

L'évolution du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien

Marc Pellerin, département des Marchés financiers*

- *En 1998, le gouvernement canadien a adopté un nouveau cadre de distribution pour le placement de ses titres auprès des intermédiaires financiers et des investisseurs.*
- *En décembre 2005, des modifications mineures ont été apportées à ce cadre afin de tenir compte de la diminution des besoins de financement du gouvernement, d'une forte concentration des grands acteurs sur les marchés tant primaire que secondaire des titres du gouvernement canadien, ainsi que d'innovations telles que la négociation électronique.*
- *Les principaux changements effectués sont une hausse des limites de soumission que les courtiers peuvent présenter pour le compte de clients aux adjudications de titres du gouvernement canadien et l'abaissement des obligations minimales en matière de soumission imposées aux négociants principaux. On prévoit que ces ajustements favoriseront une plus grande participation et stimuleront la concurrence aux adjudications de l'État et, par ricochet, aideront le gouvernement à atteindre les objectifs qu'il poursuit à l'aide de sa stratégie de gestion de la dette et qui consistent à s'assurer une source stable de financement à faible coût et à maintenir le bon fonctionnement du marché de ses titres.*

Le gouvernement fédéral satisfait ses besoins de financement principalement en émettant des titres de dette sur les marchés financiers intérieurs. Depuis le début des années 1990, il recourt surtout aux adjudications pour émettre et distribuer ses titres de dette. L'importance que revêt pour le gouvernement canadien le cadre de distribution des titres tient à plusieurs raisons :

- Un cadre de distribution bien pensé renforce la capacité du gouvernement de vendre ses titres en toute confiance et au meilleur prix possible.
- Il contribue à l'efficacité du marché des titres d'État en favorisant une plus grande participation des négociants et des investisseurs. Un marché des titres d'État bien rodé bénéficie à son tour à l'ensemble du marché canadien des titres à revenu fixe en offrant aux investisseurs et aux intermédiaires un éventail de valeurs sûres qui ne présentent pas de risque de crédit et qui peuvent servir de référence pour l'évaluation d'autres titres ou encore être utilisées à des fins de couverture. Un tel marché permet également une conduite plus efficace de la politique monétaire. C'est pourquoi le marché des titres du gouvernement canadien doit être dynamique et concurrentiel et faciliter l'accès des parties intéressées¹.
- Dans l'élaboration et la mise en œuvre du cadre de distribution de ses titres, le gouvernement vise à offrir un équilibre aux

* L'auteur désire remercier Wendy Chan, Ashley Clark, Oumar Dissou et Frank Furlan de leur aide.

1. Voir Arnone et Iden (2003) et Arnone et Ugolini (2005) pour un exposé détaillé sur la raison d'être et les objectifs du cadre de distribution des titres de dette.

acteurs du marché sous la forme d'une combinaison appropriée d'obligations, de privilèges et de modalités de fonctionnement qui l'aideront à atteindre ses buts.

Un cadre de distribution bien pensé renforce la capacité du gouvernement de vendre ses titres en toute confiance et au meilleur prix possible.

Le présent article examine la manière dont le cadre de distribution des titres de dette a évolué au fil des ans afin de permettre au gouvernement de réaliser ses objectifs en matière de gestion de la dette. Dans la première partie, l'auteur dresse un bref historique relatant comment le gouvernement s'est servi des marchés primaire et secondaire dans la conception de son cadre de distribution. Dans la deuxième partie, il se penche sur les plus récentes modifications qui ont été apportées à ce cadre et dont l'entrée en vigueur a eu lieu le 13 décembre 2005.

Bref historique du cadre de distribution des titres de dette

De 1867 à la Première Guerre mondiale

Avant la Première Grande guerre, il n'existait aucun cadre de distribution officiel pour les titres de dette. Le marché canadien des capitaux était quasi inexistant, aucun marché secondaire organisé n'était en place, et les besoins de financement de l'État étaient modestes. Le gouvernement a néanmoins commencé à émettre des titres de dette peu après la Confédération; en effet, dès janvier 1868, le nouveau Dominion du Canada mettait aux enchères 1,5 million de dollars d'obligations à 10 ans, à 6 %². Le gouvernement avait prévu accepter ou refuser les soumissions à l'égard de diverses quantités d'obligations à différents prix, et une proportion appréciable des titres fut vendue directement à des fiduciaires et exécuteurs, à des organismes de bienfaisance et à des particuliers. Après ce premier placement, le gouvernement continua de mettre aux enchères des obligations et utilisa le produit de ces ventes pour rembourser la dette extérieure (libellée en livres sterling principalement) que les provinces

2. Pour de plus amples renseignements, voir Banque du Canada (1980) et Branion (1995).

avaient contractée avant la Confédération. Toutefois, entre 1867 et 1900, le financement obtenu par le gouvernement canadien consistait encore, à 91 %, en emprunts en livres sterling et en dollars américains lancés sur les marchés de Londres et de New York. Au cours de cette période, une quantité limitée de bons du Trésor, payables en livres sterling, furent émis et vendus à des banques non canadiennes sur le marché londonien et sur le continent européen.

