

## **Évaluation du programme de rachat d'obligations**

Alexandra MacKay,  
professeure adjointe de droit,  
Rotman School of Management,  
Université de Toronto

17 avril 2003

# Évaluation du programme de rachat d'obligations

## Table des matières

### Résumé

1. Objectifs et portée du programme
2. Examen des objectifs stratégiques
3. Examen des preuves quantitatives et qualitatives
4. Conclusion
5. Résumé et recommandations

### Références

# Évaluation du programme de rachat d'obligations

## Sommaire

Le 30 mars 1998, le gouvernement du Canada annonçait l'instauration du programme de rachat d'obligations et le 1<sup>er</sup> décembre de cette même année avait lieu le premier rachat. Ce programme vise à maintenir la liquidité des nouvelles émissions d'obligations en situation budgétaire excédentaire, tout en conservant la transparence du marché obligataire. Au cours de l'exercice 1998-1999, le gouvernement a racheté pour 1 milliard de dollars en obligations, la valeur des obligations rachetées dans le cadre du programme étant passée à 5,3 milliards en 2001-2002.

Le programme est surveillé de près grâce à un processus de consultations permanentes auprès des opérateurs du marché. Depuis son lancement, plusieurs modifications et améliorations y ont été apportées, dont celles qui suivent :

- Les soumissions sont faites par voie électronique au moyen du Système de communication et d'établissement de relevés relatifs aux adjudications (SCERA) plutôt que par télécopieur.
- Les obligations admissibles au rachat sont plus nombreuses et couvrent un plus vaste éventail d'échéances.
- Le risque de marché pour les participants a été réduit grâce au raccourcissement du délai entre les soumissions et l'annonce des résultats.
- Un programme de rachat d'obligations assorti d'une conversion servant de complément du programme de rachat d'obligations au comptant a été établi.

Le présent document fournit une évaluation quantitative et qualitative du programme de rachat d'obligations. L'analyse quantitative se fonde uniquement sur les données disponibles, dont la plupart ont été examinées attentivement en mars 2002 par Halpern et Rumsey. Dans le présent document, nous avons évité de répéter leurs travaux. Pour sa part, l'analyse qualitative contenue dans les présentes est le fruit d'entrevues menées auprès d'opérateurs du marché obligataire canadien ainsi que de discussions avec des représentants d'organismes d'administration de la dette ayant des programmes de rachat d'obligations en Australie et au Royaume-Uni.

Notre évaluation conclut que le programme canadien de rachat d'obligations est une réussite et qu'il devrait se poursuivre. Les éléments de preuve montrent que la liquidité des émissions de référence du marché obligataire s'est améliorée, même si les opérateurs voient une réduction de la liquidité des anciennes obligations ciblées par le programme. Gravelle établit un lien entre un fort niveau de fragmentation du marché et la réduction du potentiel de liquidité du marché dans le document du travail qu'il a rédigé en 1998 pour le compte de la Banque du Canada. Un marché obligataire caractérisé par une forte fragmentation comporterait un grand nombre d'émissions d'obligations en circulation par rapport à l'encours de la dette contractée sur les marchés. Un petit nombre d'émissions dont chacune représente un plus grand montant de dette, constitue un marché obligataire à plus faible fragmentation. L'analyse contenue dans les présentes montre que la fragmentation du marché obligataire canadien a diminué depuis l'établissement du programme de rachat d'obligations, diminution qu'elle lui impute, du moins en partie.

La transparence du programme est satisfaisante, et rares sont les opérateurs qui en préconisent l'augmentation. L'expérience en matière de transparence du marché de rachat d'obligations que l'Australie a connue renseigne peu sur la situation au Canada, tandis que celle du Royaume-Uni pourrait être utile à mesure que le programme poursuit son évolution. Il est impossible de répondre de manière catégorique à la question du coût du programme de rachat d'obligations en raison de la nature confidentielle de la plupart des données. La preuve disponible montre que le programme n'a pour ainsi dire eu aucune incidence sur les coûts du gouvernement. Les représentants de programmes de rachat d'obligations d'autres pays souverains signalent l'importance sur le plan politique de ne pas racheter visiblement des titres de l'État à des prix défavorables.

La présente évaluation recommande au gouvernement d'accorder modérément plus d'attention au choix des obligations pouvant être rachetées. Certaines obligations qui semblent anciennes ou non liquides sont utilisées à d'autres fins par les opérateurs et leur élimination ou la réduction de l'encours pose problème. Il est recommandé au gouvernement d'être à l'affût et de faire preuve de créativité en ce qui concerne les autres possibilités de réduction du risque de marché pour les opérateurs. Des initiatives comme celles portant la réduction du délai entre l'adjudication et l'annonce des résultats de cette dernière et celles visant l'adoption de soumissions électroniques ont connu du succès et ont été bien accueillies. Il est recommandé de suivre l'évolution de la dette publique de l'Australie dans le dessein de voir ce qui pourrait se produire au Canada dans un avenir

quelque peu éloigné. L'avenir de la gestion de la dette au Canada peut comprendre des questions intéressantes concernant la diminution de la taille de la dette publique contractée sur les marchés ainsi que de la capacité permanente du programme de rachat d'obligations de soutenir de manière économique la liquidité des nouvelles émissions.

## 1. Objectifs et portée du programme

L'objectif fondamental en matière de gestion de la dette que poursuivent la Banque du Canada et le ministère des Finances est de fournir à l'administration fédérale un financement stable à faible coût ainsi que de favoriser et d'améliorer le fonctionnement efficace du marché des titres du gouvernement canadien<sup>1</sup>. Le bon fonctionnement du marché des capitaux procure des avantages généralisés.

Dans le récent contexte de diminution plutôt que de progression de la dette (la stabilité de la dette constituant le scénario illustrant la pire situation), la Banque et le ministère des Finances ont lancé plusieurs initiatives pour donner suite à l'évolution de la dette contractée sur les marchés de sorte qu'elle leur permette de continuer d'atteindre leurs buts en matière de gestion de la dette et leurs objectifs stratégiques. De nouvelles cibles du ratio de la dette à long terme/dette à court terme (autrement dit, le ratio du taux fixe/taux flottant de la dette) ont été établies à mesure que les conditions ont changé. L'obligation de référence à trois ans a été supprimée, et de nouvelles émissions de référence de plus grande taille ont été établies. L'échéancier et la transparence du processus d'adjudication des obligations ont été modifiés. La nécessité d'émettre de nouvelles obligations a diminué, mais le but d'établir des obligations de référence de grande taille est demeuré le même, et des initiatives de remboursement par anticipation des obligations plus anciennes, moins liquides et à coupon élevé ont été lancées. Le programme de rachat d'obligations représente l'une de ces initiatives.

Le ministère des Finances et la Banque du Canada ont instauré un processus permanent de consultation du marché qui veille au bon fonctionnement soutenu du marché obligataire du gouvernement du Canada. Dans une étude qu'ils ont terminée en mars 2002, Paul Halpern et John Rumsey ont passé en revue les politiques de gestion de la dette du gouvernement du Canada<sup>2</sup>. Les sujets d'enquête de ce rapport étaient vastes et ciblaient le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. Halpern et Rumsey se sont penchés sur de nouvelles procédures de démembrement et de reconstitution d'obligations, le programme de rachat d'obligations, les changements de la procédure et

---

<sup>1</sup> Voir la *Stratégie de gestion de la dette, 2002-2003*, page 11.

