

# Les initiatives entreprises sur le marché canadien des titres du gouvernement du Canada

Nancy Harvey, département des Marchés financiers

- *En raison des excédents financiers des dernières années, l'encours de la dette en dollars canadiens contractée sur les marchés par le gouvernement a diminué en valeur absolue durant l'exercice financier 1997-1998, ce, pour la première fois depuis 1969-1970.*
- *Tenant compte de l'amélioration considérable de la situation financière du gouvernement et de l'objectif stratégique du gouvernement canadien au sujet du marché de ses titres, la Banque du Canada et le ministère des Finances ont adopté un certain nombre de mesures visant à assurer la liquidité et le bon fonctionnement de ce marché.*
- *Au nombre de ces mesures, il convient de citer les modifications apportées aux règles régissant les adjudications, au programme d'obligations du gouvernement et au programme de bons du Trésor. De plus, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières a adopté un code de conduite sur le marché secondaire.*

**D**ans le contexte de la diminution des besoins financiers du gouvernement canadien, la Banque du Canada, le ministère des Finances et les participants aux marchés financiers ont commencé à étudier et à mettre en œuvre divers moyens de gérer la réduction de la dette publique, tout en continuant à promouvoir l'efficacité, la liquidité et l'intégrité du marché des titres du gouvernement du Canada. Pour le gouvernement, le maintien d'un marché liquide et qui fonctionne bien est un élément primordial d'un financement stable et à faible coût. Aussi met-il l'accent sur la liquidité, la transparence et l'intégrité du marché. De leur côté, les autres participants au marché intérieur des titres du gouvernement ont tout à gagner d'un marché efficace et liquide, puisque ces titres sont utilisés comme référence dans l'évaluation des titres à revenu fixe.

Le présent article explique brièvement les changements survenus sur le marché de titres négociables du gouvernement du Canada par suite de l'évolution de la situation financière de l'État, ainsi que les initiatives entreprises par les diverses parties intéressées afin de gérer ces changements et d'accroître l'efficacité et la liquidité du marché.

## **La situation financière et le marché des titres du gouvernement du Canada**

Le gouvernement a enregistré un excédent financier au cours de chacun des trois derniers exercices (l'encadré de la page 32 établit la relation entre solde financier et solde budgétaire). Le solde financier est passé d'un déficit de 33,8 milliards de

## Relation entre le solde budgétaire et le solde financier

Le solde budgétaire et le solde financier constituent des mesures de la situation financière de l'État durant un exercice financier donné (excédent ou déficit).

Le premier, calculé en grande partie d'après les principes de comptabilité d'exercice, tient compte des variations des créances et engagements de l'État, peu importe le moment auquel elles donnent lieu à des entrées ou des sorties de fonds. Quant au second, il est calculé d'après les principes de comptabilité de caisse et donné par la différence entre les rentrées et les sorties de fonds occasionnées par les programmes du gouvernement et les dépenses liées à la dette publique. Ainsi, un solde financier déficitaire représente un besoin de fonds et est financé par des emprunts sur le marché, alors qu'un solde financier excédentaire représente un surplus de fonds et peut permettre de réduire l'encours des emprunts.

Pour passer du solde budgétaire au solde financier, il faut effectuer un certain nombre d'ajustements. L'ajustement le plus important à effectuer pour obtenir le solde financier consiste à ajouter ou à retrancher, selon le cas, des opérations portant sur les régimes de retraite du secteur public. En outre, il faut ajouter au solde budgétaire la variation nette des prêts, placements et avances du gouvernement et effectuer certains rajustements pour convertir en comptabilité de caisse les chiffres qui avaient été calculés en comptabilité d'exercice dans la détermination du solde budgétaire. Le tableau de l'encadré illustre les calculs effectués pour établir les soldes budgétaire et financier de l'exercice 1998-1999.