De la Première Guerre mondiale à 1953

Après le déclenchement de la Première Guerre mondiale, le gouvernement canadien dut se tourner de plus en plus vers le marché intérieur pour satisfaire ses besoins de financement. À mesure que se raréfiaient les capitaux sur les marchés étrangers traditionnels qu'étaient le Royaume-Uni et les États-Unis, ces pays ayant leurs propres besoins de financement de temps de guerre, le gouvernement commença à placer ses obligations presque exclusivement au Canada. Le marché intérieur étant sous-développé, cette nouvelle pratique l'obligea à modifier sa méthode d'émission. Le système d'offre aux enchères fut remplacé par un syndicat financier de distributeurs initiaux (banques et courtiers en valeurs mobilières)³, qui s'engageaient à acheter des obligations auprès du gouvernement dans le but de les revendre au grand public contre le versement d'une commission.

Durant le conflit, de grandes quantités de bons du Trésor (en dollars canadiens) furent vendus directement aux banques à charte pour procurer du financement au gouvernement entre les émissions d'emprunts obligataires de guerre. Vu l'absence d'un marché secondaire, les banques conservaient les bons du Trésor jusqu'à leur échéance et ne les considéraient pas comme des placements très liquides. Elles continuèrent d'avoir largement recours aux prêts à vue sur le marché new-yorkais pour satisfaire leurs besoins de financement inattendus (voir Banque du Canada, 1972). La vente de bons du Trésor fut abandonnée au milieu des années 1920, et la première adjudication de bons du Trésor eut lieu en 1934⁴. Ce n'est toutefois qu'en 1937 que commença la tenue d'adjudications à intervalles fixes de deux semaines.

Au cours de la Seconde Guerre mondiale, le gouvernement se procura du financement sensiblement de la même manière que pendant le conflit précédent, sauf

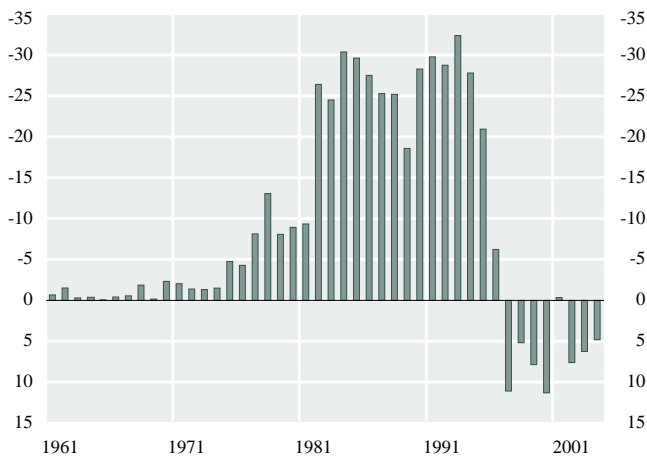
3. Ce système de placement a été utilisé jusqu'au début des années 1990.

4. Peu après son ouverture en mars 1935, la Banque du Canada a été appelée, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, à donner des conseils relativement à l'émission des bons du Dominion et des bons du Trésor, et à s'occuper des aspects techniques des nouvelles émissions.

Graphique 1

Besoins de financement du gouvernement fédéral

Milliards de dollars



que cette fois il ciblait plus directement les investisseurs particuliers, dont l'épargne bondit durant cette période⁵. Même si le gouvernement vit ses besoins de financement diminuer considérablement après la fin des hostilités, son recours intense au marché intérieur pour satisfaire l'effort de guerre avait favorisé l'émergence d'un marché secondaire bien développé pour les obligations. Cependant, il n'existait toujours pas un tel marché pour les bons du Trésor.

De 1953 à 1998

Le développement du marché monétaire entraîna un élargissement de la base d'investisseurs dans les titres d'État à court terme, ce qui, par ricochet, aida les autorités à contenir le coût du financement public.

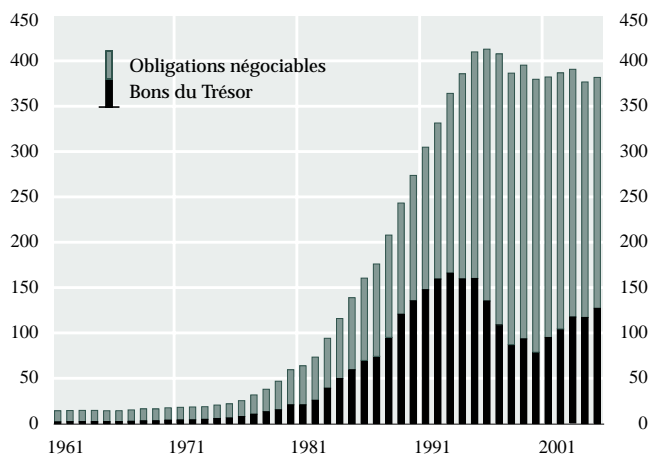
La mise au point du cadre de distribution connut un tournant décisif en 1953, année où fut adoptée la désignation officielle d'agent agréé relativement à la distribution des bons du Trésor. Cette initiative avait

5. Le gouvernement a lancé deux emprunts de guerre en 1940 et neuf émissions d'obligations de la Victoire entre 1941 et 1945, offrant au total 13 milliards de dollars de titres aux investisseurs particuliers. Un réseau coopératif de vente de ces titres a été établi sous l'autorité du Comité national des finances de guerre. Des comités nationaux, provinciaux et locaux plaçaient les titres auprès des investisseurs particuliers, qui pouvaient également les acheter par retenues salariales (Banque du Canada, 1980; Watts, 1993, p. 49).