<sup>2</sup> Halpern, Paul et John Rumsey, « Developing Well-Functioning Canada Bond and Bill Markets – A Review and Assessment of Debt Management Policies of the Government of Canada », 7 mars 2002.

des échéanciers de l'adjudication, les nouvelles tailles d'obligations de référence, les nouveaux niveaux ciblés du ratio de la dette à long terme/dette à court terme (ratio de la dette à taux fixe/taux flottant), le tout dans le dessein d'accroître l'efficacité du marché obligataire. Notre étude porte principalement sur le programme de rachat d'obligations. Nous tentons de ne pas reprendre l'analyse quantitative menée par Halpern et Rumsey jusqu'à la fin de 2001, puisque les données les plus récentes ne visent que la période se terminant en octobre 2002.

Nous commençons notre examen du programme de rachat d'obligations par un survol des objectifs stratégiques énoncés pour le programme. Nous examinons ensuite chacun de ces objectifs, puis nous en évaluons l'incidence sur le programme. Nous avons mené une analyse quantitative limitée étant donné que l'étude de Halpern et Rumsey contenait passablement d'enquêtes quantitatives à l'égard desquelles peu de nouvelles données existent. Nous avons mené une analyse qualitative approfondie en interviewant des opérateurs du marché obligataire canadien ainsi que des représentants d'initiatives semblables de rachat d'obligations en Australie et au Royaume-Uni.

## **2. Examen des objectifs stratégiques**

Le programme de rachat d'obligations pour les titres du gouvernement du Canada a été annoncé le 30 mars 1998, et le premier rachat (au comptant) s'est effectué le 1<sup>er</sup> décembre de la même année. Cinq obligations étaient disponibles lors du premier rachat au comptant, les critères d'inclusion suivants ayant été retenus : les échéances des obligations devaient se situer dans l'année suivant de celle de l'obligation à cinq ans récemment adjudgée, les obligations ne pouvaient pas faire partie de la génération courante ou des deux générations précédentes d'obligations de référence à cinq ans et elles ne pouvaient être livrées dans le contrat à terme du FC. Des obligations d'une valeur totalisant 1 milliard de dollars ont été rachetées au cours de l'exercice 1998-1999, somme qui est passée à 3,3 milliards en 1999-2000, puis a été ramenée à 2,8 milliards en 2000-2001 pour être portée à 5,3 milliards en 2001-2002. Les critères d'inclusion ont été élargis de manière à englober davantage d'obligations couvrant un plus grand éventail d'échéances, à comprendre quelques obligations de référence plus anciennes ainsi que certaines émissions de plus petite taille, plus anciennes et moins liquides. Le programme de rachat d'obligations au comptant procure la marge de manœuvre voulue pour gérer le programme d'obligations nettes. Grâce au programme de rachat, le gouvernement a pu maintenir un programme

d'obligations brutes plus grand que celui qui aurait autrement été en place. La valeur du programme d'obligations brutes atteignait 37,9 milliards de dollars en 1998-1999, puis elle a été portée à 46 milliards en 1999-2000, pour revenir à 39,9 milliards en 2000-2001 et s'établir à 41,6 milliards en 2001-2002.

Conformément au programme de rachat actuel, des obligations non liquides du gouvernement du Canada sont rachetées au comptant (adjudications inversées) ou échangées. En revanche, dans le cadre du programme de rachat d'obligations assorti d'une conversion, lancé à titre de projet pilote en février 2002, des obligations en circulation moins liquides sont échangées contre de nouvelles obligations de référence, sans entraîner d'effet sur la durée. Des obligations précises dont l'échéance fait partie de l'éventail des échéances liées à celle de l'obligation de remplacement sont ciblées aux fins de l'échange. Les offres peuvent être faites en fonction d'un écart de rendement entre les obligations cibles et les obligations de remplacement. L'intention est de réduire le risque de marché pour les opérateurs et d'améliorer la participation globale aux programmes de rachat.

Depuis son entrée en vigueur, le processus de rachat d'obligations a subi de nombreuses modifications, dont la possibilité de faire parvenir leurs soumissions par voie électronique plutôt que par télécopieur<sup>3</sup> et le raccourcissement du délai entre les soumissions et l'annonce des résultats. Il est ressorti de consultations menées récemment par la Banque du Canada auprès d'opérateurs que ces derniers ne s'opposent pas au retrait d'obligations de petite taille et non liquides de la série d'obligations donnant droit au programme de rachat d'obligations au comptant pour autant qu'elles demeurent admissibles au programme de rachat d'obligations assorti d'une conversion. Nous nous penchons sur l'évolution de la taille et de la structure de la dette du gouvernement contractée sur les marchés et signalons les opinions sur le choix des obligations ciblées que les opérateurs sondés ont formulées.

---

<sup>3</sup> Même si une ou deux soumissions seulement ont été faites par télécopieur, les difficultés qu'elles ont suscitées sont bien gravées dans la mémoire des opérateurs du marché obligataire canadien, comme en fait foi leur approbation du passage à la soumission par voie électronique.



## Liquidité

Un des principaux buts du programme est de maintenir un programme d'émissions de nouvelles obligations liquides en situation budgétaire excédentaire. La liquidité et les mesures indicatives de la liquidité sont abordées. Il n'est cependant pas possible d'examiner quantitativement la liquidité du marché secondaire des émissions du gouvernement du Canada puisque les données disponibles n'établissent pas de distinction entre les marchés. Les entrevues des opérateurs font état de passablement d'observations non scientifiques concernant la perception de la liquidité de ce marché. Comme le signalaient Halpern et Rumsey, les opérateurs ont en général l'impression que le marché obligataire du gouvernement du Canada a perdu de sa liquidité, mais il ne s'agit pas d'un phénomène exclusivement canadien. Les opérateurs sont d'avis que le programme a amélioré la liquidité des émissions de référence.

## Neutralité sur le plan du coût

Le programme de rachat d'obligations a notamment pour objectif de n'avoir aucune incidence sur les coûts, c'est-à-dire que le coût du rachat d'obligations ne doit pas dépasser celui de l'émission de nouvelles obligations. Nous abordons le coût du programme pour le gouvernement tel qu'il a été présenté dans les bilans préparés par la Banque du Canada pour examiner les premiers rachats; cette information est disponible jusqu'au rachat de janvier 2001. Les opérateurs ne s'entendent pas sur la question du coût des rachats pour le gouvernement, et ces divergences sont signalées.

## Transparence

Le maintien de la transparence du programme obligataire s'applique également à l'initiative de rachat d'obligations. La Banque du Canada et le ministère des Finances sont résolus à lancer des initiatives qui facilitent la planification par les opérateurs. Tous les opérateurs du marché obligataire canadien sondés avaient un avis sur la transparence du programme de rachat d'obligations, mais il a été impossible d'arriver à un consensus. L'Australie et le Royaume-Uni n'ont pas connu la même expérience en matière de transparence des rachats, et leur expérience diffère de celle du Canada. Cette divergence jette la lumière sur ce que sera le débat permanent entourant le niveau de transparence à retenir.

## Notre évaluation

Outre les buts déclarés du programme canadien de rachat d'obligations, il serait utile de connaître l'incidence du programme sur les prix du marché et la participation à ce dernier. La rareté des données vient compliquer l'analyse quantitative des prix du marché. De plus, il nous est impossible d'analyser les variations de la participation au marché avec le temps puisque nous ne disposons pas de séries chronologiques de la participation aux adjudications et aux rachats. Nous traçons un portrait quantitatif limité de la participation au marché, et nous présentons des renseignements non scientifiques recueillis lors des entrevues.

