

Le marché canadien des titres à revenu fixe : évolution récente et perspectives

Éric Chouinard et Zahir Lalani, département des Marchés financiers

- *La physionomie du marché canadien des titres à revenu fixe est en train de se modifier. Les émissions du secteur privé constituent une part croissante du marché, et cette tendance devrait se poursuivre dans les années à venir.*
- *Le recul des besoins de financement du gouvernement fédéral soulève certaines questions importantes quant à l'avenir du marché des titres à revenu fixe, car on ne sait trop quels titres pourraient prendre le relais de ceux du gouvernement canadien pour jouer le rôle clé d'instruments de référence et de couverture.*
- *Le marché s'oriente par ailleurs vers l'utilisation de plateformes de négociation électronique, susceptibles de faciliter le processus de détermination des prix, d'accroître la rentabilité et d'améliorer la liquidité et la transparence du marché.*

À

l'instar d'autres marchés nationaux de capitaux, le marché canadien des titres à revenu fixe traverse actuellement une période de transformation d'ordre structurel. La diminution des besoins de financement du gouvernement fédéral amène à s'interroger sur l'incidence d'une réduction des émissions de titres négociables de ce dernier. Parallèlement, les sociétés tirent parti d'un accès plus facile et moins coûteux aux marchés financiers ainsi que de la hausse de la demande de leurs obligations par les investisseurs pour augmenter leurs émissions de titres négociables.

Non seulement les titres du gouvernement canadien constituent une proportion importante des instruments à revenu fixe en circulation, mais ils jouent un rôle fondamental sur les marchés financiers. Ils servent notamment de référence pour l'évaluation d'autres titres négociables ainsi que pour l'établissement du coût des emprunts contractés par les ménages et les entreprises auprès des institutions financières. Ils font ainsi partie intégrante du mécanisme par lequel la politique monétaire agit sur l'activité économique. Les acteurs du marché utilisent également les titres du gouvernement canadien comme instrument de couverture pour mieux gérer leur exposition au risque. Enfin, la qualité et la liquidité de ces titres en font un outil de placement très prisé de nombreux investisseurs tels que les caisses de retraite et les compagnies d'assurance.

Le marché des titres de sociétés étant encore assez peu développé et peu liquide comparativement à celui des titres du gouvernement canadien, il existe à l'heure actuelle peu d'instruments susceptibles de prendre le

relais de ces derniers en tant qu'outils de couverture et de référence. Les répercussions d'une baisse de l'offre de titres d'État négociables transcendent par conséquent le marché de ces titres, ce qui suscite des préoccupations d'ordre plus général au sujet de l'efficacité des marchés de capitaux canadiens. Les organismes de réglementation et d'autres institutions, dont la Banque du Canada, s'emploient à répondre à ces préoccupations par la mise en œuvre de diverses mesures destinées à préserver et à améliorer la liquidité du marché.

Une autre tendance se dessine actuellement sur le marché des titres à revenu fixe : le développement rapide d'innovations technologiques comme les plateformes de négociation électronique. Si ces systèmes viennent à être largement acceptés par les opérateurs, ils pourraient avoir une influence sensible sur la liquidité et la transparence du marché ainsi que sur son efficacité.

Le présent article décrit d'abord dans ses grandes lignes le marché des titres à revenu fixe et son cadre réglementaire. Il traite ensuite des deux principales tendances à l'œuvre sur ce marché, à savoir le changement de sa composition et l'avènement de la négociation électronique.

Contexte général

Le marché canadien des titres à revenu fixe est un marché décentralisé hors bourse qui est dirigé par les prix. Un petit groupe de maisons de courtage assurent la tenue de marché, en affichant les prix auxquels elles sont prêtes à acheter ou à vendre et en maintenant un stock de titres à cet effet. Le marché des titres à revenu fixe est essentiellement un marché de gros où la plupart des opérations émanent des investisseurs institutionnels. Un investisseur¹ désirant effectuer une transaction communique généralement avec les courtiers actifs sur le marché et s'entend avec celui dont le prix est le plus avantageux. Il peut également accéder au marché primaire des titres du gouvernement canadien en soumettant des offres par l'intermédiaire d'un courtier en valeurs mobilières autorisé à participer aux adjudications. Enfin, il peut faire appel à un courtier pour acquérir les titres des

1. Étant donné la taille généralement importante des opérations sur obligations ou instruments du marché monétaire, les investisseurs institutionnels tels que les caisses de retraite, les fonds communs de placement et les compagnies d'assurance dominent l'activité; c'est surtout par l'entremise de ces institutions que les particuliers participent aux marchés de titres à revenu fixe.

émissions lancées par les provinces, les municipalités ou les sociétés du secteur privé, qui en confient habituellement la distribution à des syndicats de courtiers au lieu de procéder par voie d'adjudication.

En plus de leurs opérations avec les investisseurs, les courtiers concluent des transactions entre eux, principalement pour contrebalancer ou couvrir une part du risque inhérent à leurs opérations avec les clients. Ils peuvent négocier directement les uns avec les autres ou passer par l'une des quatre firmes habilitées à faire office d'intermédiaires entre eux. Ils préfèrent le plus souvent recourir à ce système, qui leur permet de négocier avec leurs concurrents tout en gardant l'anonymat.

Les opérations sont généralement de montant plus élevé mais de moindre fréquence sur le marché des titres à revenu fixe que sur celui des actions, qui est dirigé par les ordres. Grâce au caractère plus confidentiel de la structure hors bourse, les grosses transactions effectuées ont une influence moindre sur les cours que si l'information était accessible en temps réel aux autres opérateurs du marché.