Graphique 2

Encours de la dette canadienne négociable

Milliards de dollars



principalement pour objet la formation d'un marché monétaire intérieur qui aiderait la Banque du Canada dans la conduite de sa politique monétaire. Le gouverneur de la Banque estimait également que la création d'un marché secondaire des bons du Trésor s'imposait pour encourager l'élaboration d'autres instruments du marché monétaire et pour accroître l'efficacité des marchés de capitaux (voir Fullerton, 1986). Dans le cadre de sa stratégie visant à étendre la distribution des bons du Trésor à l'extérieur des banques, la Banque invita les courtiers en valeurs mobilières intéressés à assumer des responsabilités d'agent agréé (pour la tenue du marché ou la gestion de leurs portefeuilles) en échange d'un accès privilégié à la Banque pour le financement de leurs stocks de titres à court terme (moins de trois ans) du gouvernement canadien⁶. Un an plus tard, la Banque incitait les banques à charte à commencer à octroyer des prêts au jour le jour aux agents agréés. Jumelées à d'autres initiatives mises en place durant les années 1950 et 1960, ces mesures procurèrent au gouvernement divers avantages allant au-delà de l'efficacité accrue de la politique monétaire⁷. Notamment, le développement du marché monétaire entraîna un élargissement de la

6. Même si les courtiers devaient satisfaire à une série d'exigences pour obtenir le statut d'agent agréé, le respect de ces dernières ne suffisait pas à leur garantir l'obtention de ce statut. La Banque considérait ces exigences comme des lignes directrices et accordait le statut d'agent agréé aux courtiers en reconnaissance de leur présence sur le marché des titres du gouvernement canadien.

7. Il n'entre pas dans le cadre du présent article de fournir des détails sur les mesures mises en œuvre pour soutenir le développement du marché secondaire des bons du Trésor. Pour de plus amples renseignements, voir Lundrigan et Toll (1997) et Howard (1998).

base d'investisseurs dans les titres d'État à court terme, ce qui, par ricochet, aida les autorités à contenir le coût du financement public.

Durant les années 1970 et 1980, dans la foulée de l'augmentation progressive de la dette publique, le marché secondaire des obligations progressa à un point tel que le gouvernement et la Banque décidèrent de ressusciter les adjudications d'obligations intérieures négociables.

Durant les années 1970 et 1980, le gouvernement multiplia ses émissions d'obligations et de bons du Trésor afin de satisfaire des besoins de trésorerie croissants (Graphique 1). Dans la foulée de l'augmentation progressive de la dette publique (Graphique 2), le marché secondaire des obligations progressa à un point tel que le gouvernement et la Banque décidèrent de ressusciter les adjudications d'obligations intérieures négociables⁸. Ce changement débuta en 1983 avec le lancement d'une émission d'obligations à deux ans, suivie graduellement d'émissions assorties d'autres échéances. Le dernier placement consorsial d'obligations à coupons classiques, qui portait sur des obligations à 30 ans a eu lieu en décembre 1991⁹. La décision du gouvernement de vendre ses titres libellés en monnaie nationale par voie d'adjudication était également conforme à l'évolution des pratiques observée dans d'autres grands États souverains¹⁰.

À l'époque, le montant total des soumissions concurrentielles et non concurrentielles présentées par un

8. Attirés par les occasions d'affaires associées à l'accroissement de la dette publique, les banques et les courtiers étrangers firent leur entrée sur le marché des titres à revenu fixe canadiens comme distributeurs initiaux.

9. Dans le cas des obligations à rendement réel, on a fait appel à un syndicat financier jusqu'à la tenue de la première adjudication à prix uniforme (à la hollandaise) en avril 1995. Il s'agit là d'une adjudication prévoyant la vente des obligations au plus bas prix accepté (ou au taux de rendement le plus élevé), soit au prix garantissant le placement de la totalité de l'émission.

10. La plupart des pays industrialisés s'appuient sur un cadre de distribution pour la vente des titres d'État. Par rapport au modèle canadien, les cadres en vigueur dans les autres pays développés tendent à imposer moins d'obligations aux courtiers en ce qui a trait à leur participation aux adjudications, mais davantage en ce qui concerne leur rôle sur le marché secondaire (comme la tenue du marché et l'exécution de volumes minimaux de transactions au cours d'une période donnée).

distributeur initial pour son propre compte et pour celui de clients était assujéti à un plafond¹¹. De même, on attendait tant des distributeurs initiaux que des agents agréés qu'ils maintiennent une présence continue sur le marché secondaire et qu'ils participent régulièrement aux adjudications en présentant des soumissions reflétant la juste valeur marchande des titres. Lors de chaque mise aux enchères, les agents agréés devaient présenter des soumissions à des prix raisonnables pour un montant concordant avec leur part respective du marché secondaire, mais sans obligation spécifique d'emporter un volume particulier de titres. Les limites de soumission des négociants incluaient les opérations des clients, et les participants aux adjudications n'étaient pas tenus de déclarer leur position nette.