Nous concluons notre évaluation du programme de rachat d'obligations du gouvernement du Canada en abordant les secteurs d'amélioration éventuelle du programme et en présentant les impressions des opérateurs quant à la poursuite ou à la suppression du programme.

### **3. Examen des preuves quantitatives et qualitatives**

Dans cette section, nous présentons les résultats d'une enquête fondée sur des données quantitatives et sur des impressions recueillies lors des entrevues menées auprès d'opérateurs du marché obligataire canadien et de représentants des programmes de rachat d'obligations en Australie et au Royaume-Uni. Nous articulons notre exposé autour de la discussion des enjeux et des objectifs stratégiques cernés dans la section précédente.

## Liquidité

Pour définir la liquidité du marché obligataire, on peut envisager certains aspects de ce marché comme la vitesse d'exécution d'une opération et la taille d'une opération pouvant être exécutée à un prix donné<sup>4</sup>. Il n'existe aucune mesure directe de la liquidité, mais plusieurs calculs quantitatifs indicatifs de la liquidité sont communément utilisés, notamment l'écart entre cours acheteur et cours vendeur, le volume d'opérations et le taux de

---

<sup>4</sup> Dans la note en bas de page 1 à la page 7, Halpern et Rumsey (2002) rétièrent et définissent les quatre dimensions pertinentes de la liquidité signalées par Gravelle (1998), à savoir caractère immédiat, profondeur, largeur et résilience.

roulement. La plupart des participants au marché obligataire canadien sondés conviennent que l'écart entre cours acheteur et cours vendeur est inversement relié à la liquidité.

Plusieurs études de la littérature didactique proposent des pistes d'enquête pour déterminer les variations de la liquidité grâce au programme de rachat d'obligations. Il serait particulièrement intéressant de simuler la liquidité du marché obligataire primaire du gouvernement du Canada en l'absence du programme de rachat. Warga (1992) compare les rendements sur la durée de détention de portefeuilles à durée constante construits à partir de titres du Trésor américain en cours aux rendements sur la durée de détention de portefeuilles semblables contenant uniquement d'anciennes émissions. Il constate que les portefeuilles construits à partir d'émissions en cours ont des rendements inférieurs et conclut que le prix de la plus grande liquidité de ces émissions est positif. Nous ne pouvons enquêter sur les différences au plan de la liquidité entre les émissions en cours et les anciennes émissions parce que les données sont groupées par échéance de l'obligation et qu'aucune ventilation des émissions n'est disponible. Dans une étude antérieure, Sarig et Warga (1989) ont conclu que la liquidité d'une obligation diminue en fonction de l'âge. Les résultats de ces études sont implicitement saisis par la politique sur le rachat, puisque les obligations ciblées sont plus anciennes et moins liquides.

Kalimipalli et Warga (2002) se sont penchés sur le lien unissant la volatilité, le volume et les écarts entre cours acheteur et cours vendeur d'obligations négociées activement à la bourse de New York. Ils ont conclu à un lien positif entre la volatilité et les écarts observés, ainsi qu'à un lien négatif entre le volume et les écarts observés. La plupart des opérateurs que nous avons sondés dans le cadre de la présente évaluation du programme canadien de rachat d'obligations estiment qu'un plus fort volume d'échanges est synonyme d'écarts moins grands. Ils sont d'avis qu'il s'agit des mesures observées standard indicatives de la liquidité. Les ramifications de l'étude de Kalimipalli et Warga sont évaluées dans les régressions multivariées présentées dans l'étude de Halpern et Rumsey, et les résultats qui y sont énoncés corroborent les constatations de l'étude de Kalimipalli et de Warga.

Un des opérateurs du marché obligataire canadien interviewé a attribué la diminution de la liquidité du marché obligataire au Canada à des variations de la volatilité des taux d'intérêt. Il a fait valoir que les volatilités intrajournalières étaient beaucoup plus fortes il y a dix ans qu'elles ne le sont maintenant et que cette diminution de la volatilité était le fait de la politique en matière d'inflation de la Banque du Canada. Par suite de la diminution de la

volatilité, les gestionnaires de portefeuille en obligations ne prévoient pas tirer un grand avantage de l'application de stratégies fondées sur la duration ou de stratégies s'articulant autour de la fluctuation des taux d'intérêt. Recherchant d'autres occasions d'obtenir un rendement des marchés des titres à revenu fixe, ils se sont désintéressés des titres à revenu fixe du gouvernement du Canada, du moins dans une certaine mesure, en faveur d'autres secteurs de titres à revenu fixe, comme le marché des obligations d'entreprises. Ce changement contribue encore plus à la réduction des volumes et de la liquidité. En fait, vu la réduction du nombre d'opérateurs dans ce marché et du nombre de teneurs de marché, ceux qui décident de rester doivent être compensés du risque accru, ce qui explique l'élargissement de l'écart entre cours acheteur et cours vendeur.

Un autre opérateur sondé, appelé à commenter la diminution des occasions de valeur relative des gestionnaires de portefeuille, s'est dit d'avis que le programme de rachat d'obligations a réduit la liquidité des anciennes obligations. Il estime que le programme avait réussi à augmenter la liquidité du marché primaire et des obligations de référence. Il a ajouté qu'en raison de l'élimination de l'offre nette d'obligations, aucune amélioration de la liquidité n'a été constatée bien que celle-ci ne se soit pas trop détériorée. L'opérateur hésitait à commenter les variations de la liquidité globale du marché obligataire, mais il tenait à souligner que des variations très nettes avaient été constatées dans différents segments du marché – soit une certaine amélioration de la liquidité et une certaine détérioration.

Pour déterminer si la liquidité du marché secondaire a évolué avec le temps, on pourrait analyser les écarts par rapport à la courbe de rendement théorique. Toutefois, la transparence du programme obligataire ne rejoint pas le modèle de la courbe de rendement théorique utilisé par la Banque du Canada, de sorte qu'il est impossible de mener une telle analyse. De plus, même s'il était possible de le faire, il ne serait pas immédiatement évident comment les changements de l'écart par rapport à la courbe de rendement résultant du programme de rachat d'obligations pourraient se distinguer des variations de l'écart relatif résultant des autres modifications avec le temps du marché obligataire secondaire.

Une autre approche pour examiner l'incidence du programme de rachat sur le marché secondaire consisterait à comparer les écarts entre cours acheteur et cours vendeur des obligations admissibles au rachat avant le rachat et jusqu'à ce dernier. Cette comparaison fournirait des renseignements uniquement sur la liquidité des obligations admissibles au

rachat et non sur les obligations qui demeurent en circulation. Toutefois, les données sur les écarts entre cours acheteur et cours vendeur ne sont pas regroupées de cette façon.

En recourant à des valeurs approximatives standard de la liquidité, comme l'écart entre cours acheteur et cours vendeur et le taux de roulement, nous n'avons pas été en mesure d'examiner les différences de manière détaillée puisque les données ne sont pas disponibles par obligation, mais plutôt par groupe d'obligations. Elles sont groupées par éventail d'échéances et non par émissions de référence et émissions autres que de référence.

Les opérateurs du marché obligataire canadien interviewés étaient d'avis que la liquidité des obligations admissibles au rachat diminue immédiatement avant le rachat. Ils estiment que la liquidité des anciennes obligations ciblées aux fins du rachat avait clairement diminué. Pour expliquer la situation, ils ont indiqué que les opérateurs du marché obligataire conservaient des stocks de ces obligations en prévision du rachat.