La réglementation du marché

Le marché canadien des titres à revenu fixe s'est développé sans l'intervention d'une autorité de contrôle nationale jouissant de vastes pouvoirs de réglementation et de surveillance. Il est plutôt supervisé par un certain nombre d'organismes, notamment les commissions des valeurs mobilières des provinces, qui composent les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM). La Banque du Canada et le ministère des Finances prennent également part à la surveillance de ce marché dans la mesure où ils sont responsables de l'émission des titres du gouvernement canadien et appuient le bon fonctionnement du marché secondaire de ces titres.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Ce groupe réunit les diverses commissions provinciales qui réglementent le secteur des valeurs mobilières. Bien qu'il ne dispose d'aucun pouvoir réglementaire, il constitue un lieu d'échange et de discussion propice à l'harmonisation des réglementations à l'échelle du Canada. Son objectif est de promouvoir l'équité et l'efficacité des marchés, de

préserver la confiance du public et des investisseurs en l'intégrité de ces marchés et de protéger les investisseurs contre les pratiques inéquitables et frauduleuses.

Certains projets à l'étude visent à accroître la transparence des marchés de titres à revenu fixe en assujettissant certains types d'opérations à des normes de transparence en temps réel. Les ACVM espèrent ainsi améliorer l'intégrité du marché, stimuler son essor et augmenter sa liquidité. Un débat s'est engagé entre les opérateurs et les observateurs du marché concernant le niveau de transparence qui serait optimal pour la croissance, l'efficacité et la liquidité du marché. Il importe en effet de trouver un juste compromis entre les avantages d'une transparence accrue et les effets potentiellement négatifs sur la liquidité d'une diffusion obligatoire de l'information relative aux opérations, étant donné les particularités du marché canadien des titres à revenu fixe (montant relativement élevé et faible fréquence des transactions et haut degré de concentration du marché entre les participants).

L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

L'ACCOVAM est un organisme d'autorégulation qui régit les activités des courtiers en valeurs mobilières en ce qui concerne tant le montant des fonds propres que ces derniers doivent maintenir que la façon dont ils mènent leurs affaires. D'après son énoncé de mission, son rôle consiste à « favoriser l'équité, la compétitivité et l'efficacité des marchés de capitaux en encourageant la participation au processus d'épargne et de placement et en assurant l'intégrité du marché ». Elle s'en acquitte en surveillant la conduite de ses membres afin de veiller à ce qu'ils respectent les exigences établies à l'égard notamment de la compétence du personnel, des fonds propres et du traitement des comptes des clients.

En 1998, l'ACCOVAM a adopté le *Principe directeur n° 5 — Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt*. Ces directives s'appliquent aux sociétés membres ainsi qu'aux clients et aux contreparties avec lesquels elles traitent. Le *Principe directeur n° 5* vise particulièrement à promouvoir et à maintenir l'intégrité du marché canadien des titres d'emprunt de même qu'à encourager la liquidité, l'efficacité et une négociation active sur ce marché. Les sanctions possibles contre les sociétés qui contreviennent au *Principe directeur n° 5* et leurs employés consistent,

entre autres, en des amendes pouvant atteindre 1 million de dollars par infraction; si la violation touche des titres du gouvernement canadien, elles peuvent aller jusqu'à la suspension ou au retrait du statut de soumissionnaire admissible aux adjudications de ces titres.

L'ACCOVAM envisage de formaliser et de renforcer son rôle sur le marché des titres à revenu fixe en devenant l'organisme de réglementation attribué du marché. Dans ce cas, elle surveillerait l'ensemble du marché des titres d'emprunt et non pas seulement les activités de ses membres. L'ACCOVAM a entamé des consultations avec les ACVM en vue de clarifier son rôle et ses responsabilités éventuelles et de définir l'infrastructure nécessaire à la réalisation de cette nouvelle mission plus étendue.

La Banque du Canada et le ministère des Finances

En qualité d'agent financier du gouvernement fédéral, la Banque, au nom du ministère des Finances, est chargée d'administrer et d'établir les modalités d'adjudication des titres du gouvernement canadien. Ces modalités visent à protéger l'intégrité du marché primaire des emprunts d'État en prévenant la manipulation du processus d'adjudication et en préservant la confiance du public à l'égard de ce processus. Certaines mesures ont été prises en 1998 pour empêcher les participants d'acquérir une quantité excessive de titres de la même émission et d'en prendre ainsi le contrôle (Harvey, 1999). Il convient de mentionner par exemple l'établissement de limites de soumission maximales et la présentation distincte des offres soumises par les courtiers pour leur propre compte et pour celui de leurs clients. Les courtiers et les investisseurs désireux de participer à une adjudication sont également tenus de déclarer l'importance de leur portefeuille de titres appartenant à l'émission mise en adjudication. Si les avoirs d'un courtier dépassent un certain seuil, sa limite de soumission est abaissée.

La Banque du Canada travaille également de concert avec le ministère des Finances, l'ACCOVAM et les commissions provinciales des valeurs mobilières en vue de maintenir l'intégrité du marché secondaire des titres du gouvernement canadien, de promouvoir des conditions de marché favorables aux activités d'achat, de revente et de prêt de titres et d'assurer l'efficacité et la liquidité du marché. Elle a notamment participé aux consultations qui ont mené à l'élaboration du *Principe directeur n° 5* et surveille continuellement le

marché, à l'affût de toute violation de ce principe. Cette activité contribue à protéger les investisseurs et à assurer au gouvernement une source fiable de financement à faible coût.

Aperçu de la structure du marché

Les marchés financiers canadiens se sont considérablement développés au cours de la dernière décennie. L'encours total des titres négociables, c'est-à-dire l'ensemble des obligations, instruments du marché monétaire et actions, s'est accru d'environ 115 % pour atteindre 2 400 milliards de dollars en 2000 (calcul fondé sur le prix d'achat des titres)². Bien que les actions constituent une proportion croissante de ce volume et qu'elles aient devancé les obligations en 1999, les titres à revenu fixe demeurent un segment important. Ensemble, les obligations et les instruments du marché monétaire représentaient près de 55 % de l'encours total des instruments financiers libellés en dollars canadiens en 2000. La Graphique 1 illustre cette évolution de la composition des marchés financiers.

