2,28	1,16
2,4	1,50%	Mars 2017	5 ans	10 500	0	2,36	1,16
2,7	4,00%	Juin 2017	10 ans	10 343	0	2,51	1,17
2,8	1,25%	Août 2017	3 ans	8 100	0	2,77	1,28
2,9	1,50%	Sept. 2017	5 ans	10 200	0	2,84	1,28
3,4	1,25%	Mars 2018	5 ans	10 200	0	3,32	1,35
3,7	4,25%	Juin 2018	10 ans	10 623	0	3,38	1,4
3,9	1,25%	Sept. 2018	5 ans	10 200	0	3,80	1,47
4,4	1,75%	Mars 2019	5 ans	10 200	0	4,23	1,54
4,7	3,75%	Juin 2019	10 ans	17 650	0	4,26	1,55
4,9	1,75%	Sept. 2019	5 ans	10 200	0	4,68	1,63
5,7	3,50%	Juin 2020	10 ans	13 100	0	5,11	1,67
6,5	10,50%	Mars 2021	30 ans	567	1 233	5,13	1,74
6,7	3,25%	Juin 2021	10 ans	11 500	0	5,96	1,78
6,7	9,75%	Juin 2021	30 ans	286	4 364	5,22	1,72
7,7	2,75%	Juin 2022	10 ans	12 700	0	6,86	1,94
7,7	9,25%	Juin 2022	30 ans	206	2 344	5,90	1,87
8,7	1,50%	Juin 2023	10 ans	14 200	0	8,01	2,06
8,7	8,00%	Juin 2023	30 ans	2 359	5 841	6,67	2,00
9,7	2,50%	Juin 2024	10 ans	13 800	0	8,50	2,15
10,7	2,25%	Juin 2025	10 ans	5 400	0	9,38	2,25
10,7	9,00%	Juin 2025	30 ans	2 303	6 597	7,70	2,17
12,7	8,00%	Juin 2027	30 ans	4 430	5 170	8,97	2,31
14,7	5,75%	Juin 2029	30 ans	11 142	2 758	10,62	2,42
18,7	5,75%	Juin 2033	30 ans	12 796	614	12,67	2,54
22,7	5,00%	Juin 2037	30 ans	13 587	412	14,9	2,63
26,7	4,00%	Juin 2041	30 ans	15 693	107	17,36	2,67
31,2	3,50%	Déc. 2045	30 ans	16 400	0	19,74	2,67
34,2	2,75%	Déc. 2048	30 ans	1 800	0	21,97	2,68
50,2	2,75%	Déc. 2064	50 ans	2 500	0	27,20	2,65
7,2	4,25%	Déc. 2021	OBR	5 175	0	3,16	0,08
12,2	4,25%	Déc. 2026	OBR	5 250	0	5,00	0,40
17,2	4,00%	Déc. 2031	OBR	5 800	0	6,74	0,49
22,2	3,00%	Déc. 2036	OBR	5 850	0	8,69	0,61
27,2	2,00%	Déc. 2041	OBR	6 550	0	10,91	0,71
30,2	1,50%	Déc. 2044	OBR	7 700	0	12,39	0,76
33,2	1,25%	Déc. 2047	OBR	2 200	0	13,74	0,79
Émission de référence				Emission de référence faisant l'objet de réouvertures			

*Source : Bloomberg au 30 septembre 2014

*OBR : montants non corrigés de l'inflation