De 1998 à 2005

En 1998, le gouvernement canadien apporte plusieurs changements importants au cadre de distribution de ses titres afin d'en renforcer l'intégrité¹². Les changements sont motivés par : i) la baisse prévue de la taille des adjudications attribuable à la diminution des besoins de financement de l'État (Graphique 1); ii) les activités de consolidation parmi les grandes banques et les maisons de courtage en valeurs mobilières, qui se traduisent par une concentration accrue de la participation aux adjudications de titres (Graphiques 3 et 4)¹³; et iii) l'influence croissante de chacun des acteurs du marché (investisseurs et courtiers). On estimait que ces facteurs conjugués pouvaient donner lieu, sur le marché des titres d'État, à une concentration indue (ou « accaparement ») susceptible de rendre les investisseurs et les courtiers moins enclins à acquérir et à négocier ces titres, ce qui aurait pour effet d'en réduire la liquidité et d'augmenter, en définitive, les

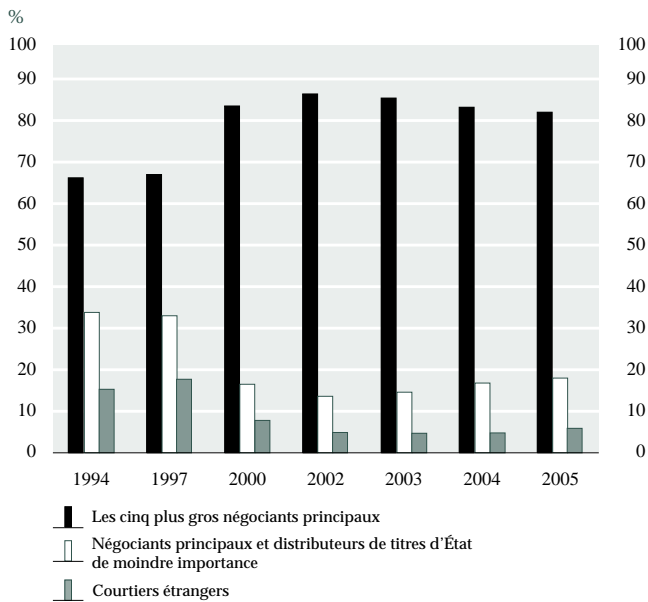
11. Les courtiers et leurs clients étaient autorisés à présenter à chaque adjudication des soumissions non concurrentielles, en plus de toute soumission concurrentielle. Les soumissions non concurrentielles étaient acceptées au taux de rendement moyen des soumissions concurrentielles adjudiquées à l'égard de chaque tranche de bons du Trésor et d'obligations à rendement nominal. Dans le cas des obligations à rendement réel, les soumissions non concurrentielles étaient acceptées au taux de rendement réel le plus élevé des soumissions adjudiquées. Ces règles sont toujours en vigueur. La formule des soumissions non concurrentielles a été adoptée pour favoriser une participation accrue aux adjudications, particulièrement des plus petits investisseurs. Pour plus de détails, voir Banque du Canada (1993 et 1996a).

12. Le gouvernement publie son premier document de travail portant sur les changements proposés en décembre 1996. Un deuxième document est rendu public en avril 1998, et un dernier document énonçant les nouvelles règles paraît en août 1998 (Banque du Canada, 1996b, 1998a et 1998b).

13. La concentration est demeurée élevée après 1998, et elle a joué un rôle dans le réexamen effectué en 2005 (voir la prochaine section).

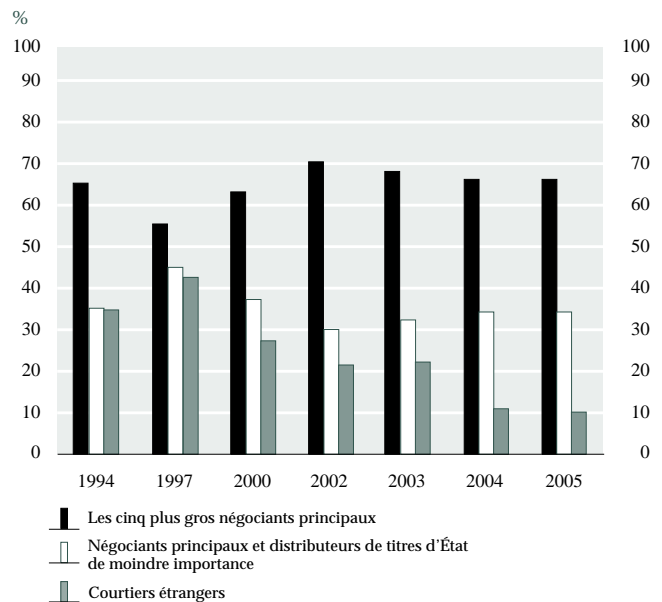
Graphique 3

Part des différentes catégories de courtiers sur le marché secondaire des bons du Trésor



Graphique 4

Part des différentes catégories de courtiers sur le marché secondaire des obligations



coûts d'emprunt du gouvernement¹⁴. Le marché des bons du Trésor américains avait fait l'objet de tels accaparements au début des années 1990.