Ces dernières années, la physionomie du marché des titres à revenu fixe a sensiblement changé sous la double influence de la diminution des besoins de financement du gouvernement fédéral et de la hausse soutenue des émissions du secteur privé.

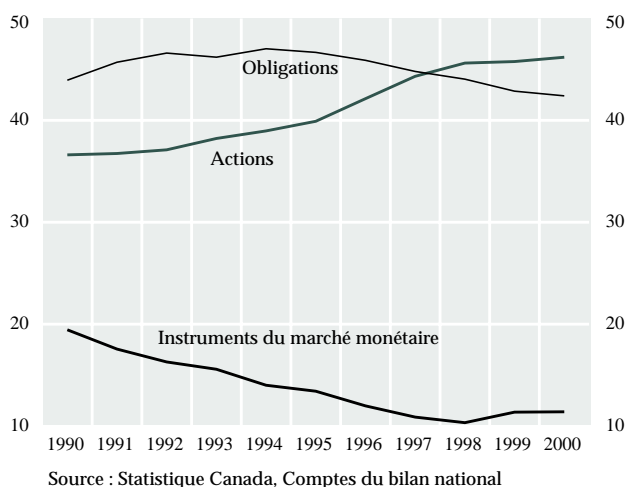
Ces dernières années, la physionomie du marché des titres à revenu fixe a sensiblement changé sous la double influence de la diminution des besoins de financement du gouvernement fédéral et de la hausse soutenue des émissions du secteur privé. Ces deux tendances feront l'objet ci-après d'un examen plus détaillé, mais soulignons d'entrée de jeu que les sociétés sont à l'origine d'une part de plus en plus importante des émissions de titres négociables. La Figure 2, qui présente le ratio des émissions intérieures nettes d'obligations du gouvernement fédéral à celles du secteur privé, illustre bien la profondeur des changements que connaît le marché

2. Source : Statistique Canada, Comptes du bilan national

Graphique 1

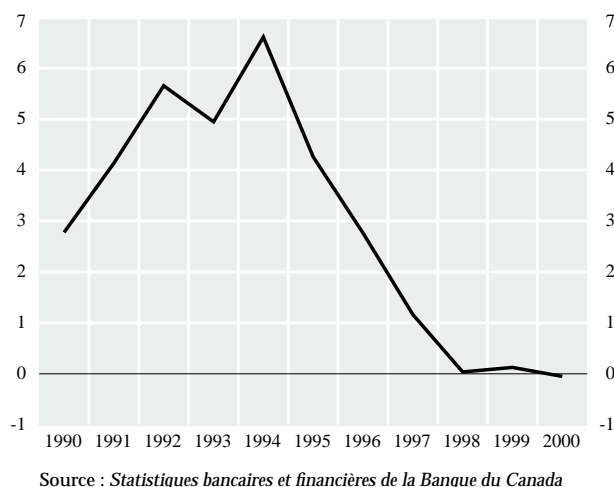
Part des marchés financiers que représente chaque catégorie de titres

En %



Graphique 2

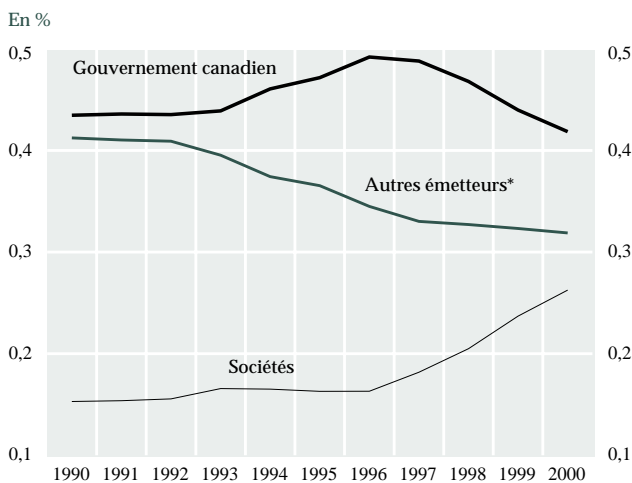
Ratio des émissions nettes d'obligations en dollars canadiens : gouvernement canadien/secteur privé



obligataire. Bien que ce ratio ait toujours été passablement variable, sa baisse impressionnante durant la deuxième moitié des années 1990 signale une nouvelle tendance. Comme en témoigne la Graphique 3, l'une des conséquences de cette substitution des obligations de sociétés aux obligations négociables du gouvernement est que ces dernières ne représentent plus qu'environ 38 % de l'encours total des obligations, après avoir atteint un sommet de quelque 46 % au milieu des années 1990.

Graphique 3

Part du marché des obligations libellées en dollars canadiens que représente chaque catégorie d'émetteurs



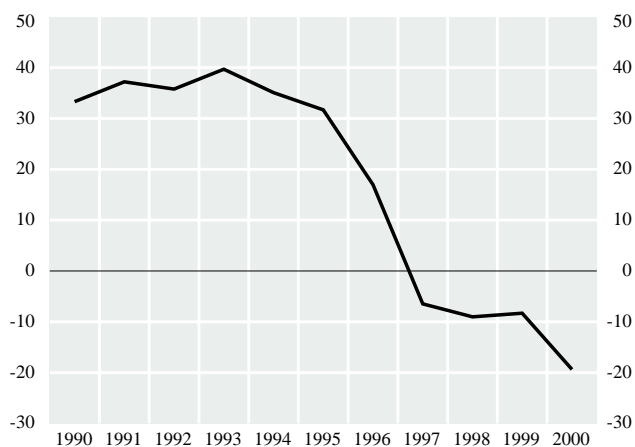
Source : Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

* Les autres émetteurs sont notamment les provinces et les municipalités ainsi que les autres organismes publics.