### Soldes budgétaire et financier de l'exercice 1998-1999

En milliards de dollars canadiens

| Opérations budgétaires                                   |             |
|--|-------------|
| Recettes   | 155,4       |
| Dépenses de programmes                                   | -105,0      |
| <b>Solde de fonctionnement</b>                           | <b>50,4</b> |
| Frais de la dette publique                               | -41,4       |
| <b>Solde budgétaire</b>                                  | <b>9,0</b>  |
| Opérations non budgétaires                               |             |
| Comptes à fins déterminées*                              | 5,2         |
| Prêts, placements et avances                             | 1,2         |
| Autres opérations**                                      | -4,7        |
|  | 1,7         |
| <b>Solde financier</b><br>(opérations de change exclues) | <b>10,8</b> |

\* Comprend notamment le compte du Régime de pensions du Canada et les comptes de pension de retraite.

\*\* Dont, conciliation entre comptabilité d'exercice et comptabilité de caisse.

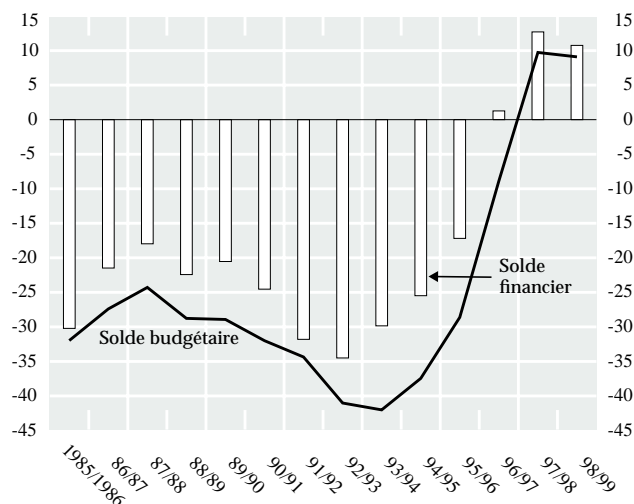
Il est à noter qu'une réserve pour éventualités de 3 milliards de dollars est incluse dans le plan budgétaire. Ce montant est incorporé aux projections budgétaires principalement pour protéger le gouvernement contre les risques découlant (i) de l'inexactitude inévitable des modèles qui servent à traduire les hypothèses économiques en prévisions budgétaires détaillées et (ii) des imprévus. La réserve pour éventualités fournit également un coussin de sécurité en cas d'erreur de prévision. Le gouvernement s'engage à affecter cette réserve à la réduction de la dette si elle ne se révèle pas nécessaire.

dollars en 1991-1992 à un excédent de près de 10,8 milliards de dollars en 1998-1999 (voir Graphique 1)<sup>1</sup>. Le redressement des finances publiques est dû principalement aux mesures discrétionnaires prises pour réduire et restructurer les dépenses de programmes, ainsi qu'à l'effet positif de la croissance économique sur les recettes budgétaires. Il est à noter qu'en raison du montant élevé de la dette portant intérêt, les dépenses au titre de la dette publique représentent toujours le principal poste de dépenses du gouvernement fédéral : en 1998-1999, elles totalisaient près de 44 milliards de dollars. Il faut donc gérer les opérations d'emprunt de manière à fournir à l'État un financement stable et au meilleur prix possible, tout en le protégeant contre les variations imprévues des taux d'intérêt<sup>2</sup>.

Graphique 1

### Soldes budgétaire et financier

Milliards de dollars canadiens



L'amélioration de la situation financière de l'État s'est traduite, pour la première fois depuis l'exercice 1969-1970, par une diminution, en valeur absolue, de

1. Ministère des Finances (1999b). Les résultats vérifiés et définitifs seront diffusés à l'automne.
2. La dette portant intérêt se compose de la dette interne et de la dette contractée sur les marchés. La dette interne comprend les engagements au titre des régimes de retraite du secteur public fédéral, le passif à court terme du gouvernement et les obligations émises à l'intention du Régime de pensions du Canada. La dette contractée sur les marchés consiste en emprunts payables en dollars canadiens émis sur les marchés de capitaux (sous la forme d'obligations du gouvernement du Canada, de bons du Trésor et de titres non négociables vendus sur le marché de détail) et en emprunts payables en devises.