#### Niveau et structure de l'encours de la dette

La figure 1 montre l'encours de la dette contractée sur les marchés du gouvernement du Canada de 1977-1978 à 2001-2002. Cet encours est passé de 51 665 millions de dollars en 1977-1978 à un sommet de 476 852 millions en 1996-1997, puis s'est établi à seulement 442 137 millions en 2001-2002<sup>5,6</sup>. Les émissions nettes en 2002-2003 et en 2003-2004 (c.-à-d. après les rachats) ont atteint environ 30 milliards<sup>7</sup>. En 2000-2001, les émissions nettes totales d'obligations négociables en dollars canadiens se sont chiffrées à 626 millions alors que, pour l'exercice suivant, elles ont été de -1 478 millions de dollars. Dans le contexte économique actuel, la nécessité d'émissions nettes diminue rapidement. La Banque du Canada et le ministère des Finances viennent de s'engager à augmenter la taille des émissions de référence, les nouvelles émissions de grande taille étant rendues nécessaires par le besoin de liquidité exprimé par les opérateurs. Sans le programme de

---

<sup>5</sup> À moins d'indications contraires, tous les chiffres sont des montants nominaux exprimés en dollars canadiens. Ces données sont extraites du tableau de référence II des rapports sur la gestion de la dette de 2001-2002 et de 2000-2001.

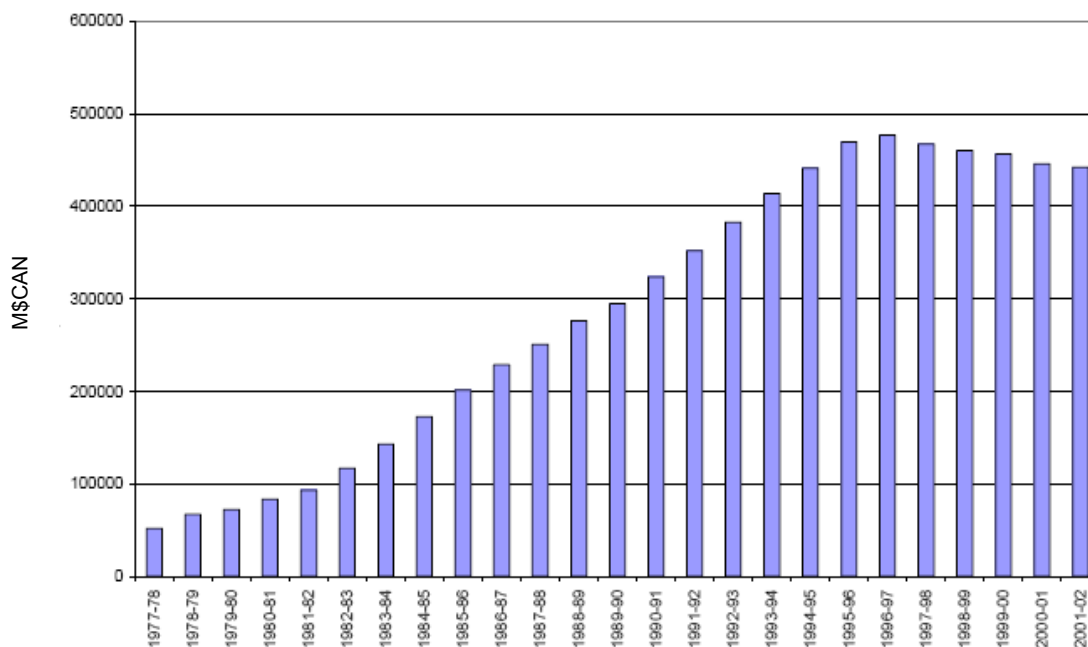
<sup>6</sup> En pourcentage du PIB, le recul de la dette contractée sur les marchés du gouvernement du Canada est très dramatique. Le ratio a été ramené de 57 % en 1996-1997 à 40,5 % en 2001-2002. Voir la page 242 du Plan budgétaire de 2003.

<sup>7</sup> Avis, le mardi 18 février 2003.

rachat, le marché primaire des obligations souveraines du Canada aurait été caractérisé par de plus petites adjudications ou par des émissions de titres de créance dont au moins une partie des fonds n'était pas nécessaire.

**Figure 1**

**Encours de la dette contractée sur les marchés du gouvernement du Canada**

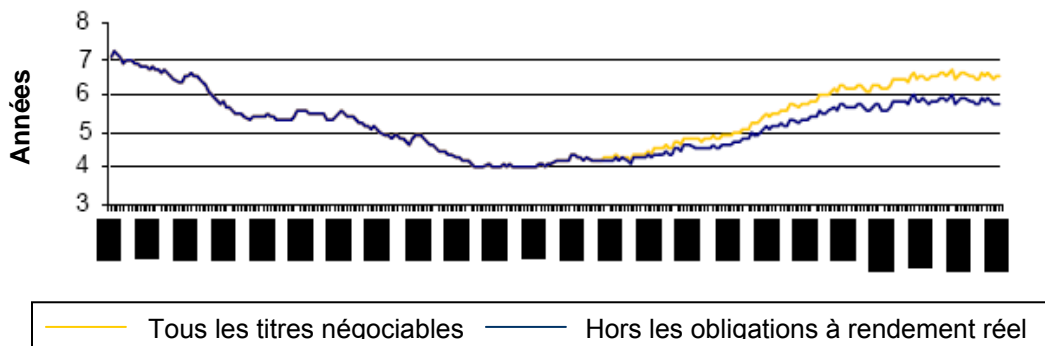


La figure 2 illustre le terme moyen à courir des titres négociables du gouvernement du Canada de 1980 jusqu'au début de 2003. Ce terme est passé du sommet de plus de 7 ans enregistré en 1980 à un seuil de 4 ans de la fin de 1989 jusqu'à la fin de 1991 et s'établit maintenant à 6,5 ans.

Les frais d'intérêt de la dette à taux fixe (la dette dont l'échéance est d'au moins un an) sont normalement plus élevés que ceux de la dette à court terme. Pendant les années 1990, le gouvernement a augmenté la part à taux fixe de la dette fédérale pour la faire passer d'une demie aux deux tiers. Cette mesure a permis de stabiliser les coûts en période de déficits annuels, de taux d'intérêt volatils, de niveaux élevés d'endettement et d'incertitude politique. Dans son plus récent budget, le gouvernement a annoncé qu'en raison du contexte économique et financier changeant, il réduirait la part de la dette à taux fixe

contractée sur les marchés de manière à réduire les frais du service de la dette. Il cible maintenant 60 %.

