

Consultations sur la Stratégie de gestion de la dette 2014-2015

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 2014-2015 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 aux marchés sont invités à faire part de leurs commentaires et 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 les modalités des adjudications de titres du gouvernement canadien. Elles devraient en outre permettre de mieux comprendre la demande et l'accès des investisseurs de détail à l'égard des titres d'emprunt négociables du gouvernement du Canada. 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 2014-2015*.

Contexte

Du fait d'une réputation bien méritée en matière de gestion budgétaire et économique et de gestion du secteur financier, le Canada est l'un des sept émetteurs souverains qui bénéficient d'une note AAA incontestée auprès de toutes les grandes agences de notation. Le 28 juin 2013, le Fonds monétaire international a commencé à prendre en compte, dans la composition en devises des réserves de change, les réserves des banques centrales en dollars canadiens, ce qui témoigne de l'importance croissante des avoirs de réserve en monnaie canadienne au sein de l'économie mondiale.

La part des titres d'emprunt négociables du gouvernement du Canada détenue par des non-résidents est maintenant de quelque 28 %, ce qui représente environ le double de la moyenne des cinq années qui ont précédé la crise financière. La demande accrue des titres du gouvernement canadien par des non-résidents contribue à diversifier le bassin d'investisseurs. Cependant, certains participants au marché indiquent que la part croissante de titres détenus par des investisseurs institutionnels étrangers, en particulier des banques centrales et des fonds souverains, aurait une incidence sur la liquidité dans certains segments du marché des titres du gouvernement du Canada, du fait que ces investisseurs pourraient ne pas prêter activement ces titres sur le marché des pensions. Des données partielles recueillies par la Banque du Canada amènent à penser que la forte augmentation des réserves officielles en dollars canadiens ont coïncidé avec une fréquence accrue des conditions « spéciales » sur les

marchés des titres d'emprunt du Canada¹. De plus amples recherches sont nécessaires pour déterminer à quel point il s'agit d'un lien causal et non d'une corrélation qui tient à d'autres raisons.

La demande de titres du gouvernement du Canada est soumise à l'influence de plusieurs autres facteurs importants. Les initiatives en matière de réglementation accentuent la demande de sûretés de grande qualité, ce qui au Canada se traduit par une plus forte demande de bons du Trésor et d'obligations à court terme. De plus, les nouvelles mesures de liquidité prudentielle et de contingence mises en place par le gouvernement fédéral, une partie des gouvernements provinciaux et par certaines sociétés reposent sur le maintien d'une part stable et importante de titres du gouvernement canadien, notamment des bons du Trésor et des obligations à court terme. Des changements d'ordre structurel, comme l'instauration du nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe, et en particulier l'introduction de la compensation centralisée pour les opérations de pension à contreparties anonymes² négociées par des courtiers intermédiaires, pourraient également avoir une incidence sur la dynamique du marché des pensions.

Étant donné que le gouvernement prévoit que l'équilibre budgétaire sera rétabli pour 2015-2016 et au-delà, l'offre nette de nouveaux titres d'État canadiens continuera de diminuer à moyen terme. Les émissions nettes d'obligations négociables sur le marché intérieur devraient s'élever à quelque 87 milliards de dollars en 2013-2014, en baisse par rapport aux 94 milliards de dollars enregistrés en 2012-2013. L'encours des bons du Trésor devrait reculer, passant de 181 milliards de dollars au début de 2013-2014 à environ 135 milliards à la fin de 2014-2015.

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 de celle-ci établissent un juste équilibre entre les coûts et les risques, et demeure approprié et adapté à un contexte changeant.

Programme d'émission d'obligations

1. Dans quelle mesure la fréquence accrue des conditions « spéciales » sur les marchés des titres d'emprunt du Canada est-elle considérée comme structurelle? Selon vous, comment cette tendance évoluera-t-elle et quelle sera son incidence sur le bon fonctionnement des marchés des obligations du gouvernement canadien? En dehors de la hausse des investissements des non-résidents dans les titres d'État canadiens, y a-t-il d'autres facteurs à l'origine de la fréquence accrue des conditions « spéciales » sur les marchés des pensions?
2. Dans la Stratégie de gestion de la dette 2013-2014, le gouvernement a annoncé qu'il comptait prolonger l'augmentation temporaire de l'émission d'obligations à 10 ans et à 30 ans et qu'il analyserait les éventuels avantages à tirer de l'émission d'obligations ayant une échéance de 40 ans ou plus.

¹ Un titre négocié à des conditions spéciales est un actif faisant l'objet d'une demande élevée sur le marché des pensions. Par conséquent, les intervenants qui empruntent des titres sur le marché des pensions sont en concurrence pour se procurer cet actif qu'ils cherchent à obtenir contre des prêts de liquidités à des taux inférieurs aux taux en vigueur.