*L'amélioration de la situation financière de l'État s'est traduite ... par une diminution, en valeur absolue, de l'encours de la dette contractée sur les marchés.*

l'encours de la dette contractée sur les marchés. En juin 1999, cette dette était de 450 milliards de dollars canadiens, alors qu'en mars 1995 elle était de 466 milliards. Le Tableau 1 indique l'encours de cette dette pour chacune de ses composantes. La composition de la dette libellée en dollars canadiens a considérablement évolué au cours des dernières années. Les obligations négociables, qui représentaient 56 % de cette dette en mars 1995, atteignaient 73 % en juin 1999. Pendant la même période, la proportion des bons du Trésor est passée de 37 % à 20 %. La stratégie appliquée par le gouvernement pour réduire la sensibilité de la dette publique aux variations des taux d'intérêt

**Tableau 1**  
Encours des titres placés sur le marché par le gouvernement du Canada\*

En milliards de dollars canadiens

|  | Mars 1995    | Mars 1999    | Jun 1999     |
|--|--------------|--------------|--------------|
|  | Montant      | Montant      | Montant      |
| <b>Titres libellés en dollars canadiens</b>  |              |              |              |
| Bons du Trésor                               | 166,1        | 97,0         | 84,6         |
| Obligations                                  | 252,4        | 294,9        | 305,2        |
| Obligations d'épargne                        | <u>30,8</u>  | <u>28,6</u>  | <u>28,1</u>  |
|  | 449,3        | 420,5        | 417,9        |
| <b>Titres libellés en devises étrangères</b> |              |              |              |
|  | <u>16,8</u>  | <u>34,9</u>  | <u>32,2</u>  |
| <b>Encours total</b>                         | <b>466,1</b> | <b>455,4</b> | <b>450,1</b> |

\* La classification de la dette du gouvernement du Canada en sous-catégories est conforme à celle de la Banque du Canada; ces catégories peuvent différer légèrement de celles utilisées dans les comptes publics en raison des particularités des méthodes de classification.

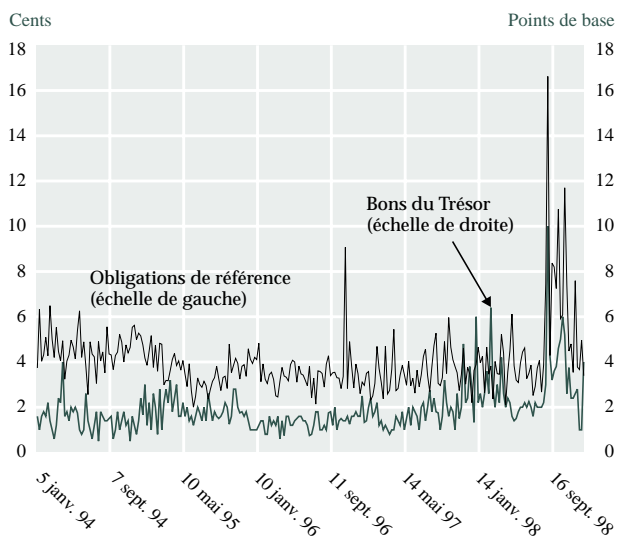
par un accroissement de la proportion de titres à taux fixe, conjuguée à la baisse des besoins de financement du gouvernement, a entraîné une diminution significative de l'encours et de la proportion des bons du Trésor<sup>3</sup>.

3. La dette à taux fixe est définie comme une dette qui n'arrive pas à échéance au cours de l'année ou dont le taux ne sera pas modifié au cours de cette période. Pour plus de renseignements, voir ministère des Finances (1999a).

En réaction à la diminution de l'encours des bons du Trésor, les indicateurs de la liquidité de ce marché se sont détériorés au cours des deux dernières années, abstraction faite de la période de turbulence de l'automne 1998. Les écarts entre les cours vendeur et acheteur ont augmenté, tandis que le volume d'activité et le ratio moyen de couverture aux adjudications diminuaient (Graphique 2, 3 et 4)<sup>4</sup>. Dans le cas du marché des obligations, l'évolution de ces mesures a été différente. Puisque le volume d'opérations sur ces titres est fonction principalement de l'offre effective des titres, la mise en place d'un programme d'émissions d'obligations de référence en 1992-1993 et la stratégie de la gestion de la dette appliquée par le gouvernement ces dernières années ont favorisé la liquidité de ce marché et modéré les conséquences de l'amélioration de la situation financière de l'État<sup>5</sup>. Les écarts entre les cours vendeur et acheteur de ces obligations ont augmenté très légèrement depuis 1997 (Graphique 2). Comme on peut le voir au Graphique 3, le volume de transactions a connu une augmentation importante de 1994 à 1997 (Gravelle, 1999).