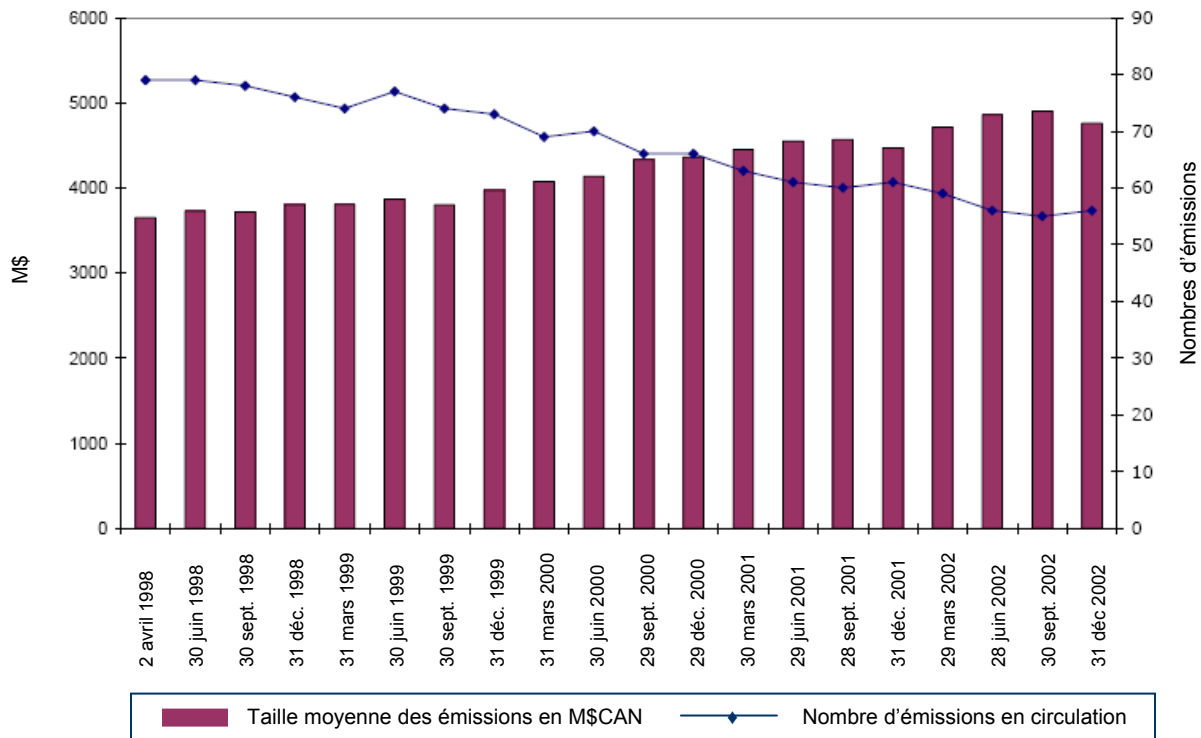
**Figure 2**  
**Terme moyen à courir (valeur nominale) des titres négociables**  
**du gouvernement du Canada**



Compte tenu de l'engagement d'émettre des obligations de référence de plus grande taille annoncé en 2000-2001, le programme de rachat a permis au premier plan d'émettre de telles obligations alors que les besoins d'emprunt diminuaient. Les obligations plus anciennes et moins liquides étant ciblées aux fins du rachat, le contexte de l'encours des titres du gouvernement du Canada change. La valeur totale en dollars de l'encours diminue tout comme le nombre d'émissions. La figure 3 illustre le nombre d'obligations en circulation pour chaque trimestre ainsi que la valeur moyenne en dollars des émissions en circulation pour ce trimestre<sup>8</sup>. La figure couvre la période comprise entre le premier trimestre de 1998 (avant le premier rachat d'obligations) et le dernier trimestre de 2002.

<sup>8</sup> Ce graphique reproduit celui contenu dans un exposé présenté par John Grant le 14 décembre 2001, qui portait de 1981 à 2001 et présentait des observations annuelles. La réduction du nombre d'émissions et l'augmentation de la taille moyenne des émissions sont nettement plus évidentes dans son graphique.

**Figure 3**  
**Obligations négociables en \$CAN : taille moyenne en M\$ contre**  
**nombre d'émissions en circulation**



En regroupant l'information contenue à la figure 3 à celle de la figure 1, on obtient un portrait de la gestion de la dette. On constate donc que la dette totale recule selon la figure 1 et que la taille moyenne des émissions augmente selon la figure 3. Cette constatation est conforme à la politique préconisant le ciblage d'obligations de référence de plus grande taille. Le nombre d'obligations en circulation rétrécit. Pour avoir des émissions moyennes de plus grande taille, en dépit de la réduction du niveau d'endettement, la situation est gérée de manière à ce qu'un nombre moins grand d'émissions soit en circulation et à ce que la taille des émissions en circulation soit importante.

Dans le document de travail qu'il a rédigé en 1998 pour le compte de la Banque du Canada, Gravelle prétend que « dans un marché de gré à gré comme celui des titres du gouvernement, il est possible d'accroître la liquidité du marché secondaire en réduisant la fragmentation des titres et en émettant de nouvelles obligations relativement peu



souvent »<sup>9</sup> [TRADUCTION]. Il signale que, par rapport aux marchés de titres de l'État d'autres pays développés, le marché canadien est fortement fragmenté. Ainsi, en 1998, 79 obligations du gouvernement du Canada étaient en circulation. Or, selon Gravelle, la liquidité du marché s'en trouverait accrue si le gouvernement regroupait ses très nombreuses obligations en un moins grand nombre d'obligations de plus grande taille. La fragmentation du marché obligataire canadien diminue graduellement. Il compte maintenant 56 émissions en circulation et la valeur nominale de l'encours de la dette est plus élevée, comme l'indique la figure 3. Cette fragmentation réduite est le fruit, en partie, de la marge de manœuvre du programme des obligations nettes qui est rendue possible par le programme de rachat d'obligations.

### Coût du programme de rachat et coût de la dette

Un des principaux objectifs que vise le programme de rachat d'obligations est de ne faire subir aucun coût au gouvernement. Les documents produits lors du bilan du premier rachat d'obligations en décembre 1998 jusqu'au rachat en janvier 2001 contiennent des renseignements sur le coût du programme. Ainsi, pour chaque obligation rachetée, on procède à une analyse du coût du rachat par rapport à la courbe de rendement théorique – l'analyse des obligations « chères » et « bon marché ». Ces documents font état d'économies nettes pour le gouvernement dans le cas de tous les rachats sauf le premier. Cette information n'est pas du domaine public et n'était pas disponible pour les fins de la présente étude au-delà de janvier 2001.

Nous avons abordé le coût du programme de rachat avec les opérateurs du marché obligataire canadien que nous avons interviewés. Nombre d'entre eux ont remis en question l'objectif d'acheter des obligations pouvant être rachetées « bon marché » (autrement dit, bon marché par rapport à la courbe de rendement théorique) au lieu de racheter ces obligations pour respecter les quotas. Selon eux, la valeur du coupon de l'obligation rachetée est habituellement supérieure à celle du coupon de l'obligation qui pourrait être émise en remplacement et, même si le prix payé n'est pas « bon marché », il est sensé de racheter des obligations pour arriver au quota fixé et d'émettre des titres

---

<sup>9</sup> Page 2, Gravelle (1998).

de créance moins coûteux à leur place. Les opérateurs s'interrogent sur les cas où le gouvernement n'a pas racheté le nombre d'obligations fixé par les limites déterminées.

Un point politique intéressant a été soulevé lors des discussions entourant le coût des programmes de rachat qui ont eu lieu avec des représentants du Royaume-Uni et de l'Australie. Certains estimaient que le gouvernement devrait racheter des obligations uniquement si elles sont « bon marché » puisqu'il serait désastreux, sur le plan politique, de les acheter à gros prix. Les représentants australiens ont cité le cas d'une obligation admissible au rachat à l'égard de laquelle toutes les soumissions étaient à gros prix. Le gouvernement de l'Australie a décidé de n'en racheter aucune plutôt que de choisir uniquement les soumissions à gros prix des courtiers.

### Transparence

Les opérateurs du marché obligataire canadien sont loin de s'entendre sur la transparence du programme de rachat d'obligations du gouvernement du Canada. Tous ceux qui ont été interviewés ont applaudi au niveau de transparence actuel du gouvernement. Certains ont dit souhaiter que le gouvernement accroisse la transparence en divulguant le modèle de la courbe de rendement théorique qu'il utilise, tandis que d'autres estimaient qu'il n'était pas nécessaire de le divulguer. Un des opérateurs a même laissé entendre que le fait de connaître le modèle ne changerait pas sa capacité de mieux réussir que tous les autres opérateurs du marché et que le marché lui-même.