Pour contrer pareille situation, le gouvernement décide de prendre des mesures destinées à préserver l'intégrité du processus d'adjudication. Parmi les plus importantes, citons l'établissement de limites de soumission distinctes pour les courtiers et leurs clients. Afin d'atténuer le risque qu'un participant accumule un montant excessif de titres, les soumissionnaires sont dorénavant tenus de déclarer leurs positions nettes à l'égard des titres mis aux enchères¹⁵. Parallèlement, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) adopte son Principe directeur n° 5 — *Code de conduite à l'intention des*

firmes membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt. En outre, les distributeurs initiaux et les agents agréés sont remplacés par des distributeurs de titres d'État et un sous-groupe de ces derniers appelés négociants principaux. À l'instar des agents agréés, les négociants principaux doivent maintenir un certain volume d'activité sur le marché des titres du gouvernement du Canada, et les nouvelles règles en matière de participation les obligent à présenter des soumissions d'un montant minimal à des prix raisonnables à chaque adjudication, conformément aux modalités de participation. Cette disposition atténue le risque que se tienne une adjudication au cours de laquelle le montant mis aux enchères ne serait pas adjugé dans sa totalité. Les autres distributeurs de titres d'État n'ont pas à participer à chaque adjudication de titres d'État et à jouer ainsi le rôle de teneur de marché. Pour contrebalancer leurs responsabilités accrues, les négociants principaux se sont vu offrir, pour leur compte et pour celui de leurs clients, des limites de soumission supérieures à celles accordées aux autres distributeurs de titres¹⁶. Signalons enfin une autre modification, destinée à soutenir la liquidité du marché secondaire des titres d'État : les limites

14. « Il y a accaparement lorsqu'un participant à une adjudication, ou un groupe de participants, prend le contrôle d'un titre et en restreint l'offre sur le marché au comptant ou le marché des pensions » (Banque du Canada, 1998a). Dans un marché où la concentration excessive perdure, les courtiers hésitent à afficher les prix offerts, ce qui nuit au processus de découverte de prix et mine du même coup l'intégrité du processus d'adjudication et la liquidité du marché secondaire.

15. Par exemple, un courtier ou un client pourrait avoir acquis en quantité importante un titre faisant l'objet d'une réémission, ce qui peut être fait de plusieurs façons. Les dispositions de l'article 6.2 des *Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications* prévoient les règles relatives à la déclaration des positions nettes. On trouve les mêmes règles à l'article 4.2 des *Modalités de participation des clients aux adjudications*. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/marches/marches_adjud-f.html.

16. Les négociants principaux bénéficient d'autres avantages non octroyés aux distributeurs de titres d'État, tels que celui d'être des contreparties privilégiées de la Banque du Canada dans le cadre d'opérations liées à la conduite de la politique monétaire.

de soumission des distributeurs de titres d'État sont maintenant établies en fonction à la fois de résultats obtenus par ces derniers aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire. Ces modifications ont aussi pour objet de créer, entre les divers intérêts, l'équilibre nécessaire à l'efficacité du cadre de distribution des titres de dette.

2005 : Dernière revue du modèle actuel de distribution des titres de dette

Facteurs à l'origine de la revue

En octobre 2004, dans le but de susciter des débats sur les modifications possibles du cadre de distribution des titres de dette, le gouvernement publie un document de travail dans le site Web de la Banque du Canada¹⁷. Cette initiative est motivée par la persistance de plusieurs des facteurs ayant donné lieu au précédent réexamen, en 1998. Globalement, il ressort de l'analyse effectuée que le cadre de distribution atteint ses objectifs, qui sont de procurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût et d'assurer le bon fonctionnement continu du marché¹⁸.

Il ressort de l'analyse effectuée que le cadre de distribution atteint ses objectifs, qui sont de procurer au gouvernement une source stable de financement à faible coût et d'assurer le bon fonctionnement continu du marché.

Se fondant sur certaines tendances toujours présentes, le gouvernement estime néanmoins que des modifications mineures s'imposent. D'abord, les parts adjudgées aux clients lors des adjudications d'obligations sont en

17. Pour une version complète du document, voir Banque du Canada (2004). On consultera également Banque du Canada (2005a, 2005b et 2005c).

18. Les modifications apportées au cadre de distribution des titres de dette ont été complétées par des initiatives visant à maintenir le bon fonctionnement du marché, dont l'accent mis sur les émissions régulières d'obligations et de bons du Trésor assortis d'échéances clés, la constitution d'émissions de référence d'une taille cible établie en consultation avec les opérateurs du marché et l'instauration d'un programme de rachat d'obligations destiné à soutenir les émissions de nouvelles obligations de référence. Pour de plus amples renseignements sur ces initiatives, consulter les divers documents annuels sur la stratégie de gestion de la dette publiés dans le site du ministère des Finances, à l'adresse www.fin.gc.ca/purl/dms-f.html.