² Dans une opération de pension de ce type, l'acheteur et le vendeur demeurent anonymes l'un pour l'autre.

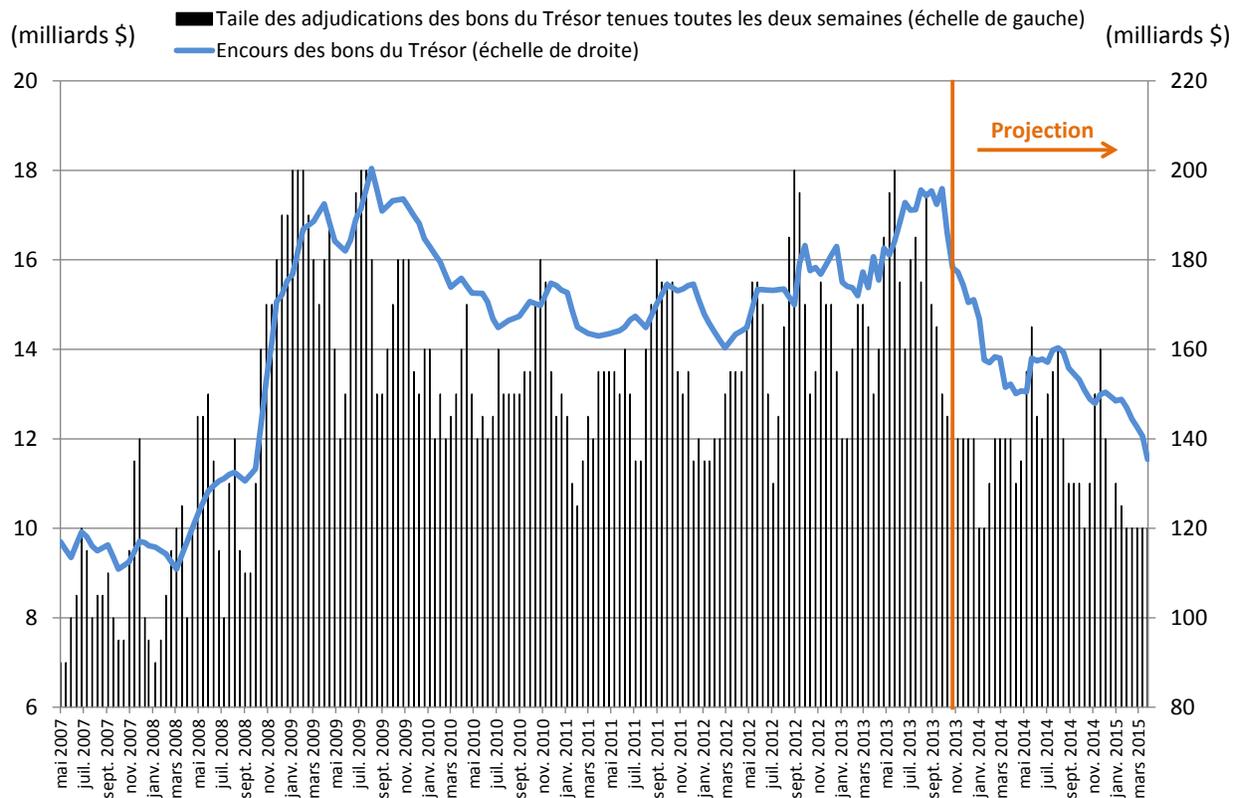
Quelles sont selon vous les caractéristiques de la demande d'obligations à long terme depuis la hausse des taux de rendement qui a commencé en mai 2013 et comment pensez-vous qu'elle évoluera?

- Qu'avez-vous d'autre à dire au sujet de la liquidité et du fonctionnement du marché des obligations du gouvernement canadien pour les diverses catégories d'échéances?

Programme d'émission de bons du Trésor

L'encours des bons du Trésor connaîtra une baisse marquée jusqu'à la fin de 2014-2015 compte tenu des importantes entrées de trésorerie liées à l'arrivée à échéance des actifs du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés. Par conséquent, la taille des adjudications de bons du Trésor tenues aux deux semaines diminuera pour s'établir dans une fourchette d'environ 10 à 12 milliards de dollars (Graphique 1).

Graphique 1 : Encours des bons du Trésor et taille des adjudications de bons du Trésor tenues toutes les deux semaines*



*Ce graphique illustre des projections présentées à titre purement indicatif, étant donné qu'elles reposent sur des données et des hypothèses qui sont sujettes à modification. Il est à noter que la mise à jour des projections économiques et budgétaires de l'automne 2013 n'est pas intégrée à ce graphique.

4. En période de forte volatilité des soldes de trésorerie, comme cela devrait être le cas jusqu'à la fin de 2014-2015, la capacité de faire varier la taille des adjudications de bons du Trésor d'une opération à l'autre peut constituer pour le gouvernement un moyen efficace de gestion de la trésorerie.