Il n'est pas facile de tirer des conclusions définitives concernant le niveau de transparence qu'il convient d'appliquer à un programme de rachat d'obligations à partir de l'expérience qu'ont connue l'Australie et le Royaume-Uni. Ce dernier a appliqué une politique rigoureuse très transparente et fait connaître son modèle de courbe du rendement. En revanche, le premier programme de rachat de l'Australie était tellement peu transparent que les représentants ont qualifié de furtives les mesures prises par la Banque de réserves de l'Australie.

L'expérience de l'Australie en matière de rachat a évolué – tout au début, le gouvernement australien achetait des obligations en circulation sur le marché sans annoncer publiquement ses intentions et, tout dernièrement, il a fait connaître son intention bien en avance. Il cherche ainsi à gérer la réduction de l'encours des titres du gouvernement. Les opérations préliminaires n'ont eu qu'une incidence minime sur le cours du marché et se sont révélées efficaces au plan du coût à court terme. Le gouvernement a ciblé les obligations peu populaires et a tenté de les acquérir au moindre coût possible. De petits lots ont été acquis sur de longues périodes. Or, cette approche ne pouvait être soutenue et, avec le temps, elle est devenue plus coûteuse.

Une des obligations ciblées aux fins du rachat arrivait à échéance en février 2006 et comportait un encours initial de 4,102 milliards de dollars australiens. Tout en diminuant l'offre de cette obligation, le gouvernement a accru la transparence de ses opérations de rachat. En 2001, une conversion d'obligations a été opérée précédée de l'annonce de l'obligation de départ et de l'obligation d'arrivée, ainsi que du volume maximal admissible. Grâce à un système d'adjudication à prix multiples, on a classé les rendements soumis et calculé au prorata ceux se situant au seuil. En commençant par la date de février 2006 aux fins de cette conversion, le prix a évolué sur le marché. Cette année, la même obligation était la cible annoncée d'une opération de rachat ayant pour but de recueillir le peu qui restait en circulation. La valeur des soumissions était nettement inférieure à la juste valeur, et le gouvernement s'est retiré du rachat sans rien acheter. La décision d'accroître la transparence de ses opérations de rachat ne lui a pas permis de racheter des obligations à leur juste valeur ou à faible coût. Toutefois, l'accroissement de la transparence s'est accompagné du rétrécissement constant de la série d'obligations parmi lesquelles choisir en raison des sept excédents budgétaires consécutifs et de l'engagement du gouvernement à éliminer la dette. L'expérience australienne en matière d'accroissement de la transparence des opérations n'a pas connu de succès, mais il est difficile de déterminer si cet échec est uniquement le fait de la transparence.

## Participation

Le tableau 1 illustre le niveau de participation aux adjudications d'obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada et au programme de rachat d'obligations de différents courtiers du 1<sup>er</sup> janvier 1996 au 31 octobre 2002. Les participants les plus actifs aux adjudications ne sont pas forcément les plus actifs au programme de rachat d'obligations.

**Tableau 1: Participation des courtiers aux adjudications et aux rachats d'obligations en dollars nominaux<sup>10</sup>**

Courtier	Valeur en dollars des adjudications d'obligations à rendement nominal (%)	Rang	Courtier	Rachat (%)	Rang
<b>c</b>	14,91	1	<b>c</b>	85,45	1
<b>F</b>	12,58	3	<b>A</b>	5,02	2
<b>D</b>	10,34	4	<b>F</b>	3,06	3
<b>A</b>	7,69	5	<b>I</b>	1,51	4
<b>M</b>	7,64	6	<b>M</b>	1,47	5
<b>B</b>	7,51	7	<b>H</b>	1,39	6
<b>H</b>	3,79	10	<b>E</b>	0,82	7
<b>E</b>	3,30	11	<b>B</b>	0,67	8
<b>I</b>	1,98	14	<b>D</b>	0,45	9
<b>L</b>	0,76	16	<b>L</b>	0,17	10

La première colonne du tableau 1 identifie le courtier; la deuxième colonne, le pourcentage des adjudications d'obligations à rendement nominal en dollars canadiens obtenu par le courtier; la troisième colonne, le classement du pourcentage du courtier de la deuxième colonne par rapport à celui des 27 courtiers ayant participé entre 1996 et 2002; la quatrième colonne, le pourcentage du courtier dans le programme de rachat; et la cinquième et dernière colonne, le rang que la participation du courtier au programme de rachat occupe par rapport aux 10 courtiers participants.

Le courtier c détient le pourcentage le plus élevé de la valeur totale en dollars des adjudications d'obligations à rendement nominal et du programme de rachat, soit un

---

<sup>10</sup> Les courtiers qui arrivent au deuxième, huitième, neuvième, douzième, treizième et quinzième rangs au titre de la valeur en dollars des adjudications d'obligations à rendement nominal ne participent pas au programme de rachat.

peu moins de 15 % de la valeur totale de l'adjudication, mais plus de 85 % de la valeur des rachats. Le courtier F se classe troisième pour les adjudications et le programme de rachat, mais il n'a obtenu que 12 % du marché des adjudications et un peu plus de 3 % du marché des rachats. Il ne fait donc aucun doute que le niveau de participation au marché des adjudications de 1996 à 2002 n'est pas d'une grande utilité lorsqu'il s'agit de prédire la participation au programme de rachat.

Ces données ne nous permettent pas d'enquêter sur la variation de la participation avec le temps, pas plus qu'elles ne nous permettent d'établir la distinction entre la participation du courtier pour son propre compte et pour le compte d'un client<sup>11</sup>.

Dans les échanges que nous avons eus avec les opérateurs du marché obligataire canadien, ces derniers ont fait savoir qu'ils estimaient que leur propre participation diminuait avec le temps. Ils expliquent en partie cette diminution du fait qu'ils ont franchi la partie abrupte de la courbe d'apprentissage associée à la participation au programme de rachat et qu'ils doivent déployer moins de ressources pour arriver à des résultats semblables. Elle tient également en partie aux possibilités plus restreintes de bénéfices sur le marché du gouvernement du Canada par suite du rétrécissement de la valeur en dollars totale et du nombre d'opérateurs de ce marché.

### Améliorations

Tous les opérateurs du marché obligataire canadien applaudissent aux améliorations qui ont été apportées jusqu'à présent au programme de rachat d'obligations. Ils vantent le raccourcissement des délais entre les soumissions et l'annonce des résultats ainsi que la réduction connexe de leur période d'exposition au risque du marché. Ils commentent favorablement le passage des soumissions télécopiées aux soumissions électroniques. Ils sont satisfaits des innovations, comme le programme de rachat d'obligations assorti d'une conversion.

---

<sup>11</sup> Dans les présentes, nous n'analysons pas les taux ou volume de roulement. Cette analyse a été menée en 2002 par Halpern et Rumsey et, depuis, les données ont très peu changé.

Peu d'opérateurs ont été à même de fournir des suggestions quant aux éventuelles améliorations à apporter au programme de rachat d'obligations. Certains d'entre eux ont dit espérer que le gouvernement fasse connaître son modèle de courbe de rendement théorique. Un opérateur a souhaité que le gouvernement fasse preuve d'un peu plus de soin lorsqu'il choisit les obligations pouvant être rachetées. Le gouvernement veut renforcer les émissions de référence. Certaines obligations semblent anciennes, assorties de coupons élevés ou non liquides et sont ciblées par le programme de rachat. Quoi qu'il en soit, elles peuvent servir de repères à d'autres fins ou de valeurs médianes entre les obligations de référence existantes pour déterminer les points sur la courbe de rendement. Dans au moins un cas, une de ces obligations a été admissible au rachat, et la baisse du volume en circulation qui en a découlé a posé problème aux opérateurs en raison du rôle utile qu'elle avait joué.