Tableau 1

Répartition des parts des participants sur le marché primaire des titres de dette (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Obligations, à l'exclusion des obligations à rendement réel							
Négociants principaux	88,7	89,7	85,2	90,5	91,9	96,8	94,5
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	2,6	2,3	6,9	3,2	1,7	1,5	3,9
Clients	8,7	8,1	7,9	6,3	6,3	1,8	1,6
Courtiers étrangers*	31,4	28,6	19,0	17,9	15,9	18,6	14,0
Obligations à rendement réel							
Négociants principaux	48,3	45,7	39,4	50,7	33,9	51,3	49,1
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	4,9	2,0	4,4	1,3	0,6	0,9	0,8
Clients	46,9	52,3	56,2	47,9	65,5	47,8	50,2
Courtiers étrangers*	30,6	15,4	10,0	9,1	8,6	9,2	12,4
Bons du Trésor							
Négociants principaux	84,1	86,7	87,0	84,1	84,9	85,2	89,1
Distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux	3,3	1,3	1,6	1,7	1,8	1,8	2,3
Clients	12,6	12,0	11,4	14,2	13,3	13,0	8,6
Courtiers étrangers*	16,1	13,4	14,3	13,9	8,7	12,0	13,7

* Les deux autres catégories (négociants principaux et distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux) comprennent aussi des courtiers étrangers.

recul constant depuis 1999 (Tableau 1)¹⁹. Les gains des courtiers étrangers ont également reculé par rapport à ceux des grands négociants principaux canadiens, particulièrement après le retrait du marché canadien des titres à revenu fixe, en 2001, de trois négociants américains. Par ailleurs, la concentration accrue de la participation des grands courtiers au marché secondaire persistait (Graphiques 3 et 4). En 1997, 30 négociants faisaient la distribution des titres du gouvernement du Canada, comparativement à 19 aujourd'hui. Enfin, le gouvernement avait noté l'utilisation accrue des systèmes de négociation électronique pour l'achat de titres à revenu fixe. Si le volume de transactions effectuées par l'intermédiaire de tels systèmes augmente, il ne représente encore qu'un pourcentage infime du marché.

19. Les montants d'obligations à rendement réel adjudgés aux clients sont plus élevés, car il est difficile d'obtenir de telles obligations sur le marché secondaire. Celles-ci sont considérées comme des valeurs à conserver en portefeuille et ne sont pas négociées aussi activement que les autres titres du gouvernement canadien.

Les révisions

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication. Elles sont décrites ci-dessous et résumées au Tableau 2. Le lecteur peut également consulter les nouvelles modalités de participation aux adjudications imposées respectivement aux distributeurs de titres d'État et aux clients, de même que les règlements relatifs à ces adjudications, dans le site Web de la Banque du Canada²⁰.

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication.

1. Mesures visant à encourager une plus grande participation et à stimuler la concurrence aux adjudications

Les limites de soumission concurrentielle et non concurrentielle que les distributeurs de titres d'État et les négociants principaux peuvent présenter pour le compte de leurs clients ont été relevées pour permettre aux négociants d'accepter des ordres plus importants de la part de leurs clients et pour accroître l'accès de ces derniers aux adjudications. Le gouvernement a également consenti à ce que les systèmes de négociation parallèles admissibles²¹ puissent devenir des distributeurs de titres d'État, ces systèmes ayant la capacité de lui fournir un autre canal pour le placement de ses titres et d'encourager les petits investisseurs à prendre davantage part aux adjudications. Enfin, toujours afin de soutenir la

20. Voir notamment les rubriques « Règles et modalités » et « Règlements relatifs aux adjudications », à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/marches/marches_adjud-f.html.

21. Les systèmes de négociation électroniques sont des plateformes qui, comme leur nom l'indique, servent à la négociation des titres.

participation aux adjudications, le gouvernement a réduit les obligations minimales en matière de soumission imposées aux négociants principaux²².

2. Mesures visant à préserver l'intégrité du processus d'adjudication

Tous les distributeurs de titres qui ne sont pas des négociants principaux sont tenus de participer périodiquement aux adjudications. Cette obligation a été instituée pour favoriser la participation active aux adjudications d'un éventail d'opérateurs du marché intérieur des capitaux.

Le gouvernement canadien a cherché, dans la conception du cadre de distribution de ses titres, à préserver un juste équilibre entre divers intérêts. Pour favoriser la participation du plus grand nombre, il a décidé de permettre aux intermédiaires du marché (soit les distributeurs de titres d'État) et aux clients de prendre part aux adjudications. Les distributeurs de titres d'État jouissent d'un avantage aux adjudications du fait que les ordres des clients doivent passer par eux. Ils acquièrent ainsi, sur le pouls du marché, des renseignements qui peuvent les aider à formuler des offres plus éclairées. En confiant leurs soumissions (concurrentielles ou non) aux distributeurs, les clients obtiennent indirectement un accès assuré aux adjudications. De plus, ils peuvent faire appel à autant de distributeurs qu'ils le souhaitent pour la présentation de leurs offres. Les négociants principaux bénéficient de limites de soumission supérieures à celles des autres distributeurs de titres d'État, car celles-ci tiennent compte des résultats qu'ils obtiennent aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire²³. Afin de garantir le succès de chaque adjudication, les limites de soumission supérieures offertes aux négociants principaux s'accompagnent d'obligations en matière de soumissions minimales.