Comment décririez-vous la capacité du marché d'absorber des variations dans la taille des adjudications de bons du Trésor? Le niveau de la variation acceptable dépend-il du montant absolu adjugé, du montant arrivant à échéance ou du montant de l'encours des titres? Le niveau de la variation acceptable changerait-il selon les trois échéances des bons du Trésor (trois mois, six mois et douze mois)?

5. Le gouvernement se sert de bons de gestion de trésorerie pour se procurer des encaisses peu de temps avant des paiements importants, de manière à réduire les coûts et les risques associés à la détention de soldes élevés. Les émissions de ces bons sont plus importantes en raison de la volatilité croissante des soldes de trésorerie. La taille et la durée des bons de gestion de trésorerie émis en 2012-2013 se chiffraient en moyenne à 2,4 milliards de dollars et 20 jours, respectivement, tandis que pour 2013-2014, elles se montent actuellement à 2,5 milliards de dollars et 29 jours.

Que pensez-vous du recours accru aux bons de gestion de trésorerie?

Modalités applicables aux adjudications de titres du gouvernement du Canada

Le cadre de distribution des titres de dette, qui intègre les règles applicables aux adjudications de titres du gouvernement canadien, est conçu de manière à permettre à l'État de vendre ses titres en tout temps au meilleur prix possible. Il vise également à soutenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement en encourageant la participation des courtiers et des investisseurs.

Les modalités régissant les adjudications de titres du gouvernement du Canada (les modalités) doivent fournir un équilibre entre divers intérêts : celui du gouvernement, qui réside dans l'obtention d'un financement continu à faible coût; celui des courtiers en valeurs, qui consiste en un accès au marché des titres d'État et à l'information sur les flux de transactions; celui des investisseurs, qui doivent avoir la possibilité d'acquérir des titres du gouvernement à prix juste et transparent³.

Du fait de l'évolution observée sur les marchés mondiaux de capitaux, les modalités seront revues de manière à ce qu'elles demeurent pertinentes et adaptées. Cette évolution est notamment le reflet d'un certain nombre de facteurs : diminution des marges applicables aux opérations des courtiers sur le marché secondaire; changements d'ordre réglementaire qui pourraient avoir une incidence sur la capacité des institutions financières de garder des positions sur obligations à leur bilan; hausse de la transparence des prix et de la liquidité attribuable aux plateformes de négociation électronique; enfin, plus grande expertise des investisseurs institutionnels.

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 publiées dans le site Web de la Banque du Canada à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/marches/adjudications-de-titres-du-gouvernement/>.

Ces consultations visent aussi à recueillir des commentaires et des observations sur les éléments suivants des modalités : les critères d'admissibilité; les obligations en matière de soumissions minimales; les limites de soumission maximales; la fourchette des prix offerts aux adjudications; les soumissions non concurrentielles et les exigences en matière de déclaration.

Critères d'admissibilité

Pour satisfaire aux critères d'admissibilité au statut de distributeur de titres d'État, une entité doit notamment : établir sa capacité d'effectuer des transactions sur le marché intérieur des valeurs à revenu fixe ainsi que sa capacité de présenter des soumissions et de régler ses opérations lors des adjudications; elle doit être membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM); ses principaux services relatifs à la négociation et à la vente de titres du gouvernement du Canada sur le marché intérieur des valeurs à revenu fixe doivent être établis au Canada; elle doit convenir de soumettre à l'OCRCVM et à la Banque du Canada des relevés statistiques hebdomadaires au sujet de ses opérations sur le marché intérieur des valeurs à revenu fixe.

Pour bénéficier du statut de négociant principal, une entité doit non seulement répondre à toutes les exigences associées au statut de distributeur de titres d'État, mais également prouver qu'elle dispose de ressources suffisantes, qu'elle entend jouer un rôle actif en tant que teneur de marché pour les titres du gouvernement du Canada et qu'elle maintient une limite de soumission d'au moins 10 %. On compte actuellement onze négociants principaux sur le marché des bons du Trésor, douze négociants principaux sur le marché obligataire et sept distributeurs de titres d'État n'ayant par le statut de négociant principal (**Encadré 1**).