Graphique 2

### Écart entre les cours acheteur et vendeur



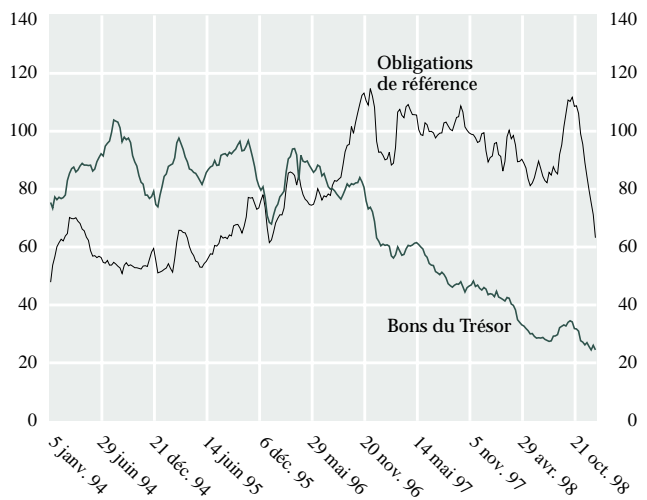
4. Pour plus de renseignements sur les effets de la diminution de l'offre des bons du Trésor, voir Boisvert et Harvey (1998).

5. L'offre effective représente l'offre totale moins le stock de titres que les investisseurs entendent conserver jusqu'à l'échéance.

Graphique 3

### Volume hebdomadaire des transactions

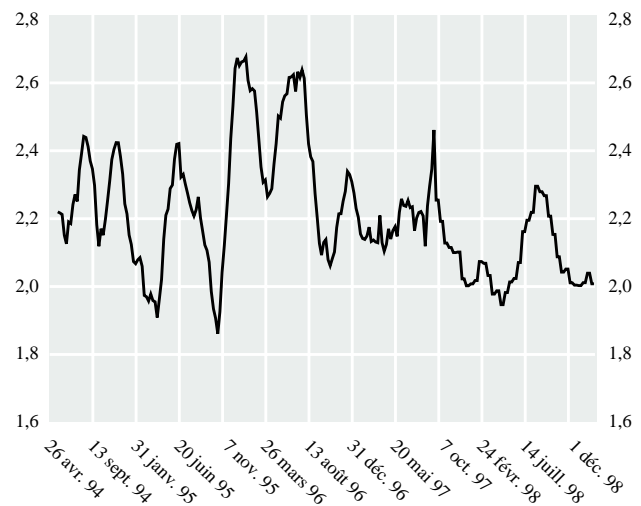
Moyenne mobile, 10 semaines  
Milliards de dollars canadiens



Graphique 4

### Ratio de couverture

Total des soumissions/Montant adjudgé  
Moyenne mobile, 8 semaines



## Les initiatives

Les changements importants qu'ont subis l'encours et l'émission des titres du gouvernement ainsi que la volonté de maintenir et de promouvoir un marché liquide et efficace ont incité les autorités et les participants à entreprendre des initiatives précises à cet effet.

Les cas observés d'accaparements — c'est-à-dire de prise de contrôle d'un titre au moment de l'adjudication et de restriction de l'offre par la suite sur le marché au comptant et celui des pensions — ont créé des inquiétudes à l'égard des règles et des pratiques en vigueur sur les marchés primaire et secondaire. Un marché qui se prête aux accaparements risque de miner le processus de découverte de prix et d'entraîner une perte de confiance générale dans l'efficacité et l'intégrité du marché.