#### **4. Conclusion**

##### Réussite

À la question de savoir si le programme de rachat d'obligations du gouvernement du Canada avait été couronné de succès, les opérateurs ont répondu dans l'affirmative, mais sans grand enthousiasme. En général, on semble croire qu'il doit se poursuivre et que le gouvernement a fait du bon travail, compte tenu des contraintes auxquelles il doit faire face.

Les opérateurs ont indiqué clairement qu'ils estimaient que le gouvernement devrait continuer d'exécuter le programme de rachat d'obligations parce qu'il contribue au maintien et à l'amélioration du bon fonctionnement du marché des titres de référence du gouvernement du Canada.

##### L'avenir

Si le contexte économique et financier actuel se maintient et que la dette non contractée sur les marchés n'est pas remplacée par la dette contractée sur les marchés, alors l'encours de la dette contractée sur les marchés du gouvernement du

Canada continuera de diminuer. Pour maintenir la taille des obligations de référence, il faudra défragmenter davantage le marché obligataire au moyen de mécanismes tels que le programme de rachat d'obligations. En toute logique, sur quoi déboucheront ces mesures?

L'expérience de l'Australie nous laisse entrevoir un avenir éventuel. L'administration australienne est résolue à éliminer la dette et y est presque parvenue. Des représentants australiens gèrent la réduction de l'encours des titres du gouvernement. Des excédents ont été dégagés dans sept budgets consécutifs. En mai 2003, le gouvernement prendra une décision concernant l'élimination complète des marchés de la dette publique. Jusqu'à présent, l'expérience que l'Australie a acquise relativement à ses opérations de rachat en présence de la réduction constante de l'encours est instructive. Compte tenu du nombre de moins en moins grand de genres d'obligations à cibler, abstraction faite de la transparence, il devient de moins en moins facile d'effectuer le rachat à un prix favorable et sans déplacer le prix du marché.

Le Royaume-Uni estime que ses opérations de rachat évoluent. De petites sommes sont en cause et les opérations de rachat sont utilisées pour donner suite aux excédents. Il a effectué son premier rachat à la fin des années 1980. Les emprunts nets du gouvernement étaient négatifs en 1988-1989 ainsi que de 1998-1999 à 2001-2002<sup>12</sup>.

Dans une moins grande mesure, les opérations de rachat ont été utilisées avec opportunisme lorsque les conditions du marché en offraient la possibilité. Elles ont par exemple été utilisées pour donner suite à une courbe de rendement dramatiquement inversée à une époque où il aurait été très perturbateur d'avoir peu d'obligations à offrir à long terme.

Les conversions et échanges sont utilisés plus souvent dans la gestion de la dette du Royaume-Uni et pas seulement en situation excédentaire. Les échanges servent à supprimer de petits montants de dette du marché de manière à préserver la viabilité et la liquidité de l'obligation de départ, et ils sont en général exécutés par les teneurs de

marché. Ils peuvent aussi être employés pour lisser les mouvements importants des indices. Seuls les courtiers primaires peuvent participer directement aux échanges. Les échanges sont très semblables aux adjudications normales, mais ils ne représentent pas une opération au comptant. Le matin de l'échange, le Debt Management Office (DMO) annonce le prix établi pour l'obligation qui sera remplacée. Les participants présentent alors leurs soumissions à l'adjudication pour l'obligation qui remplacera celle dont le prix a été annoncé.

Les conversions servent à réduire graduellement l'ensemble d'un encours de titres de créance. Des titres plus anciens, relativement liquides et à coupon élevé sont ciblés aux fins d'une conversion. Chaque détenteur de l'obligation ciblée a le choix de participer à la conversion et d'échanger son obligation selon les modalités convenues, mais sa participation n'est pas obligatoire. Le processus de conversion prend environ trois semaines étant donné que chaque détenteur doit être informé de l'offre de conversion. Le mouvement du marché au cours des trois semaines qui séparent l'annonce des modalités de la conversion et le jour de la conversion peut influencer sur la participation, mais il n'est pas inhabituel que plus de 90 % des détenteurs (en fonction de la valeur) optent pour la conversion de leurs obligations.

Un des représentants du Royaume-Uni a commenté la décision du gouvernement australien de permettre la disparition du marché de la dette publique. À son avis, en éliminant complètement le marché, on s'expose à l'avenir à des coûts de réinsertion dans le marché non seulement pour acquérir l'expertise requise mais aussi pour attirer de nouveau les opérateurs qui avaient investi leurs capitaux ailleurs. Cette personne était d'avis que ces coûts seraient imposants et justifiaient le maintien de la dette publique, même quand les fonds ne sont pas requis.

La situation au Canada se situe entre celle de l'Australie et celle du Royaume-Uni. Compte tenu des projections économiques courantes, il semble fort probable que le programme de rachat continue d'être utile voire que l'on y ait beaucoup plus recours. Le

---

<sup>12</sup> Extrait de *General Government Net Borrowing* dans *A1 Budget Balances* de la banque de données des finances du secteur public au Royaume-Uni.



Canada est loin de se trouver dans la situation de l'Australie qui a dû décider d'autoriser ou non l'élimination du marché de sa dette publique.

Les opérateurs du marché obligataire canadien ont été invités à commenter cette éventuelle évolution du marché des titres du gouvernement du Canada. Certains estimaient que l'élimination de la dette canadienne serait relativement peu importante – compte tenu de la situation globale – étant donné que le Canada représente moins de 3 % de l'indice obligataire international. Ils sont d'avis qu'il n'est pas problématique de trouver une autre série d'obligations de référence, probablement sur les marchés américains. D'autres opérateurs ont indiqué clairement que le marché de la dette canadienne doit continuer d'exister. Les obligations de référence canadiennes à partir desquelles est établi le prix d'autres titres sont essentielles, et les équivalents américains ne seraient ni convenables ni souhaitables. Ils estimaient que, si les choses devaient en arriver là, il faudrait éduquer le public canadien concernant l'utilité des obligations de référence souveraines et, partant, l'utilité du marché de la dette, ne serait-ce qu'à cette fin. Selon eux, ce débat ne sera pas d'actualité dans un avenir rapproché.

En résumé, le programme canadien de rachat d'obligations atteint ses objectifs. Il a donné lieu à une moins grande fragmentation du marché obligataire tout en réussissant à préserver des émissions d'obligations de référence de grande taille. Il n'a entraîné aucun coût pour le gouvernement, du moins si l'on en croit les données disponibles. Les opérateurs du marché obligataire formulent des commentaires favorables concernant le programme et sont d'avis que les améliorations qui lui ont été apportées sont appropriées et utiles. Le programme a accru la liquidité de certains segments du marché et celle des anciennes obligations ciblées par le programme a diminué. Les participants ne s'entendent pas sur le caractère souhaitable d'une plus grande transparence. D'intéressantes questions concernant la diminution de la taille du marché de la dette publique et le maintien de la capacité du programme de rachat de soutenir la liquidité des nouvelles émissions de manière économique peuvent se poser à l'avenir au chapitre de la gestion de la dette.

