

Résumé de la consultation visant l'examen du cadre de distribution des titres de dette mené à l'automne 2024

Le gouvernement du Canada et la Banque du Canada (la Banque) s'efforcent d'examiner régulièrement le cadre de distribution des titres de dette du gouvernement canadien sur le marché intérieur (le Cadre) pour s'assurer qu'il continue d'être adapté aux objectifs de gestion de la dette du Canada sur des marchés financiers en constante évolution. L'examen précédent avait été effectué en 2018.

Les résultats préliminaires du processus actuel d'examen du Cadre ont donné lieu à une série de [recommandations](#). Ces recommandations ont servi de base aux consultations menées en septembre et octobre 2024, en ligne et en personne, auprès des distributeurs de titres d'État et des clients qui participent aux adjudications de titres du gouvernement du Canada. Les opinions exprimées ci-après reflètent celles des participants au marché et seront prises en considération lors de la formulation de recommandations finales relativement aux modifications du cadre de distribution des titres de dette du Canada.

Commentaires généraux

Tous les répondants conviennent que le Cadre, dans sa conception actuelle, est efficace et remplit le double objectif de gestion de la dette du Canada, soit assurer un financement stable à faible coût et appuyer le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. Le Cadre vise l'atteinte de ces objectifs sur la base de quatre principes :

1. Faciliter l'accès continu aux marchés de financement
2. Appuyer le bon fonctionnement du marché des titres d'État
3. Favoriser la compétitivité du marché primaire des titres d'État
4. Atténuer les risques d'exécution et de règlement, ainsi que les risques opérationnels

Parmi les tendances structurelles soulevées par les répondants qui ont une incidence sur le Cadre, mentionnons le rôle accru des clients lors des adjudications de titres du gouvernement du Canada, la baisse du nombre de négociants principaux, la capacité des négociants principaux à prendre des risques et à les gérer dans un contexte d'augmentation des émissions de titres d'emprunt, et l'utilisation accrue des contrats à terme de taux d'intérêt plutôt que des opérations sur titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire.

De l'avis général, le cadre actuel fonctionne efficacement, et tout changement proposé devrait être mûrement réfléchi et considéré par les autorités comme étant permanent.

Réforme des distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux

Les clients se disent généralement préoccupés par les répercussions futures de la baisse constante du nombre de négociants principaux au Canada. Les participants soulignent qu'il est particulièrement difficile pour les nouveaux négociants d'entrer sur le marché canadien, du fait de sa forte concentration de talents, d'expertises et de capacités. Les propositions visant à encourager de nouveaux distributeurs de titres d'État à poser leur candidature ont donc généralement été accueillies favorablement. Un plus grand éventail de distributeurs devrait permettre d'offrir une variété accrue de services aux clients

existants et d'élargir la base d'investisseurs dans les titres du gouvernement du Canada en attirant les clients internationaux de ces nouveaux distributeurs.

Plusieurs participants font remarquer que, même si certaines grandes institutions financières internationales peuvent avoir des pupitres très actifs dans le secteur des swaps du gouvernement du Canada, il faudrait tout de même investir pour développer des pupitres de négociation au comptant de titres du gouvernement du Canada et une présence sur d'autres marchés canadiens de titres d'emprunt, deux marchés qui sont nécessaires pour réussir en tant que courtier en valeurs mobilières au Canada. Les répondants conviennent que si l'adhésion à l'Organisme canadien de réglementation des investissements n'est pas requise pour les distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux de l'extérieur du pays, ces entités devraient être fermement tenues de respecter des normes équivalentes établies par des organismes de réglementation étrangers. Il ne devrait donc pas y avoir de baisse du niveau de surveillance pour ces distributeurs qui pourraient faire leur entrée sur le marché canadien.

Les réactions des négociants principaux à la réforme proposée sont contrastées : certains remettent en question ses avantages, d'autres sont plus hésitants et neutres, et d'autres encore décrivent les changements suggérés comme étant sains. Les négociants inquiets soulèvent le risque que les distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux étrangers aient un effet perturbateur en se retirant du marché peu de temps après être devenus distributeurs. Tout nouveau distributeur devrait être favorable au maintien, voire à l'amélioration, du bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. Des négociants se demandent également ce qu'il y aurait à gagner pour le Canada si une ou deux grandes entreprises internationales devenaient des distributeurs de titres d'État autres que des négociants principaux. De plus, des négociants font remarquer que les entreprises susceptibles de devenir des distributeurs de titres d'État sont des clients existants qui deviendraient des concurrents (bien que certains indiquent qu'il pourrait aussi y avoir de nouvelles possibilités de collaboration).

Plusieurs répondants suggèrent d'autres changements potentiels à la catégorie des distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux. Ils se demandent notamment si ces distributeurs devraient se voir imposer une durée ou un montant minimal pour leurs soumissions (en plus de l'obligation actuelle concernant la fréquence des soumissions). L'idée de demander aux nouveaux distributeurs de s'engager officiellement à occuper ce rôle pendant un nombre minimum d'années a aussi été soulevée, ainsi que la possibilité de diviser les distributeurs de titres d'État autres que les négociants principaux en deux catégories, canadiens et étrangers, qui auraient des exigences et des avantages légèrement différents. En ce qui concerne les avantages, il a été suggéré de donner aux distributeurs l'accès à un plus grand nombre de mécanismes de la Banque, y compris les opérations de pension à un jour, afin de moins désavantager les petits négociants sur le marché canadien des pensions.

Enfin, plusieurs répondants font remarquer qu'une méthode courante pour attirer plus de négociants est l'introduction d'un recours plus régulier aux syndications pour l'émission de titres à rendement nominal du gouvernement du Canada.