Parmi les mesures prises par les autorités et les participants, il convient de citer les modifications apportées aux règles régissant les adjudications de titres du gouvernement et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada, et l'adoption par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) du Principe directeur n<sup>o</sup>5, qui expose les normes à suivre en matière de transactions sur le marché canadien des titres d'emprunt. De plus, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont modifié le programme d'obligations du gouvernement — par la création d'un programme pilote d'opérations de rachat — ainsi que le programme de bons du Trésor, afin de soutenir l'offre des titres de référence.

### *Règles régissant les adjudications de titres du gouvernement et la surveillance de celles-ci*

Depuis 1996, les préoccupations relatives à l'efficacité des directives régissant les adjudications s'étaient accrues dans le contexte de la diminution de l'offre de titres, de l'élargissement et de l'intégration du secteur des services financiers. Il existait un risque de manipulation dans le système, puisque les participants étaient en mesure de prendre le contrôle des émissions par des achats sur le marché avant émission et par la participation aux adjudications, même si de telles activités étaient contraires à l'esprit des Règles. De plus, il n'existait pas de limite effective au montant des titres que pouvait acquérir un seul client.

Si le système avait continué de se prêter aux accaparements, les intermédiaires auraient pu hésiter à prendre des positions à découvert sur le marché avant émission et à participer à d'autres activités de maintien du marché, voire aux adjudications et au marché secondaire. Cela aurait pu réduire la liquidité et même l'efficacité du marché, ainsi que la participation des investisseurs aux adjudications et au marché secondaire. En outre, le coût du financement pour divers émetteurs, dont le gouvernement fédéral et ceux dont les titres sont évalués par rapport aux titres du gouvernement, aurait pu augmenter.

---

## *La Banque du Canada et le gouvernement veulent s'assurer que le processus d'adjudication est à l'abri des risques de manipulation et est perçu comme tel.*

---

En décembre 1996, un premier document de travail de la Banque du Canada attirait l'attention sur ces problèmes et exposait un certain nombre de propositions visant à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication, en réduisant les occasions de manipulation du système (Banque du Canada, 1996)<sup>6</sup>. La Banque invitait les participants au marché à faire connaître leurs points de vue sur les règles et sur les mesures de surveillance proposées. En avril 1998, un deuxième document de travail venait exposer les propositions formulées à la lumière des commentaires reçus sur le premier document (Banque du Canada, 1998a). De nouveau, les parties étaient invitées à commenter les propositions formulées. En août 1998, la Banque du Canada publiait les « Nouvelles règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada », qui sont entrées en vigueur le 14 octobre 1998 (Banque du Canada, 1998b). Ces règles peuvent être consultées sur le site Internet de la Banque du Canada ([www.bank-banque-canada.ca](http://www.bank-banque-canada.ca)).

En prenant ces mesures, la Banque du Canada et le gouvernement veulent s'assurer que le processus d'adjudication est à l'abri des risques de manipulation et est perçu comme tel. Ces mesures doivent donner aux participants la certitude que des montants excessifs de titres du gouvernement canadien ne pourront pas être acquis aux adjudications par des investisseurs ou des intermédiaires. De plus, elles attirent l'attention du marché sur le fait que la Banque du Canada, au nom du gouvernement canadien, exerce dans l'intérêt public une surveillance constante sur les divers aspects du processus d'adjudication. De cette façon, il est possible d'entretenir la confiance du public dans le processus d'adjudication et d'accroître la participation des investisseurs et des négociants en valeurs mobilières. Les nouvelles règles contiennent

---

6. La Banque du Canada et le ministère des Finances ont élaboré ces nouvelles règles en s'inspirant de celles utilisées dans d'autres pays, notamment les États-Unis, et en les modifiant en fonction des spécificités du marché canadien.



une nouvelle classification des distributeurs de titres d'État, une définition du soumissionnaire, de nouvelles limites de soumission pour les distributeurs et des limites pour les clients et elles obligent les participants à fournir certains renseignements aux autorités de surveillance. Une très brève description de ces principales composantes des nouvelles règles est présentée ci-après.