Graphique 4

Emprunts nets du gouvernement canadien

En milliards de \$



Source : Statistique Canada

Les tendances émergentes

Les modifications de la composition du marché des titres à revenu fixe

Le marché des titres du gouvernement canadien

Le gouvernement fédéral a éliminé son déficit de fonctionnement au milieu des années 1990 et a réalisé un excédent durant l'exercice 1996-1997. Depuis, grâce à l'excellente tenue de l'économie canadienne et à la discipline budgétaire qu'il s'est imposée, ses besoins de financement ont virtuellement disparu³ (Graphique 4).

Depuis le début des années 1990, le gouvernement canadien a également pris des mesures pour réduire la sensibilité de sa dette aux fluctuations des taux d'intérêt en augmentant la proportion des titres à long terme et à taux fixe dans la dette publique. Les obligations du gouvernement canadien représentent à présent environ les deux tiers de la dette, alors qu'elles en constituaient à peu près la moitié en 1992-1993. C'est pourquoi le marché obligataire ne s'est pas ressenti autant de la baisse des besoins de financement du gouvernement que le marché monétaire. Ainsi

3. Dans son dernier budget, le gouvernement fédéral prévoit des besoins de financement minimes de 1,9 et 1 milliard de dollars pour les exercices 2001-2002 et 2002-2003 respectivement.

que l'indiquent les Tableaux 1 et 2, l'encours des obligations du gouvernement canadien a continué de progresser, alors que celui des bons du Trésor a plafonné entre 1992 et 1995. Bien que ce dernier diminue depuis 1996-1997, exercice où le gouvernement a commencé à accumuler des excédents budgétaires, l'encours des obligations d'État se maintient à son sommet d'environ 300 milliards de dollars. La composition du marché obligataire canadien dans son ensemble a néanmoins légèrement changé depuis 1997 du fait que la croissance du volume des obligations de sociétés a entraîné un léger recul de la part représentée par les obligations du gouvernement canadien. Par contre, durant la même période, l'encours des bons du Trésor a régressé d'environ 20 % (Tableau 2). Les bons du Trésor ne constituaient plus que 32 % des titres du marché monétaire en 2000, contre 64 % en 1995, avant la chute de leur volume d'émission. Les Tableaux 1 et 2 font clairement ressortir que l'encours des titres émis par des entités privées s'est fortement accru ces dernières années; cette tendance sera étudiée de façon plus approfondie dans la section suivante. Le marché des contrats à terme de taux d'intérêt a également pris de l'expansion, comme le montre, au Tableau 3, la hausse sensible du nombre de positions ouvertes sur ces contrats.

Selon certaines sources, la réduction du volume des émissions de titres du gouvernement canadien a contribué à une baisse de la liquidité du marché, et de plus en plus d'investisseurs ont pris l'habitude de

Tableau 1

Encours des obligations libellées en dollars canadiens

En milliards de \$

	Obligations du gouvernement canadien	Obligations de sociétés*	Autres obligations canadiennes**	Total
1990	138,3	62,0	167,4	367,7
1991	157,3	69,4	185,2	411,9
1992	172,1	75,2	197,6	444,9
1993	198,3	88,2	210,0	496,5
1994	226,2	94,0	212,3	532,5
1995	249,8	98,3	219,8	567,9
1996	277,8	104,3	220,2	602,3
1997	298,9	124,2	225,3	666,6
1998	299,4	145,4	230,2	675,0
1999	301,9	179,4	243,1	724,4
2000	301,0	207,3	253,0	761,3
2001***	296,6	228,5	253,4	778,5

Source : *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, Tableaux G6 et K8

* Comprend notamment les obligations et titres adossés à des créances émis par les sociétés.

** Comprend notamment les émissions des provinces et des municipalités ainsi que celles des autres organismes publics.

*** Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 31 août.

Tableau 2

Encours des titres du marché monétaire libellés en dollars canadiens

En milliards de \$

	Bons du Trésor canadien	Papier commercial*	Effets adossés à des créances	Acceptations bancaires	Autres titres à court terme**	Total
1990	135,4	29,3		44,1	14,2	223,0
1991	147,6	28,8		36,2	14,0	226,6
1992	159,5	26,3		22,0	17,7	225,5
1993	165,9	28,0	3,7	26,2	16,6	240,4
1994	159,6	31,9	3,7	26,6	18,1	239,9
1995	160,1	35,6	4,8	30,7	17,9	249,1
1996	135,2	31,2	8,7	34,0	17,4	226,5
1997	108,8	35,9	22,4	40,2	17,1	224,4
1998	87,1	40,1	41,4	45,9	17,4	231,9
1999	93,5	51,5	52,9	47,1	18,0	263,0
2000	78,7	55,8	60,3	51,5	20,2	266,5
2001***	84,3	50,0	59,8	48,7	19,0	261,8

Source : *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, Tableaux G6 et F2

* Comprend notamment le papier émis par les sociétés de financement et par d'autres sociétés financières et non financières.

** Comprend notamment les bons du Trésor des provinces et des municipalités ainsi que le papier commercial émis par les sociétés étrangères.

*** Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 31 août.

Tableau 3

Nombre moyen des positions ouvertes sur les contrats à terme de taux d'intérêt

En milliers de contrats

	Contrats à terme sur les acceptations bancaires à 3 mois (BAX)	Contrats à terme sur les obligations du Canada à 10 ans (CGB)
1993	35,5	11,8
1994	74,5	25,9
1995	89,6	21,5
1996	91,6	21,1
1997	145,9	32,2
1998	236,5	45,8
1999	214,4	43,3
2000	213,4	48,8
2001***	198,5	59,2

Source : Bourse de Montréal

* Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 31 août.