Encadré 1 : Négociants principaux et distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux

Négociants principaux en bons du Trésor

Banque de Montréal
Banque Canadienne Impériale de Commerce
Valeurs mobilières Desjardins inc.
Deutsche Bank valeurs mobilières limitée
Banque HSBC Canada
Valeurs mobilières Banque Laurentienne Inc.
Merrill Lynch Canada Inc.
Financière Banque Nationale Inc.
RBC Dominion valeurs mobilières inc.
Scotia Capitaux Inc.
La Banque Toronto-Dominion

Négociants principaux en obligations

BMO Nesbitt Burns Inc.
Casgrain & Compagnie Limitée
Marchés mondiaux CIBC inc.
Valeurs mobilières Desjardins inc.
Deutsche Bank valeurs mobilières limitée
Valeurs mobilières HSBC (Canada) Inc.
Merrill Lynch Canada Inc.
Valeurs mobilières Banque Laurentienne Inc.
Financière Banque Nationale Inc.
RBC Dominion valeurs mobilières inc.
Scotia Capitaux Inc.
La Banque Toronto-Dominion

Distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux

Valeurs Mobilières Beacon Ltée
Corporation Canaccord Genuity
CTI Capital Valeurs mobilières inc.
Morgan Stanley Canada Limitée
Ocean Securities Inc
Odlum Brown Limited

Les clients sont tenus d'obtenir un numéro matricule unique avant de pouvoir présenter des soumissions concurrentielles et ils doivent présenter leurs soumissions par l'entremise d'un distributeur de titres d'État. En vertu du cadre actuel, la catégorie des clients ne s'adresse pas aux entités qui achètent des titres lors des adjudications pour les revendre (c'est-à-dire, qui assument le rôle de courtier). On recense une centaine de clients détenant un numéro matricule, dont 34 qui participent régulièrement aux adjudications.

6. À votre avis, les critères d'admissibilité au statut de distributeur de titres d'État, de négociant principal et de client sont-ils appropriés aux fins de la participation de ces entités aux adjudications de titres? Quelle incidence des modifications apportées aux exigences de résidence imposées aux négociants principaux pourraient-elles avoir sur la structure du marché intérieur des valeurs à revenu fixe?

Obligations en matière de soumissions minimales

Le distributeur de titres d'État doit présenter tous les six mois, pour son propre compte ou pour le compte de ses clients, au moins une soumission concurrentielle ou non concurrentielle qui sera acceptée. Comme le montant minimum d'une soumission est de 100 000 dollars, le distributeur de titres d'État n'a besoin que de se voir attribuer pour 200 000 dollars de titres pour conserver son statut. Le négociant principal doit présenter des soumissions dont le montant équivaut au moins à 50 % de sa limite de soumission à l'adjudication ou à 50 % du taux obtenu à l'aide de la formule de calcul sans toutefois dépasser de plus de 10 points de base le taux de rendement correspondant à la plus haute soumission acceptée (taux limite)⁴. Le numéro matricule de clients qui n'ont pas présenté de soumission concurrentielle à une adjudication depuis plus d'un an peut être désactivé.

Les négociants principaux constituent le groupe de participants le plus nombreux et le plus actif sur le marché primaire des titres du gouvernement du Canada (**Tableau 1**). La distinction entre les catégories de participants tend cependant à s'estomper, certains clients occupant une place beaucoup plus grande aux adjudications que certains distributeurs de titres d'État, voire, dans certains cas, que des négociants principaux de petite taille. En fait, les montants des obligations à rendement réel adjugés aux clients dépassent ceux obtenus par les négociants principaux.

⁴ Pour les adjudications d'obligations à rendement réel, les soumissions sont jugées raisonnables si elles sont assorties d'un taux ne dépassant pas de plus de 10 points de base le plus élevé des taux suivants : le taux limite de l'adjudication ou le taux observé sur le marché secondaire avant l'adjudication.

Tableau 1 : Répartition des titres adjugés, par participant et par secteur en 2012-2013 (en %)

Secteur	Négociants principaux de grande taille	Négociants principaux de taille moyenne	Négociants principaux de petite taille	Distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux	Clients	Banque du Canada
Bon du Trésor						
3 mois	51	18	4	1	16	9
6 mois	41	11	7	2	26	13
12 mois	44	11	3	5	25	13
Total	47	15	4	2	20	11
Obligations à rendement nominal						
2 ans	32	22	8	2	17	20
3 ans	35	21	9	1	13	20
5 ans	33	22	12	2	11	20
10 ans	35	25	11	2	6	20
30 ans	44	13	10	2	11	20
Total	34	22	10	2	13	20
Obligations à rendement réel	19	9	8	0	64	0

7. Les exigences minimales que doivent remplir les négociants principaux pour présenter une soumission sont assez légères, de sorte que cette catégorie est à la portée de petits participants. Les plus petits négociants principaux représentent, par exemple, moins de 2 % de la taille du marché primaire. Il a été observé que les négociants principaux de moindre taille déposent fréquemment des soumissions infructueuses aux adjudications uniquement dans le but de se conformer aux exigences minimales qui leur sont imposées.

Que pensez-vous de la possibilité de remplacer les exigences minimales en matière de soumission auxquelles sont astreints les négociants principaux par des exigences minimales *pour l'adjudication* de titres? À votre avis, quel serait le minimum approprié pouvant être imposé aux négociants principaux pour l'adjudication de titres? Ces exigences s'appliqueraient-elles à chaque adjudication ou secteur et/ou pourraient-elles couvrir une certaine période (p. ex., un minimum de X % de soumissions acceptées au cours du trimestre précédent)?