- **Nouvelle classification des entités**

La nouvelle désignation des entités habilitées à participer directement au processus d'adjudication reflète la modification du rôle de ces entités au cours des dernières années. Les distributeurs initiaux sont maintenant appelés *distributeurs de titres d'État*, et un sous-groupe de cette grande catégorie, les distributeurs dont le volume d'activité sur les marchés primaire et secondaire se maintient au-delà d'un certain seuil, est maintenant connu sous le nom de *négociants principaux* plutôt que d'agents agréés.

- **Nouvelle définition des soumissionnaires**

La nouvelle définition du soumissionnaire restreint la capacité des entités affiliées d'intervenir conjointement dans le processus à des fins de manipulation.

- **Limites de soumission des distributeurs et des clients**

En vertu des nouvelles règles, les limites de soumission applicables aux distributeurs de titres d'État visent seulement les soumissions que ceux-ci présentent pour leur propre compte, tandis que les clients déposent leurs soumissions séparément par l'intermédiaire de distributeurs et à l'intérieur des limites qui leur sont fixées. La raison principale de l'introduction de limites de soumission distinctes pour les clients réside dans la nécessité de réduire le risque d'une utilisation du processus d'adjudication à des fins d'accaparement délibéré de certaines émissions lors de l'adjudication. Les nouvelles limites de soumission tiennent également compte de la position nette du soumissionnaire sur le marché avant émission et de son portefeuille de titres déjà émis de l'émission concernée.

- **Obligation de fournir certains renseignements**

Conformément aux nouvelles règles relatives à la déclaration des positions, tout participant désirant déposer une soumission à une adjudication doit déclarer à la Banque du Canada sa position sur le marché avant émission et sur l'encours des titres de façon à ce que cette dernière puisse ajuster en conséquence la limite de soumission du participant à l'égard des titres.

### *Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM*

L'ACCOVAM a adopté en septembre 1998, en collaboration avec la Banque du Canada et le ministère des Finances, un principe directeur dans le but de renforcer la confiance du public dans l'intégrité du marché canadien des titres d'emprunt, tout en encourageant la liquidité, l'efficacité du marché et les activités d'achat, de revente et d'emprunt. L'intégrité du marché primaire, mais non celle du marché secondaire, des titres du gouvernement du Canada étant du ressort du gouvernement, l'Association des courtiers en valeurs mobilières s'est chargée d'élaborer un code de conduite pour le marché secondaire.

Le Principe directeur n° 5 décrit les normes en matière de transactions applicables sur le marché canadien des titres d'emprunt<sup>7</sup>. Il vise à compléter les lois, la réglementation gouvernementale, les règles et les codes de déontologie pertinents des bourses et des organismes d'autoréglementation. En cas de contradiction entre les dispositions de ce principe directeur et celles de toute autre règle de l'Association, ce sont les dispositions du Principe directeur qui ont préséance. Ce document, qui régit à la fois les membres de l'Association et toutes les filiales des sociétés membres ou des sociétés affiliées, contient des normes et des procédures applicables aux firmes, des critères relatifs aux transactions avec les clients et avec les contreparties et les règles de conduite sur le marché. Nous en résumons brièvement aux paragraphes suivants les principales dispositions. Le lecteur qui désire de plus amples

7. Par « marché canadien de titres d'emprunt », l'ACCOVAM entend « un marché de titres d'emprunt institutionnel hors cote sur lequel les membres participent à titre de courtiers agissant pour leur propre compte comme contreparties, de représentants de clients, de distributeurs initiaux ou d'intermédiaires approuvés par la Banque du Canada ou en toute autre qualité et à l'égard de titres d'emprunt, titres à revenu fixe ou titres dérivés émis par tout gouvernement du Canada ou une institution, une société ou une autre entité canadienne... » (ACCOVAM, 1998, p. 4).

renseignements pourra consulter le document officiel de l'ACCOVAM.

- **Normes et procédures des firmes membres**

Selon le principe directeur, les firmes membres doivent rédiger des politiques et procédures relatives aux opérations qu'elles effectuent sur le marché canadien de titres d'emprunt. Ces procédures doivent être approuvées par le conseil d'administration et soumises à l'ACCOVAM aux fins d'examen. Les membres doivent s'assurer que tous leurs employés connaissent les politiques et les procédures, qu'ils effectuent leurs transactions en conformité avec celles-ci et que toutes les transactions avec les clients et les contreparties sur le marché sont faites sous le sceau de la confidentialité.