Tableau 4

Taux de rotation hebdomadaire sur le marché monétaire, moyenne annuelle

	Bons du Trésor canadien	Papier commercial*	Acceptations bancaires	Autres titres à court terme**	BAX***
1995	0,549	0,616	0,444	0,187	0,499
1996	0,601	0,582	0,447	0,225	0,505
1997	0,475	0,599	0,434	0,215	0,537
1998	0,364	0,549	0,429	0,265	0,553
1999	0,246	0,501	0,447	0,253	0,541
2000	0,275	0,519	0,477	0,243	0,450
2001****	0,232	0,537	0,552	0,237	0,445

Sources : *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, Tableaux F11, G6 et F2; Bourse de Montréal

* Les titres adossés à des créances sont compris dans le papier commercial dans ce tableau.

** Comprend notamment les bons du Trésor émis par les provinces et les municipalités ainsi que le papier commercial émis par les sociétés étrangères.

*** Le taux de rotation est calculé en divisant le nombre des transactions par celui des positions ouvertes.

**** Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 29 juin.

conserver leurs titres jusqu'à l'échéance, ce qui accentue davantage la diminution de l'offre effective de ce type d'instrument (c.-à-d. l'offre de titres émanant d'opérateurs *actifs* sur le marché). Le volume des transactions sur les bons du Trésor a également fléchi depuis que le gouvernement fédéral a réduit ses émissions par rapport au précédent sommet. En fait, il a chuté plus rapidement que le stock de titres même. Le taux de rotation hebdomadaire (soit le volume des transactions de la semaine divisé par l'encours) est ainsi passé de 0,549 en 1995 à 0,232 en 2001 sur le marché des bons du Trésor (voir le Tableau 4). Si le taux de rotation hebdomadaire des obligations du Canada a augmenté de pair avec leur encours en 1996 et 1997, il a sensiblement reculé depuis, malgré le niveau relativement stable de l'encours. Ainsi que l'indique le Tableau 5, le taux de rotation hebdomadaire est passé de 0,317 en 1997 à 0,236 en 2001.

La part du chiffre d'affaires du secteur des valeurs mobilières qui provient de la négociation de produits à revenu fixe affiche également une tendance à la baisse. Un certain nombre de maisons de courtage étrangères ont récemment renoncé à leur fonction de teneur de marché, arguant de la faible rentabilité de ce type d'opérations. En outre, il semble bien que les investisseurs institutionnels optent de plus en plus pour des stratégies de placement passives et moins coûteuses comme l'indexation, par opposition à une gestion active, ce qui a pour effet de déprimer le volume

d'activité. L'intérêt des investisseurs internationaux est aussi tombé ces dernières années du fait que les rendements des titres du gouvernement canadien ont été inférieurs à ceux des valeurs du Trésor américain.

À la suite des pressions à la baisse que la réduction du volume des émissions et les nouvelles pratiques des investisseurs exercent sur l'offre effective de titres du gouvernement canadien, les cours du marché obéissent de plus en plus à des facteurs « techniques » et s'écartent des niveaux dictés par l'évolution fondamentale de l'économie. Par exemple, si les investisseurs s'attendent à ce que les émissions d'obligations du gouvernement canadien diminuent et qu'aucun proche substitut ou instrument de placement similaire n'est à leur portée, ils seront probablement prêts à payer une prime de rareté pour acquérir ces obligations. Selon des observations fragmentaires, cette prime de rareté liée au recul de l'offre effective d'obligations à long terme aurait contribué de façon importante à l'inversion, en 2000, du segment de la courbe de rendement qui se rapporte aux taux à long terme. Elle résultait en partie de l'annonce, par le département du Trésor américain, d'une accélération possible du remboursement de sa dette⁴. L'annonce est survenue après que le gouvernement canadien eut décidé, en avril 1998, de réduire ses émissions d'obligations à long terme et de procéder à l'avenir à des adjudications semestrielles plutôt que trimestrielles. Une diminution importante de l'offre effective d'un titre donné du gouvernement canadien pourrait, dans l'avenir, créer une situation où il y aurait un tel déséquilibre entre l'offre et la demande de ce titre qu'il deviendrait très onéreux d'emprunter ce dernier sur le marché des pensions (dans le jargon du métier, on dit que le titre ou le taux d'intérêt qui s'applique alors au prêt est « spécial »). Tout accroissement de la fréquence ou de la gravité de ces épisodes aurait tendance à dissuader les opérateurs de prendre des positions courtes sur le marché des titres du gouvernement canadien, ce qui empêcherait ces titres de jouer efficacement leur rôle d'instruments de référence et de couverture. À moins que les opérateurs ne se mettent à utiliser d'autres titres que les obligations du Canada comme référence, de telles distorsions pourraient se répercuter directement sur les coûts d'emprunt et, potentiellement, sur d'autres taux administrés — les taux hypothécaires par exemple.

Tableau 5

Taux de rotation hebdomadaire sur le marché obligataire, moyenne annuelle

	Obligations du Canada	Obligations de sociétés*	Autres obligations canadiennes**	CGB***
1995	0,244	0,012	0,020	0,190
1996	0,303	0,010	0,022	0,201
1997	0,317	0,012	0,018	0,157
1998	0,270	0,014	0,024	0,160
1999	0,202	0,013	0,027	0,146
2000	0,195	0,014	0,022	0,122
2001****	0,236	0,014	0,024	0,114

Sources : *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, Tableaux F12, G6 et K8; Bourse de Montréal

* Comprend notamment les obligations et les titres adossés à des créances émis par les sociétés.

** Comprend notamment les obligations émises par les provinces et les municipalités et par les autres organismes publics.

*** Le taux de rotation est calculé en divisant le nombre des transactions par celui des positions ouvertes.

**** Les chiffres de l'année 2001 s'arrêtent au 29 juin.

4. Cette question a refait surface récemment après la suspension des émissions d'obligations à 30 ans du Trésor américain.

Le gouvernement fédéral s'est cependant engagé à préserver l'intégrité du marché des émissions de référence et prend des initiatives pour améliorer la liquidité de ce dernier et atténuer les pressions sur l'offre effective de ces titres.