8. La participation généralement faible de la plupart des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux aux adjudications remet en question la valeur de cette catégorie. Faut-il envisager de réserver cette catégorie aux entités qui aspirent à devenir des négociants principaux? Quel délai raisonnable devrait-on accorder à une entité pour qu'elle accroisse le volume de ses opérations au point de pouvoir obtenir le statut de négociant principal à part entière? Convierait-il d'assouplir certains critères d'admissibilité pendant cette période d'essai (p. ex., critère de résidence)?
9. À quelles difficultés les négociants en titres du gouvernement du Canada se heurtent-ils pour atteindre le niveau de participation nécessaire à l'acquisition ou au maintien du statut de distributeur de titres d'État ou de négociant principal?

Limites de soumission maximales

Les limites de soumission maximales des négociants principaux pour leur propre compte varient de 10 % à 25 % du montant à adjuger; à cela s'ajoute une limite supplémentaire de 25 % du montant à adjuger applicable aux soumissions présentées pour le compte de clients. La somme des soumissions déposées par un négociant principal pour son propre compte ou pour le compte de ses clients ne peut dépasser 40 % du montant à adjuger, déduction faite de l'excédent de sa position longue nette (**Annexe 1 et Annexe 2**). Telles qu'elles sont conçues, les modalités actuelles donnent aux clients la possibilité de déposer des soumissions pour se procurer une plus grande quantité d'obligations que les distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux.

10. Dans quelle mesure les limites de soumission maximales en place sont-elles adéquates pour les négociants principaux, les distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux, et les clients?
11. Dans quelle mesure les limites maximales devraient-elles se différencier d'un secteur à l'autre (notamment pour les adjudications d'obligations à rendement réel)?

Fourchette des prix offerts aux adjudications

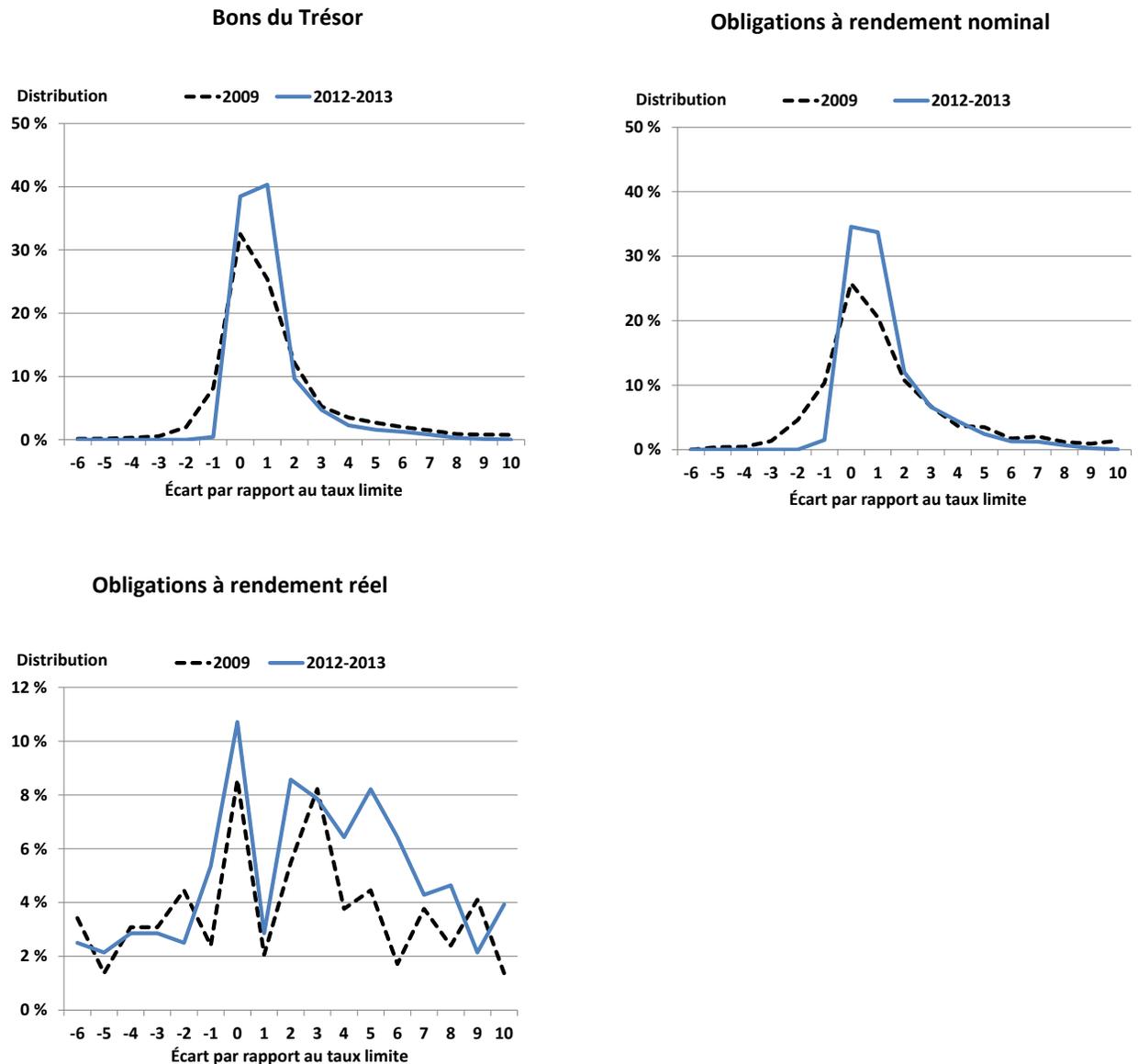
La fourchette des offres dont les prix sont jugés raisonnables a été modifiée périodiquement. Elle est, par exemple, passée du taux limite majoré de 5 points de base au taux limite majoré de 10 points de base en 2005 et a été, d'octobre 2008 à avril 2010, temporairement majorée de 15 points de base dans le cas des bons du Trésor et de 20 points de base en ce qui concerne les obligations.