- **Transactions avec les clients et les contreparties**

Conformément à ces dispositions, les membres doivent connaître leurs clients et veiller à ce que leurs recommandations correspondent aux objectifs de ces derniers en matière de placement. Les membres doivent éviter les conflits d'intérêts lorsqu'ils traitent avec les clients, les contreparties et le public.

- **Conduite sur le marché**

Le Code de conduite oblige les membres à souscrire à des critères élevés d'éthique et de conduite professionnelle. Les membres doivent agir équitablement, avec honnêteté et bonne foi dans leurs opérations, et leur conduite ne peut être préjudiciable aux intérêts du public. Ils doivent s'abstenir de toute manipulation, de toute infraction au code criminel ou aux règlements, de même qu'ils ne peuvent ni offrir ni verser des pots-de-vin ou autres formes de gratification aux clients. Finalement, on s'attend à ce que les membres utilisent un langage sans équivoque dans leurs rapports avec leurs clients et qu'ils s'assurent que ceux-ci comprennent bien les particularités des marchés et des produits concernés. Aucun membre ne peut abuser, volontairement ou non, des procédures ou des conventions établies, afin

d'obtenir un avantage sur ses contreparties ou ses clients ou de nuire à ces derniers.

- **Surveillance**

Puisque le marché canadien des titres d'emprunt est un marché hors cote qui n'est généralement soumis ni aux règles ni à la discipline des marchés organisés ou des marchés boursiers, les membres doivent effectuer de l'autosurveillance et observer de près la conduite de leur groupe ainsi que celle de leurs clients et de leurs contreparties. Les membres sont donc tenus de déclarer sans délai à l'ACCOVAM ou à toute autre autorité ayant compétence, notamment la Banque du Canada, toute violation du Principe directeur. De plus, l'ACCOVAM envisage de collaborer avec les autres autorités ou organismes de réglementation pour tout ce qui a trait à la surveillance et à la réglementation du marché canadien des titres d'emprunt. De façon intermittente, sur demande de la Banque du Canada, l'ACCOVAM demandera à ses membres de déclarer leurs positions sur les titres du gouvernement du Canada et elle le fera chaque fois que l'intégrité du marché sera menacée.

Il existe une grande variété de sanctions qui peuvent être prises contre les membres et leurs employés transgressant les Règles, notamment des amendes, des réprimandes, des suspensions ou l'expulsion. De plus, les autorités compétentes, la Banque du Canada, le ministère des Finances ou les commissions des valeurs mobilières provinciales peuvent exercer leur pouvoir discrétionnaire pour imposer des sanctions officielles ou non officielles. Dans le cas des titres du gouvernement du Canada, la suspension ou le retrait, par la Banque du Canada, du statut de soumissionnaire admissible aux adjudications de ces titres est un exemple de sanction possible.

### *Modifications des programmes de bons du Trésor et d'obligations*

La Banque du Canada et le ministère des Finances ont aussi pris certaines mesures dans le but d'atténuer les incidences qu'a eues la diminution de la dette du gouvernement sur le fonctionnement des marchés et de maintenir et d'améliorer la liquidité et l'efficacité des

marchés monétaire et obligataire. Pour ce faire, ils ont tenu régulièrement des consultations avec les participants au marché sur la structure des programmes de bons du Trésor et d'obligations du gouvernement du Canada.

Dans le cadre de la restructuration continue et progressive du programme d'obligations, différentes modifications ont été apportées. Entre autres, en avril 1997, en raison de la réduction de la taille du marché obligataire, les émissions d'obligations à trois ans ont été abolies. En avril 1998, la fréquence des émissions d'obligations à 30 ans a été ramenée de quatre fois à deux fois par année.