Le gouvernement fédéral s'est cependant engagé à préserver l'intégrité du marché des émissions de référence et prend des initiatives pour améliorer la liquidité de ce dernier et atténuer les pressions sur l'offre effective de ces titres. Il a notamment augmenté progressivement la taille visée des émissions obligataires de référence à 5, 10 et 30 ans et approuvé de nouvelles règles permettant à l'encours d'obligations remembrées de dépasser le montant de l'émission initiale. Il a également mis en place un programme de rachat des obligations devenues relativement peu liquides. Ce programme, grâce auquel l'État peut relever la taille des émissions de référence plus rapidement, accroît la liquidité du marché en permettant aux opérateurs d'augmenter la proportion des obligations appartenant aux émissions de référence dans leur portefeuille et de se départir d'une partie de leurs obligations moins liquides. Son application sera étendue (à titre d'essai) au premier trimestre de 2002 afin que les courtiers puissent échanger directement leurs obligations peu liquides contre des obligations des émissions de référence. On étudie aussi la possibilité que la Banque prête aux opérateurs du marché une partie de son portefeuille de titres du gouvernement canadien lorsqu'il existe un déséquilibre de la demande. Des consultations sont en cours avec les opérateurs pour définir les caractéristiques d'un tel programme, qui aurait pour avantage de réduire la fréquence des cas où les titres se négocient à des taux « spéciaux » et l'ampleur des écarts observés par rapport au taux général des pensions, et donc de préserver la liquidité et l'efficacité du marché des pensions.

Le marché des titres du secteur privé

Parallèlement aux transformations que subit le marché des titres du gouvernement canadien, le secteur privé intensifie sa présence par des émissions de plus en

plus nombreuses de titres négociables. Comme on le constate au Tableau 1, l'encours des obligations de sociétés (y compris les titres adossés à des créances) a un peu plus que doublé depuis le milieu des années 1990 pour atteindre 228,5 milliards de dollars en 2001. Les obligations de sociétés constituaient 29 % de l'ensemble du marché obligataire canadien en 2001, contre 17 % en 1995.

Le marché canadien des obligations de sociétés s'est développé moins rapidement que son pendant américain, notamment en raison du nombre limité d'investisseurs, des besoins de financement auparavant élevés du secteur public et de la facilité relative avec laquelle les entreprises peuvent placer des obligations à l'extérieur du Canada, particulièrement aux États-Unis (voir Miville et Bernier, 1999). Ainsi que l'indique le Tableau 6, le marché américain des obligations émises par les entreprises nationales est de loin le plus mûr du monde. Il est également le seul à comporter une importante composante de titres à rendement élevé très liquides⁵. Sa croissance a été favorisée par une structure bien ramifiée et par une vaste clientèle d'investisseurs à l'échelle mondiale. Dans le passé, le marché américain des obligations de sociétés a également bénéficié de la fragmentation du système bancaire américain, qui encourage les entreprises à se financer sur les marchés.

De nombreuses sociétés non américaines, en particulier celles qui sont plus petites et moins bien notées, trouvent dans le marché américain une source de financement plus réceptive et plus fiable. De plus, les entreprises étrangères dont les revenus sont libellés en dollars américains ou qui sont bien implantées aux États-Unis jugent souvent avantageux d'émettre des titres d'emprunt en dollars américains, de façon à protéger leurs flux de trésorerie contre les risques de change. Les sociétés canadiennes ne font pas exception à la règle. C'est le cas par exemple des entreprises d'exploitation de ressources naturelles, qui constituent d'importants émetteurs de titres négociables et sont habituellement payées en dollars É.-U.

Comme il a été mentionné plus haut, le marché canadien des obligations de sociétés de bonne qualité (c.-à-d. notées au moins BBB) a acquis de la maturité, aidé en cela par plusieurs facteurs influant à la fois sur la demande d'obligations du secteur privé et sur le coût de l'émission de titres négociables. Un important

5. Le marché des titres à rendement élevé est composé d'obligations émises par des sociétés dont la cote de crédit est inférieure à BBB.

Tableau 6

Répartition géographique* des émissions nationales sur le marché obligataire mondial en 2000**

En %

	Obligations d'État	Obligations de sociétés	Ensemble du marché
États-Unis	46,0	57,4	49,1
Zone euro	17,9	16,9	19,8
Japon	22,9	12,4	17,7
Royaume-Uni	2,4	0,9	3,4
Canada	2,2	1,3	1,7
Australie	0,4	1,0	0,6
Autres pays	8,2	10,1	7,7

Source : Merrill Lynch, *Size and Structure of the World Bond Market*

* Ce tableau a été établi en convertissant les émissions internationales en dollars américains.

** C.-à-d. hors emprunts émis par les entités étrangères

facteur favorable au développement du marché est l'« institutionnalisation » croissante de l'épargne. En effet, les petits investisseurs détiennent une part grandissante de leur épargne dans des fonds communs de placement ou des régimes de retraite, qui sont généralement de gros détenteurs d'obligations de sociétés. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels sont devenus plus avisés et plus attentifs à améliorer le profil risque-rendement de leur portefeuille et ils effectuent davantage d'analyses du crédit en vue de repérer les possibilités de placement sur le marché des obligations de sociétés. Certains investisseurs institutionnels ont également assoupli leurs règles de placement et leurs contraintes fiduciaires pour pouvoir accroître leur participation à ce marché.

À certains égards, l'essor du marché des obligations de sociétés a aussi bénéficié de l'utilisation accrue de stratégies de placement passives, basées sur l'indexation, par les investisseurs institutionnels⁶. À mesure que ce marché se développe et que son poids dans les indices s'alourdit, les investisseurs institutionnels sont amenés à augmenter leur portefeuille d'obligations pour s'aligner sur l'indice qu'ils suivent.