Modifications aux règles d'adjudication de titres du gouvernement du Canada

La plupart des négociants estiment que le système actuel – qui se base sur la valeur calculée pour déterminer les exigences minimales et les limites de soumission lors des adjudications d'obligations – est

peu compris et ne motive pas leurs décisions. Par conséquent, les répondants se disent peu préoccupés par l'idée que tous les négociants principaux soient soumis aux mêmes règles d'adjudication, soit des limites de soumission uniformes et des obligations de soumission minimale.

Certains négociants font remarquer que l'adoption de règles de soumission uniformes éliminerait l'incitation des entreprises à dépasser les obligations minimales qui leur incombent, ce qui pourrait réduire la concurrence. Un autre risque pourrait être que les négociants ayant une capacité de bilan ou des ordres de clients moindres pourraient parfois avoir du mal à respecter des exigences de soumission minimale plus élevées.

Modifications des limites de soumission

Les négociants disent que la limite de soumission concurrentielle actuelle de 25 % demeure appropriée pour leurs besoins la grande majorité du temps, tandis qu'un petit nombre d'entre eux indiquent qu'ils ne refuseraient pas des limites plus élevées si on leur offrait. De même, les clients sont presque unanimement d'avis que la limite de 25 % suffit. La plupart des grands négociants préconisent toutefois une augmentation de la limite globale de soumission de 40 % qui s'applique au montant combiné des soumissions du négociant principal et de celles de ses clients. En effet, les négociants atteignent parfois cette limite combinée et doivent refuser les ordres de clients, ce qui peut nuire à leur relation avec ceux-ci. Mais aussi, l'imposition d'une limite globale plus élevée permettrait d'apaiser les préoccupations opérationnelles liées à une évolution des modalités des adjudications de titres du gouvernement du Canada. Ainsi, les soumissions d'un négociant et celles de ses clients seraient saisies par des membres différents de son personnel sans qu'aucun échange d'information ne soit possible.

En ce qui concerne les limites de soumission non concurrentielle, les participants au marché sont en grande partie d'avis qu'elles ont un rôle à jouer et devraient être maintenues, mais devraient être augmentées par rapport à la limite actuelle de 3 à 5 millions de dollars. Néanmoins, ces soumissions ne devraient pas constituer une partie importante des adjudications. Les opinions sont partagées quant au niveau que ces limites plus élevées devraient atteindre et à la question de savoir si elles devraient rester des limites en dollars ou représenter un pourcentage des adjudications. La plupart des répondants indiquent toutefois que ces limites devraient être échelonnées en fonction de la durée (p. ex., des limites moins élevées pour les ISIN ayant des échéances plus éloignées).

Réouverture tactique d'émissions antérieures de titres du gouvernement du Canada

La plupart des participants au marché sont en faveur de la proposition de rouvrir les émissions antérieures de titres du gouvernement du Canada qui semblent être constamment négociées au rabais ou « accaparées ». Les répondants soulignent qu'un tel mécanisme pourrait aider à résoudre les problèmes liés aux titres du gouvernement du Canada qui sont actuellement détenus en grande partie par la Banque, et que des opérations de ce type pourraient aussi réduire le risque que des problèmes de liquidité se manifestent à l'avenir. Plusieurs répondants ont suggéré des critères que la Banque et le gouvernement pourraient prendre en compte lors de la conception d'un tel mécanisme (p. ex., le nombre de défauts, depuis combien de temps un ISIN pose problème ou la mesure dans laquelle le titre se négocie sur le marché des pensions en dessous du taux général des pensions). Nombreux sont ceux qui soulignent que les critères applicables à de telles opérations devraient être clairs afin de dissuader

les participants au marché de faire pression en faveur de réouvertures tactiques, et que la mise en place de ce mécanisme et les communications l'entourant devraient être gérées avec soin pour limiter la volatilité. La Banque et le gouvernement du Canada devraient également être conscients de l'ampleur des titres d'État qui sont problématiques et maintenir des critères élevés pour toute réouverture.

Certaines entreprises s'opposent à cette proposition. Les objections portent notamment sur le fait que le gouvernement du Canada et la Banque ne devraient intervenir qu'en cas de crise et laisser autrement le marché fonctionner par lui-même. Les répondants indiquent aussi que, pour remédier aux titres du gouvernement du Canada négociés au rabais, la Banque pourrait rendre disponibles une plus grande partie de ses avoirs en obligations par l'intermédiaire de ses mécanismes de cession en pension ou de prêt de titres. Certains se demandent dans quelle mesure de petites réouvertures d'émissions permettraient de redresser notablement les titres problématiques.

Autres commentaires

Les répondants qui représentent une institution sont d'accord avec l'idée de ne plus autoriser les particuliers à demander un numéro matricule de soumissionnaire pour participer aux adjudications de titres du gouvernement du Canada. Certains participants et particuliers font d'ailleurs remarquer que la possibilité pour les investisseurs particuliers d'accéder aux titres du gouvernement du Canada (autrement que par l'intermédiaire d'un fonds négocié en bourse ou d'un fonds commun de placement) est à la fois coûteuse et inefficace. Certains suggèrent que le Canada envisage la possibilité d'un système semblable au TreasuryDirect des États-Unis pour permettre aux investisseurs particuliers d'acheter des titres du gouvernement aux prix offerts lors des adjudications.

Plusieurs répondants proposent que le Canada songe à procéder à des adjudications à prix uniforme, en indiquant qu'elles peuvent favoriser la participation d'investisseurs étrangers ayant moins d'expérience sur le marché canadien. Compte tenu de la taille plus petite des émissions du gouvernement du Canada, comparativement à celles de certains pays du G7, d'autres ont déconseillé cette mesure afin de protéger le Canada contre des flux très importants.