## **5. Résumé et recommandations**

### Résumé

Dans le cadre de notre évaluation du programme de rachat d'obligations, nous nous sommes penchés sur plusieurs volets du programme. Nous fournissons un résumé des principales caractéristiques ainsi que des constatations se rapportant à chacune d'elles.

### **Maintien du bon fonctionnement du marché des obligations de référence du gouvernement du Canada**

Il est impossible de savoir ce que le marché des titres de référence aurait été sans l'instauration du programme de rachat d'obligations. Les rachats au comptant fournissent la marge de manœuvre voulue pour gérer le programme des obligations nettes. Notre analyse montre que la fragmentation a été réduite et que les opérateurs estiment que la liquidité des obligations de référence s'est accrue.

### **Liquidité**

L'accroissement et le maintien de la liquidité des obligations de référence actuelles du marché des obligations du gouvernement font partie des objectifs du programme de rachat. Les opérateurs estiment que la liquidité du marché obligataire a diminué, et ce, non seulement au Canada mais sur d'autres marchés obligataires souverains. La réduction de la liquidité est attribuable, en partie, à la diminution de la volatilité des taux d'intérêt. Les opérateurs sont d'avis que la liquidité des obligations de référence s'est améliorée, mais qu'elle a diminué dans le cas de certaines des obligations anciennes ciblées par le programme de rachat.

### **Fragmentation**

Dans le document de travail qu'il a préparé en 1998 pour le compte de la Banque du Canada, Gravelle établit un lien entre une forte fragmentation du marché des titres et la diminution de la liquidité du marché. Notre analyse a conclu à une diminution de la fragmentation du marché obligataire canadien depuis 1998 qui est attribuable, du moins en partie, à la capacité du programme de rachat d'obligations de retirer les anciennes émissions moins liquides et d'augmenter la taille des nouvelles émissions.

### **Aucune incidence sur les coûts**

Dans le cadre de notre évaluation, nous avons tenté de savoir si le programme de rachat d'obligations n'avait, à tout le moins, eu aucune incidence sur les coûts. Les renseignements sur les retombées économiques précises des opérations de rachat sont limités et confidentiels, bien que les données montrent que les opérations préliminaires n'ont pas fait perdre d'argent au gouvernement. Les données visant les opérations ultérieures ne sont pas disponibles. Des experts du rachat d'obligations d'autres pays ont signalé qu'il était prudent, sur le plan politique, que le rendement du gouvernement à ce chapitre soit meilleur que neutre, c'est-à-dire qu'il devait donner l'impression qu'il rachetait les obligations à un « bon prix ». Les opérateurs du marché canadien interviewés se demandaient pourquoi le gouvernement n'avait pas toujours atteint les limites de rachat qu'il avait fixées.

### **Transparence**

Le gouvernement maintient un niveau élevé de transparence pour ces programmes obligataires. Les opérateurs conviennent, de manière générale, du caractère satisfaisant et approprié du niveau actuel de transparence. Certains ont dit espérer que le gouvernement publie son modèle de courbe de rendement. L'expérience acquise par le gouvernement australien à l'égard de niveaux variés de transparence ne nous est pas utile puisqu'il est impossible de faire la part des choses entre les changements au plan de la transparence des opérations de rachat et la diminution marquée du montant de l'émission ciblée par le rachat. La transparence des opérations du marché obligataire du Royaume-Uni étant plus grande que celle du marché canadien, les autorités canadiennes pourraient juger que l'expérience acquise sur ce marché est pertinente si elles songent à augmenter la transparence.

### **Le programme devrait-il se poursuivre?**

Les opérateurs du marché obligataire canadien s'entendent sur la poursuite du programme de rachat d'obligations. Ils estiment qu'il fonctionne bien, compte tenu des contraintes auxquelles fait face le gouvernement. Ils approuvent les améliorations et modifications qui y ont été apportées depuis son entrée en vigueur en décembre 1998.

## Recommandations

### **Admissibilité des obligations**

Les critères d'admissibilité au panier des obligations ciblées pour le rachat ont changé depuis l'entrée en vigueur du programme. Il est recommandé au gouvernement de porter attention aux diverses fins que les obligations en circulation peuvent servir. Il deviendra de plus en plus important pour lui de bien choisir ses cibles à mesure que le nombre d'obligations en circulation et le nombre d'obligations admissibles diminuent.

### **Réduction du risque de marché**

Le risque de marché auquel sont exposés les opérateurs du marché obligataire a diminué par suite de la réduction du délai entre les soumissions et la divulgation des résultats et de la création du programme de rachat d'obligations assorti d'une conversion. Il est recommandé au gouvernement de continuer de surveiller le marché afin de trouver d'autres moyens d'atténuer le risque de marché auquel sont exposés les opérateurs.

### **Possibilité d'accroissement de la transparence**

La transparence du marché obligataire exigée dans la politique du Debt Management Office du Royaume-Uni est plus grande que celle exigée par le gouvernement canadien. Si les autorités canadiennes décident d'exiger davantage de transparence, elles devraient alors examiner de près l'expérience connue par le Royaume-Uni. Tel est surtout le cas à l'avenir puisque le programme du Royaume-Uni continue d'évoluer et que l'expérience à son égard s'accroît.

### **Réduction de la dette contractée sur les marchés**

La dette que le gouvernement du Canada contracte sur les marchés est loin d'être éliminée. Par suite de la diminution de cette dette, les questions sur le maintien du bon fonctionnement du marché changeront puisque la portée des émissions en circulation disponibles et la taille de ces émissions réduisent la marge de manœuvre requise pour gérer le marché. Il est recommandé d'examiner de près l'expérience connue par l'Australie en matière de dette publique étant donné que son expérience récente peut jeter de la lumière sur l'avenir du cas canadien.

### **Consultation des opérateurs**

Il est recommandé au gouvernement de poursuivre la pratique courante de consulter périodiquement les opérateurs du marché obligataire. Passablement d'information a pu être tirée de l'expérience qu'ont connue ceux qui travaillent au quotidien sur les marchés visés.

## Références

Commonwealth of Australia, 2002, *Review of the Commonwealth Government Securities Market, Discussion Paper*, octobre 2002.

*Rapport sur la gestion de la dette 2000-2001*, 2001, ministère des Finances Canada.

*Rapport sur la gestion de la dette 2001-2002*, 2002, ministère des Finances Canada.

*Stratégie de gestion de la dette 2002-2003*, 2002, ministère des Finances Canada.

Grant, John, 2001, « Debt Management After the Budget », exposé présenté dans le cadre de la conférence sur le programme d'analyse des politiques et de l'économie de l'Institute for Policy Analysis, le 14 décembre 2001.

Gravelle, Toni, 1998, *Buying Back Government Bonds: Mechanics and Other Considerations*, document de travail de la Banque du Canada 98-9.

Halpern, Paul et John Rumsey, 2002, *Developing Well-Functioning Canada Bond and Bill Markets – A Review and Assessment of Debt Management Policies of the Government*, 7 mars 2002.

Holland, Allison, 2000, *Dealership Markets and Transparency: A Brief Review of the Academic Literature*, document préparé dans le cadre du dixième atelier de l'OCDE sur les marchés des valeurs d'État et la gestion de la dette publique dans les marchés émergents, mai 2000.

Kalimipalli, M. et A. Warga, 2002, « Bid/Ask Spread and Volatility in the Corporate Bond Market », *Journal of Fixed Income*, mars 2002.

*Report on Bond Exchanges and Debt Buy-Backs – A Survey of Practice by EC Debt Managers*, 2001, consulté sur le site Web du Debt Management Office du Royaume-Uni.