22. La méthode de calcul des limites de soumission des distributeurs de titres d'État a également été modifiée pour mieux rendre compte de la diversité des opérations sur titres d'État auxquelles ceux-ci participent. Pour plus de détails, voir l'article 9 des *Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications*, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/adjud/aucpa-fv2.pdf.

23. Les négociants principaux sont également les seules contreparties : i) pour les opérations d'open market de la Banque du Canada aux fins de la conduite de la politique monétaire; ii) pour les opérations de pension à plus d'un jour qui servent habituellement à contrebalancer l'augmentation de la demande de billets de banque; et iii) pour les prêts de titres inscrits au bilan de la Banque du Canada et destinés à soutenir temporairement la liquidité des titres du gouvernement canadien lorsque leur coût sur le marché des pensions est exceptionnellement élevé.

Les révisions

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication. Elles sont décrites ci-dessous et résumées au Tableau 2. Le lecteur peut également consulter les nouvelles modalités de participation aux adjudications imposées respectivement aux distributeurs de titres d'État et aux clients, de même que les règlements relatifs à ces adjudications, dans le site Web de la Banque du Canada²⁰.

Les révisions apportées au cadre de distribution des titres entrées en vigueur le 13 décembre 2005 s'articulent autour de deux thèmes : accès élargi aux adjudications et maintien de l'intégrité du processus d'adjudication.

1. Mesures visant à encourager une plus grande participation et à stimuler la concurrence aux adjudications

Les limites de soumission concurrentielle et non concurrentielle que les distributeurs de titres d'État et les négociants principaux peuvent présenter pour le compte de leurs clients ont été relevées pour permettre aux négociants d'accepter des ordres plus importants de la part de leurs clients et pour accroître l'accès de ces derniers aux adjudications. Le gouvernement a également consenti à ce que les systèmes de négociation parallèles admissibles²¹ puissent devenir des distributeurs de titres d'État, ces systèmes ayant la capacité de lui fournir un autre canal pour le placement de ses titres et d'encourager les petits investisseurs à prendre davantage part aux adjudications. Enfin, toujours afin de soutenir la

20. Voir notamment les rubriques « Règles et modalités » et « Règlements relatifs aux adjudications », à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/marches/marches_adjud-f.html.

21. Les systèmes de négociation électroniques sont des plateformes qui, comme leur nom l'indique, servent à la négociation des titres.

participation aux adjudications, le gouvernement a réduit les obligations minimales en matière de soumission imposées aux négociants principaux²².

2. Mesures visant à préserver l'intégrité du processus d'adjudication

Tous les distributeurs de titres qui ne sont pas des négociants principaux sont tenus de participer périodiquement aux adjudications. Cette obligation a été instituée pour favoriser la participation active aux adjudications d'un éventail d'opérateurs du marché intérieur des capitaux.

Le gouvernement canadien a cherché, dans la conception du cadre de distribution de ses titres, à préserver un juste équilibre entre divers intérêts. Pour favoriser la participation du plus grand nombre, il a décidé de permettre aux intermédiaires du marché (soit les distributeurs de titres d'État) et aux clients de prendre part aux adjudications. Les distributeurs de titres d'État jouissent d'un avantage aux adjudications du fait que les ordres des clients doivent passer par eux. Ils acquièrent ainsi, sur le pouls du marché, des renseignements qui peuvent les aider à formuler des offres plus éclairées. En confiant leurs soumissions (concurrentielles ou non) aux distributeurs, les clients obtiennent indirectement un accès assuré aux adjudications. De plus, ils peuvent faire appel à autant de distributeurs qu'ils le souhaitent pour la présentation de leurs offres. Les négociants principaux bénéficient de limites de soumission supérieures à celles des autres distributeurs de titres d'État, car celles-ci tiennent compte des résultats qu'ils obtiennent aux adjudications et de leur activité sur le marché secondaire²³. Afin de garantir le succès de chaque adjudication, les limites de soumission supérieures offertes aux négociants principaux s'accompagnent d'obligations en matière de soumissions minimales.

22. La méthode de calcul des limites de soumission des distributeurs de titres d'État a également été modifiée pour mieux rendre compte de la diversité des opérations sur titres d'État auxquelles ceux-ci participent. Pour plus de détails, voir l'article 9 des *Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications*, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/adjud/aucpa-fv2.pdf.

23. Les négociants principaux sont également les seules contreparties : i) pour les opérations d'open market de la Banque du Canada aux fins de la conduite de la politique monétaire; ii) pour les opérations de pension à plus d'un jour qui servent habituellement à contrebalancer l'augmentation de la demande de billets de banque; et iii) pour les prêts de titres inscrits au bilan de la Banque du Canada et destinés à soutenir temporairement la liquidité des titres du gouvernement canadien lorsque leur coût sur le marché des pensions est exceptionnellement élevé.