En 2012-2013, 90 % des soumissions présentées aux adjudications de bons du Trésor et d'obligations à rendement nominal avaient un taux inférieur au taux limite majoré de 4 points de base; s'agissant des obligations à rendement réel, les taux des soumissions étaient, dans 90 % des cas, en deçà du taux limite majoré de 10 points de base (**Graphique 2**).

S'il est vrai que la dispersion des prix offerts était plus étendue durant la crise financière (voir la ligne pointillée noire du **Graphique 2**), la fourchette ne semble pas avoir été nécessaire pour les soumissions présentées en 2009, car les participants étaient tout à fait en mesure de soumissionner avec succès à des taux bien au-dessous du taux limite majoré de 10 points de base. Pour les obligations à rendement réel, en raison de la faible liquidité des titres et de la nature de la demande sur ce marché de niche, certains participants peuvent éprouver quelques difficultés à présenter des soumissions lors des adjudications. De plus, les obligations à rendement réel étant proposées dans des adjudications à prix uniforme, il en résulte une dispersion accrue des prix.

12. À votre avis, quelle fourchette de prix offerts serait raisonnable pour les adjudications de bons du Trésor, d'obligations à rendement nominal et d'obligations à rendement réel?
13. Si les modalités étaient modifiées afin d'exiger des négociants principaux que les montants qui leur sont adjugés correspondent à une part minimale du marché primaire, en quoi ce changement influencerait-il sur la fourchette de prix raisonnable?

Graphique 2 : Dispersion des taux de rendement des soumissions autour du taux limite (comparaison entre 2009 et 2012-2013)



Soumissions non concurrentielles

Les modalités en vigueur prévoient une participation optionnelle non concurrentielle selon laquelle négociants principaux, distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux et clients peuvent acquérir des titres au taux moyen des soumissions acceptées à une adjudication. La soumission non concurrentielle maximale qu'un négociant principal et un distributeur de titres d'État autre qu'un négociant principal peuvent déposer est de 3 millions de dollars pour leur propre compte et de 10 millions de dollars pour le compte de clients (plafond de 3 millions dans le cas des obligations à rendement réel). Pour un client, le plafond des soumissions non concurrentielles est de 5 millions de dollars (3 millions de dollars s'il s'agit d'obligations à rendement réel).

D'après les statistiques relatives aux adjudications, nombre des négociants principaux et des distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux tirent pleinement parti des soumissions non concurrentielles même s'ils peuvent acheter les titres à moindre coût par le processus de soumission concurrentielle (et qu'ils possèdent l'information nécessaire sur le marché pour ce faire), et malgré les quantités relativement réduites de titres ainsi adjugés. En principe, la soumission non concurrentielle s'adresse surtout aux clients de petite taille qui disposent de peu de renseignements sur les prix, étant donné qu'elle constitue un outil d'atténuation des risques.

14. Quelle importance votre institution accorde-t-elle au fait d'avoir accès à des titres adjugés à l'issue d'une soumission non concurrentielle?

Exigences en matière de déclaration

Les exigences en matière de déclaration des positions nettes ont été introduites en 1998 et faisaient partie des initiatives destinées à soutenir l'intégrité du cadre de distribution des titres du gouvernement canadien. Depuis cette date, ces exigences ont été examinées périodiquement sans qu'aucun changement majeur ait été apporté.