Le niveau récent des taux d'intérêt, perçu comme faible en termes réels, incite à emprunter à long terme et a permis aux sociétés de tirer parti de la demande

6. Un investisseur qui suit une stratégie de placement passive cherche à reproduire le rendement d'un indice de référence, généralement tiré du marché, alors qu'un investisseur adoptant une approche active s'efforce plutôt de repérer les occasions de placement susceptibles de maximiser le rendement (corrige en fonction du risque) de son portefeuille.

accrue d'obligations du secteur privé. Les organismes de réglementation provinciaux ont également pris des mesures pour faciliter l'inscription de nouvelles émissions. Les entreprises ne sont désormais plus tenues de déposer un nouveau prospectus chaque fois qu'elles veulent lancer un emprunt, d'où une baisse considérable de leurs coûts d'émission. Elles peuvent simplement annoncer leur intention d'émettre des titres négociables à concurrence d'un certain montant et ne passer à l'acte que plus tard, quand le besoin s'en fait sentir ou que les conditions du marché sont favorables. Elles peuvent de surcroît se servir du même prospectus pour différents types de titres (obligations, actions, actions privilégiées, etc.). Par ailleurs, les initiatives récentes en faveur d'une harmonisation des notations canadiennes avec les normes internationales pourraient rehausser l'attrait du marché canadien.

La croissance du marché canadien des obligations de sociétés a jusqu'ici été limitée aux émissions notées A ou mieux. Bien que les émissions notées BBB aient eu un certain succès récemment, le marché des titres à rendement élevé en est encore à ses balbutiements au Canada. Le Tableau 7 présente des estimations des parts que représentent les différents segments du marché, selon la notation, dans divers indices obligataires. Le choix de titres demeure restreint, le marché étant dominé par les institutions financières ou les émetteurs bien établis. Comme l'illustre le Tableau 5, le marché des obligations de sociétés se distingue aussi par son faible niveau d'activité; le taux de rotation hebdomadaire y est sensiblement inférieur à celui des obligations du gouvernement canadien.

La baisse de l'offre de bons du Trésor du gouvernement canadien a amené les investisseurs du marché monétaire à se tourner vers d'autres instruments à court terme pour satisfaire à leurs besoins. C'est ainsi que les acceptations bancaires, le papier commercial et les titres adossés à des créances ont vu leur encours

Tableau 7

Part des obligations de sociétés dans les indices obligataires, selon la notation (novembre 2001)

En %

Notation	Scotia Capitaux	RBC DVM	Merrill Lynch
AA ou mieux	23,3	23,5	23,0
A	58,8	55,9	64,1
BBB	17,9	20,6	12,9

Source : Scotia Capitaux, RBC Dominion valeurs mobilières, Merrill Lynch

grimper entre 1995 et 2000 (Tableau 2). Le marché à terme des acceptations bancaires à 90 jours (contrats BAX) a également connu un essor considérable et s'est imposé comme l'un des piliers du marché monétaire canadien. Il permet aux opérateurs de se couvrir contre les variations des taux d'intérêt et de spéculer sur l'orientation de ceux-ci en vue d'améliorer le rendement de leur portefeuille.

D'après des sources informelles, les investisseurs désireux d'acquérir des instruments à court terme du secteur privé se sont surtout intéressés jusqu'ici aux émetteurs bien connus dont la cote de crédit est élevée.

D'après des sources informelles, les investisseurs désireux d'acquérir des instruments à court terme du secteur privé se sont surtout intéressés jusqu'ici aux émetteurs bien connus dont la cote de crédit est élevée. Leur appétit pour les titres moins bien notés reste limité. En fait, si le papier à court terme des sociétés a réussi à combler une partie du vide laissé par les bons du Trésor, c'est avant tout parce qu'il constitue une solution de rechange relativement sûre pour les investisseurs qui cherchent à accroître leurs rendements en prenant position sur un segment un peu plus risqué du marché.

L'intérêt accru des investisseurs pour les titres d'emprunt du secteur privé sera probablement propice au développement de ce marché, de même qu'à la diversification des produits tant sur le plan sectoriel que sous l'angle des notations. La liquidité et le volume des transactions devraient donc s'améliorer au fil du temps.

Cependant, pour que cette croissance se poursuive, le marché doit disposer d'émissions liquides qui puissent servir de référence pour la détermination des prix et les activités de couverture. Les opérateurs du marché monétaire utilisent déjà les acceptations bancaires pour établir les prix des autres instruments à court terme. Mais reste à savoir quel type de titre pourrait remplir ce rôle primordial sur le marché obligataire si l'encours et la liquidité des obligations du gouvernement canadien devaient diminuer de façon marquée. Les obligations de sociétés très bien

notées sont une possibilité, mais elles semblent moins bien adaptées à ce rôle que ne le sont les acceptations bancaires sur le marché monétaire. Le marché de ces obligations a l'inconvénient d'être beaucoup plus fragmenté que celui des acceptations bancaires, qui est limité aux banques. De plus, en raison de leurs échéances rapprochées, les acceptations qu'émet une banque ont tendance à être perçues par les investisseurs comme de proches substituts de celles qui émanent d'autres banques.

Pour que les obligations d'une société donnée puissent servir de référence, il faudrait que la taille et la régularité de ses émissions soient suffisantes pour parvenir à un niveau de liquidité raisonnablement élevé. Or, les cours des obligations de sociétés sont influencés par un trop grand nombre de caractéristiques propres à chaque titre pour qu'une situation analogue à celle des acceptations bancaires sur le marché monétaire puisse se produire sur le marché obligataire.