Tableau 2

Modifications apportées au modèle de distribution des titres de dette[†]

	Limites de soumission concurrentielle		Limites de soumission non concurrentielle		Plafond de la fourchette des offres dont les prix sont jugés raisonnables		Obligations minimales de participation	
	1998	2005	1998	2005	1998	2005	1998	2005
Négociants principaux								
Pour leur compte	Bons du Trésor : 25 % Obligations : de 10 % à 25 %	Aucune modification	3 millions de dollars	Aucune modification	Taux limite + 5 points de base**	Taux limite + 10 points de base	50 % de la limite de soumission à chaque adjudication	Aucune modification
Pour le compte de leurs clients	Limite de soumission du négociant principal	Limite de 25 % du montant à adjuger	3 millions de dollars	• 10 millions de dollars • 3 millions de dollars pour les ORR*	Aucun	Aucune modification	Aucune	Aucune modification
Au total	Limite de 40 % du montant à adjuger	Aucune modification	6 millions de dollars	• 13 millions de dollars • 6 millions de dollars pour les ORR	Aucun	Aucune modification	50 % de la limite de soumission à chaque adjudication	Aucune modification
Distributeurs de titres d'État								
Pour leur compte	Bons du Trésor : 10 % Obligations : de 1 à 9 %	Aucune modification	3 millions de dollars	Aucune modification	Aucun	Aucune modification	Aucune	Acceptation d'une soumission (concurrentielle ou non) tous les six mois pour son propre compte ou pour celui de clients
Pour le compte de leurs clients	Limite de 5 % ou limite de soumission du distributeur de titres d'État, selon le plus élevé des deux montants	Limite de 10 % du montant à adjuger	3 millions de dollars	• 10 millions de dollars • 3 millions de dollars pour les ORR	Aucun	Aucune modification	Aucune	Aucune
Clients	25 %	Aucune modification	3 millions de dollars	5 millions de dollars	Aucun	Aucune modification	Aucune	Aucune modification

[†] Les modifications apportées au cadre de distribution des titres de dette figurent en caractères gras.

* ORR : obligations à rendement réel

** Depuis le 1^{er} juin 2004, le plafond qui est appliqué à titre d'essai lors des adjudications d'obligations à rendement réel en forte demande est le suivant : taux de rendement sur le marché secondaire majoré de cinq points de base.

Conclusion

Le cadre de distribution des titres de dette évolue de pair avec les conditions du marché et les besoins de financement du gouvernement. La tendance vers une concentration accrue, aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire, de même que les innovations financières continueront de poser un défi

sur le plan du maintien de l'efficacité de ce cadre. Un cadre de distribution solide et efficace est essentiel pour permettre au gouvernement d'atteindre les objectifs qu'il poursuit dans sa stratégie de gestion de la dette, à savoir une source stable de financement à faible coût et le bon fonctionnement continu du marché de ses titres.

Ouvrages et articles cités

- Arnone, M., et G. Iden (2003). « Primary Dealers in Government Securities: Policy Issues and Selected Countries' Experience », document de travail n° 45, Fonds monétaire international.
- Arnone, M., et P. Ugolini (2005). *Primary Dealers in Government Securities*, Washington, Fonds monétaire international.
- Banque du Canada (1972). « Les bons du Trésor du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (mai), p. 3-13.
- (1980). « Les obligations négociables du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-14.
- (1993). « Dispositions administratives relatives à l'adjudication des titres du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 71-76.
- (1996a). « Modifications apportées aux dispositions administratives relatives à l'adjudication des titres du gouvernement canadien », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 55-60.
- (1996b). « Projet de modification des règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada », document de travail n° 1 (19 décembre).
- (1998a). « Projet de modification des règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada », document de travail n° 2 (8 avril).
- (1998b). « Nouvelles règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada », rapport final (11 août).
- (2004). « Publication de deux documents de consultation sur la stratégie de gestion de la dette pour 2005-2006 et sur le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien » (octobre). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2004/not181004-f.html.
- Banque du Canada (2005a). « Consultations sur la stratégie de gestion de la dette pour 2005-2006 et réexamen du cadre de distribution des titres de dette — Résumé des commentaires » (mars). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2005/not210305-f.html.
- (2005b). « Réexamen du cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien » (août). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2005/not080805-f.html.
- (2005c). « Modification des modalités de participation et des règlements relatifs aux adjudications de titres du gouvernement du Canada » (octobre). Document accessible dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2005/not271005-f.html.
- Branion, A. (1995). « Le marché des obligations du gouvernement canadien depuis 1980 », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-21.
- Fullerton, D. (1986). *Graham Towers and His Times*, Toronto, McClelland and Stewart.
- Howard, D. (1998). « La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 57-66.
- Lundrigan E., et S. Toll (1997). « Le marché du financement à un jour au Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver 1997-1998), p. 27-42.
- Watts, G. (1993). *La Banque du Canada : origines et premières années*, sous la direction de T. Rymes, Ottawa, Carleton University Press.