Aux termes des exigences actuelles, les distributeurs de titres d'État doivent déclarer leurs positions globales nettes sur le titre mis en adjudication au moment de présenter des soumissions pour leur propre compte ou pour le compte de clients (les clients doivent révéler leurs positions nettes soit directement, soit par l'intermédiaire du distributeur de titres d'État qui présente leur soumission). Les distributeurs de titres d'État ou les clients doivent à nouveau déclarer leur position nette sur le titre mis en adjudication si cette position varie de plus de 25 millions de dollars avant l'heure limite de dépôt des offres. Les positions prises sur le marché avant émission, les contrats à terme sur le titre et d'autres éléments décrits dans les modalités entrent dans le calcul de la position nette du soumissionnaire.

15. Que pensez-vous du cadre de déclaration actuel des positions nettes? Quelles améliorations pourrait-on y apporter?

Accès des investisseurs de détail aux titres du gouvernement du Canada

Au Canada, les produits à revenu fixe font généralement l'objet d'opérations de gré à gré, alors que les actions sont échangées en bourse. Un grand nombre d'institutions financières, d'investisseurs institutionnels et de gestionnaires de fortune utilisent des plateformes de marché électroniques pour faciliter la négociation de titres à revenu fixe. Toutefois, dans le cas des investisseurs de détail, la prise de positions sur des titres à revenu fixe passe souvent par l'achat d'instruments dans des fonds communs de placement du marché monétaire, des fonds obligataires ou des fonds négociés en bourse. Les gestionnaires de fortune offrent à ces investisseurs un autre moyen de se procurer ces titres en exploitant la capacité d'achat des investisseurs institutionnels.

Les investisseurs de détail qui veulent épargner les honoraires de gestion d'actif exigés par les fonds communs de placement, les fonds négociés en bourse et les gestionnaires de fortune peuvent acheter et vendre des titres à revenu fixe à partir d'un compte en ligne ou d'un compte tenu auprès d'un courtier

exécutant. La relative opacité du marché hors cote a toutefois donné lieu à des critiques au sujet de la rémunération des courtiers, des frais de transaction ou du coût des opérations de négociation effectuées à partir du compte propre du courtier.

Les modifications apportés par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières au *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*⁵ visent à améliorer les relations des courtiers inscrits avec leurs clients (les investisseurs de détail) en étendant la portée de la divulgation du coût et de la rémunération des courtiers, ainsi qu'en introduisant une déclaration de résultats.

16. S'agissant des investisseurs de détail qui possèdent un compte en ligne ou un compte auprès d'un courtier exécutant, quelle proportion d'entre eux utilisent ce compte pour acquérir des titres à revenu fixe en général, et en particulier des titres du gouvernement du Canada?
17. Selon vous, quelle incidence auront sur les activités des négociants et des courtiers les obligations supplémentaires de transparence en matière de frais de courtage, de commission et de coût découlant du *Règlement 31-103*? Ces changements favoriseront-ils une plus grande transparence des prix pour les investisseurs de détail?
18. Quelles mesures pourrait prendre le gouvernement canadien afin de faciliter l'accès des investisseurs de détail à ses titres d'emprunt?

⁵ http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/rule_20090717_31-103_national-instrument.pdf
(en anglais seulement)

Annexe 1

Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor

LIMITES DE SOUMISSION AUX ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR			
	Soumissions concurrentielles		Soumissions non concurrentielles (par tranche, pour l'ensemble des bons du Trésor et des bons de gestion de trésorerie)
	Bons du Trésor et bons de gestion de trésorerie fongibles (par tranche)	Bons de gestion de trésorerie non fongibles (par tranche)	
Négociants principaux - pour leur propre compte	25 %	100 %	3 millions de dollars
- pour le compte de clients	25 %	100 %	10 millions de dollars
- ensemble des soumissions	La somme des soumissions présentées par un négociant principal pour son propre compte ou pour le compte de ses clients ne peut dépasser 40 % du montant à adjuger, déduction faite de l'excédent de sa position longue nette (à concurrence de sa limite de soumission).		
Autres distributeurs de titres d'État - pour leur propre compte*	0 ou 10 %	0 ou 100 %	0 ou 3 millions de dollars
- pour le compte de clients	10 %	100 %	10 millions de dollars

* Les distributeurs de titres d'État qui ne jouent pas directement le rôle de contrepartiste auprès de clients et d'autres intermédiaires financiers pour l'achat et la vente de titres du gouvernement du Canada ont une limite de soumission concurrentielle de 0 % et une limite de soumission non concurrentielle de 0 dollar pour leur propre compte.