Un autre instrument susceptible de jouer le rôle d'étalon est le swap de taux d'intérêt — contrat par lequel deux parties conviennent d'échanger des flux de trésorerie. La forme de swap la plus répandue consiste à échanger des paiements d'intérêts à taux fixe sur un montant notionnel contre des versements d'intérêts à taux variable sur le même montant pendant une période déterminée. Le taux fixe pourrait donc servir de référence pour l'établissement des prix d'autres titres. De fait, certains pensent que les swaps offrent des avantages à cet égard puisqu'ils comportent un risque de crédit et s'apparentent ainsi davantage aux titres dont le prix doit être déterminé que les émissions du gouvernement canadien, qui ne présentent aucun risque (Fleming, 2000). En outre, comme les swaps de taux d'intérêt ne reposent sur aucun titre sous-jacent, il n'y a aucune limite à leur offre. Par contre, il semblerait que le marché canadien des swaps ne soit pas très liquide et que le nombre de participants institutionnels et d'opérateurs actifs y soit assez réduit. Son manque de liquidité et de profondeur pourrait donc restreindre son rôle potentiel d'étalon.

Les plateformes de négociation électronique

Les pratiques en vigueur sur le marché des titres à revenu fixe pourraient évoluer sensiblement avec l'arrivée de systèmes électroniques qui permettent l'exécution automatique d'une ou de plusieurs étapes de la négociation : transmission des ordres, exécution des transactions et diffusion de l'information pré-transaction (prix proposés au comptant et ordres à

cours limité) et post-transaction (cours et volume des opérations). S'il est possible que ces systèmes améliorent la transparence du marché, facilitent le processus de détermination des prix et accroissent la rentabilité (Banque des Règlements Internationaux, 2000), il n'en demeure pas moins que la réglementation des plateformes de négociation électronique doit faire l'objet d'une réflexion approfondie. En effet, certaines exigences de transparence concernant l'information en temps réel peuvent comporter des inconvénients (particulièrement pour les grosses transactions), car elles peuvent influencer sur le prix des titres négociés, surtout si le marché de ces titres n'est pas assez liquide ou développé.

Largement répandues sur les marchés d'actions du monde entier, ces plateformes font rapidement leur entrée sur les marchés internationaux de titres à revenu fixe. Aux États-Unis, la Bond Market Association a recensé près de 80 systèmes de négociation d'obligations en décembre 2001. L'expérience américaine indique cependant que les opérations effectuées électroniquement sont généralement de petite taille et portent essentiellement sur des produits homogènes et standardisés comme les titres du Trésor et des agences fédérales.

Le marché canadien des titres à revenu fixe repose toujours sur une structure traditionnelle, dans laquelle les institutions concluent la plupart de leurs transactions par téléphone. Toutefois, un groupe de grands courtiers canadiens a annoncé récemment son intention de créer une plateforme électronique pour la négociation des obligations et bons du Trésor du gouvernement canadien et de certaines émissions de sociétés. Ce système électronique réunirait à l'intention des institutions, en temps réel, les offres d'achat et de vente de tous les courtiers participants pour chaque titre. Les investisseurs auraient la possibilité de faire appel aux courtiers de leur choix.

Certaines maisons de courtage ont commencé à offrir des services de négociation électronique de titres à revenu fixe à leur clientèle de détail, composée de petits investisseurs non institutionnels. La concurrence pourrait bientôt s'intensifier dans ce secteur, à la suite du lancement prochain d'un système de distribution destiné aux particuliers et inspiré d'un modèle qui a déjà fait ses preuves aux États-Unis. Dans le cadre du système projeté, plusieurs grands courtiers canadiens joueraient le rôle de pourvoyeur de liquidité. La clientèle de détail des courtiers exécutants pourrait accéder à cette réserve commune de titres à revenu

fixe et acheter et vendre en ligne à des pourvoyeurs de liquidité offrant les meilleurs prix. Grâce à cette plateforme, les particuliers bénéficieraient de cours plus concurrentiels, et le marché canadien des titres à revenu fixe serait plus transparent; il en résulterait peut-être une augmentation du volume des opérations effectuées par les particuliers.

Étant donné la taille relativement faible du marché canadien des titres à revenu fixe, la viabilité de ces systèmes dans notre pays reste à démontrer. De nombreuses tentatives ont échoué ailleurs à cause du manque d'intérêt des participants. Vu le nombre limité de grands investisseurs institutionnels et leur penchant croissant pour les stratégies de placement passives, il se pourrait bien que le système envisagé ne génère pas une activité suffisante pour être rentable. C'est du moins ce que laisse pressentir la rentabilité stagnante des opérations sur titres à revenu fixe des courtiers en valeurs mobilières. De nombreux opérateurs sont d'avis que les plateformes de négociation électronique accroîtront l'efficacité du segment institutionnel du marché des émissions de référence dans le cas des opérations de taille relativement petite, mais que les grosses transactions continueront de se négocier par téléphone, de façon bilatérale.

Conclusion

Le marché canadien des titres à revenu fixe traverse actuellement une période de transformation. Les émissions d'obligations de sociétés ont enregistré une croissance robuste ces dernières années et représentent aujourd'hui à peu près 29 % de l'ensemble du marché obligataire, contre environ 17 % au milieu des années 1990. Les titres d'emprunt du secteur privé sont appelés à jouer un rôle plus important dans l'avenir. L'élimination des besoins financiers du gouvernement fédéral devrait avoir pour effet d'atténuer l'influence prépondérante de ses émissions de titres. En raison des rôles importants que ces titres remplissent sur le marché, la mutation en cours sur ce dernier porte à conséquence. La liquidité a déjà commencé à s'éroder quelque peu, mais elle pourrait être préservée grâce à une série de mesures mises en œuvre par les organismes de réglementation et par le gouvernement en vue de sauvegarder l'intégrité du marché obligataire. Les plateformes de négociation électronique pourraient aussi contribuer à améliorer la liquidité ainsi que la transparence et l'efficacité du marché.

Ouvrages et articles cités

Banque des Règlements Internationaux (2000). The Implications of Electronic Trading in Financial Markets (novembre).

Fleming, M. (2000). « Financial Market Implications of the Federal Debt Paydown », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 221-51.

Harvey, N. (1999). « Les initiatives entreprises sur le marché canadien des titres du gouvernement du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 31-40.

Miville, M. et A. Bernier (1999). « Le marché des obligations de sociétés au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-9.