Annexe 2

Limites de soumission aux adjudications d'obligations

LIMITES DE SOUMISSION AUX ADJUDICATIONS D'OBLIGATIONS		
	Soumissions concurrentielles	Soumissions non concurrentielles
Négociants principaux - pour leur propre compte	De 10 à 25 %	3 millions de dollars
- pour le compte de clients	25 %	La somme des soumissions des clients ne peut dépasser 3 millions de dollars pour les obligations à rendement réel et 10 millions de dollars pour les autres obligations négociables du gouvernement du Canada.
- ensemble des soumissions	La somme des soumissions présentées par un négociant principal pour son propre compte ou pour le compte de ses clients ne peut dépasser 40 % du montant à adjuger, déduction faite de l'excédent de sa position longue nette (à concurrence de sa limite de soumission).	
Autres distributeurs de titres d'État* - pour leur propre compte	De 0 à 9 %	0 ou 3 millions de dollars
- pour le compte de clients	10 %	La somme des soumissions des clients ne peut dépasser 3 millions de dollars pour les obligations à rendement réel et 10 millions de dollars pour les autres obligations négociables du gouvernement du Canada.

* Les distributeurs de titres d'État qui ne jouent pas directement le rôle de contrepartiste auprès de clients et d'autres intermédiaires financiers pour l'achat et la vente de titres du gouvernement du Canada ont une limite de soumission concurrentielle de 0 % et une limite de soumission non concurrentielle de 0 dollar pour leur propre compte.

Annexe 3
Obligations du gouvernement du Canada en circulation

Terme à courir (années)	Obligation	Segment	Encours après rachats (millions \$ CAD)	Total des rachats (millions \$ CAD)
0,1	1,5 % nov. 2013	2 ans	7 954	3 546
0,3	1 % févr. 2014	2 ans	9 417	1 697
0,4	2 % mars 2014	3 ans	7 992	1 608
0,5	10,25 % mars 2014	25 ans	710	2 440
0,6	0,75 % mai 2014	2 ans	7 974	2 893
0,7	3 % juin 2014	5 ans	8 792	7 208
0,7	5 % juin 2014	10 ans	7 702	3 166
0,8	2,25 % août 2014	2 ans	11 641	3 959
1,1	1 % nov. 2014	2 ans	9 900	0
1,2	2 % déc. 2014	5 ans	14 775	225
1,3	1 % févr. 2015	2 ans	15 600	0
1,6	1 % mai 2015	2 ans	9 900	0
1,7	2,5 % juin 2015	5 ans	9 000	0
1,7	4,5 % juin 2015	10 ans	10 143	157
1,7	11,25 % juin 2015	25 ans	457	1 893
1,8	1,5 % août 2015	2 ans	15 300	0
2,1	1 % nov. 2015	2 ans	9 900	0
2,2	3 % déc. 2015	5 ans	11 342	0
2,3	1,25 % févr. 2016	3 ans	8 100	0
2,7	2 % juin 2016	5 ans	9 900	0
2,7	4 % juin 2016	10 ans	10 157	143
2,8	1 % août 2016	3 ans	8 100	0
2,9	2,75 % sept. 2016	5 ans	10 500	0
3,4	1,5 % mars 2017	5 ans	10 500	0
3,7	4 % juin 2017	10 ans	10 343	0
3,9	1,5 % sept. 2017	5 ans	10 200	0
4,4	1,25 % mars 2018	5 ans	10 200	0
4,7	4,25 % juin 2018	10 ans	10 623	0
4,9	1,25 % sept. 2018	5 ans	10 200	0
5,7	3,75 % juin 2019	10 ans	17 650	0
6,7	3,5 % juin 2020	10 ans	13 100	0
7,5	10,5 % mars 2021	30 ans	567	1 233
7,7	3,25 % juin 2021	10 ans	11 500	0
7,7	9,75 % juin 2021	30 ans	286	4 364
8,2	4,25 % déc. 2021	Obl. r. réel	5 175	0
8,7	2,75 % juin 2022	10 ans	12 700	0
8,7	9,25 % juin 2022	30 ans	206	2 344
9,7	1,5 % juin 2023	10 ans	14 200	0
9,7	8 % juin 2023	30 ans	2 359	5 841
10,7	2,5 % juin 2024	10 ans	5 600	0
11,7	9 % juin 2025	30 ans	2 303	6 597
13,2	4,25 % déc. 2026	Obl. r. réel	5 250	0
13,7	8 % juin 2027	30 ans	4 430	5 170
15,7	5,75 % juin 2029	30 ans	11 452	2 448
18,2	4 % déc. 2031	Obl. r. réel	5 800	0
19,7	5,75 % juin 2033	30 ans	13 003	407
23,2	3 % déc. 2036	Obl. r. réel	5 850	0
23,7	5 % juin 2037	30 ans	13 924	75
27,7	4 % juin 2041	30 ans	15 800	0
28,2	2 % déc. 2041	Obl. r. réel	6 550	0
31,2	1,5 % déc. 2044	Obl. r. réel	7 700	0
32,2	3,5 % déc. 2045	30 ans	13 200	0

Émission de référence

 Émission de référence
 faisant l'objet de
 réouvertures

Obligations à rendement réel : montants non corrigés de l'inflation

Source : Bloomberg, au 27 septembre 2013