En ce qui concerne le programme de bons du Trésor, le cycle d'émission des bons du Trésor à six mois a été modifié en juillet 1996. Depuis, l'émission initiale des bons à six mois est suivie d'une réouverture de cette émission à la prochaine adjudication régulière de bons du Trésor. Cette mesure est semblable à celle qui avait été prise en 1993 au sujet des bons du Trésor à un an. En septembre 1997, de nouveaux changements ont été apportés au cycle d'émission des bons du Trésor à 3, 6 et 12 mois, après consultation des participants au marché. Le calendrier hebdomadaire des adjudications a été remplacé par un cycle de deux semaines, qui permet d'adjuger des montants plus élevés à chaque séance. De plus, les dates d'échéance ont été modifiées afin d'assurer l'interchangeabilité de différentes émissions (voir ministère des Finances, 1997, et Boisvert et Harvey, 1998).

Au printemps 1999, la Banque du Canada et le gouvernement ont consulté de nouveau les participants au marché dans le but de réévaluer le programme de bons du Trésor et de discuter de la nécessité de nouveaux changements. Après examen, il a été convenu qu'aucune modification ne serait pour le moment apportée à la structure du programme (ministère des Finances, 1999c).

### *Opérations de rachat d'obligations négociables du gouvernement du Canada*

Avec la réduction considérable des besoins de financement du gouvernement, la taille et la structure des adjudications des obligations de référence se justifiaient difficilement sur la seule base du solde financier du gouvernement. La diminution de la taille de ces émissions pouvait avoir toutefois un impact significatif sur la liquidité et l'intégrité de ces marchés. Une plus grande rareté de ces titres, par rapport à la

demande, pouvait contribuer à renforcer la concentration des titres entre les mains d'un nombre restreint de participants et avoir ainsi une incidence négative sur la liquidité du marché secondaire de ces titres. Il a alors semblé désirable de maintenir, dans la mesure du possible, la taille des émissions des obligations de référence, malgré la diminution de la dette constituée de titres négociables. Un des moyens d'y parvenir consiste à racheter, avant leur échéance, des obligations n'appartenant pas aux émissions de référence avec le produit des ventes de nouvelles obligations de référence.

En 1998, la Banque du Canada a entrepris, au nom du gouvernement fédéral, un programme pilote de rachat d'obligations négociables du gouvernement après avoir consulté les participants au marché et diffusé un premier document de travail (voir Gravelle, 1998). Les opérations menées dans le cadre de ce programme seront maintenues durant l'exercice financier 1999-2000. Cette initiative canadienne s'inscrit dans le sillage des programmes de rachat réalisés dans d'autres pays et dont la popularité est de plus en plus grande. Plusieurs pays (le Royaume-Uni, l'Australie, la France, la Belgique, la Nouvelle-Zélande et l'Italie) ont mis sur pied au cours des dix dernières années des programmes de ce type pour divers motifs. D'autres pays ont aussi mis en place des programmes d'échanges qui donnent aux investisseurs la possibilité d'échanger une ou deux obligations moins liquides pour une obligation de référence.

La Banque du Canada effectue les opérations de rachat d'obligations au nom du gouvernement dans les sept jours suivant une adjudication. Les rachats projetés et les titres ciblés sont annoncés en même temps que le montant des obligations à adjuger. La taille maximale de l'opération est également annoncée à ce moment. Les distributeurs de titres d'État sont habilités à participer au programme de rachat. Les obligations appartenant à l'émission de référence en circulation et aux deux émissions de référence précédentes, ainsi que les obligations admissibles à la livraison des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada de 5 et de 10 ans respectivement (CGF et CGB) sont exclues du projet pilote. Les transactions de rachat sont réglées au comptant et les obligations rachetées sont ensuite annulées.



---

*La Banque du Canada et le gouvernement tentent aussi d'accroître la liquidité et l'efficacité des marchés en appuyant certaines initiatives du secteur privé sur le marché canadien des titres à revenu fixe.*

---

Depuis le 1<sup>er</sup> décembre 1998, la Banque du Canada a procédé à trois opérations de rachat d'obligations négociables du gouvernement du Canada. Il est à noter que le ministère des Finances se réserve le droit d'accepter ou de rejeter, en tout ou en partie, une offre quelconque ou l'ensemble des offres. Il se réserve également le droit, sans restriction aucune, d'accepter un montant moindre que le montant maximum indiqué dans l'appel de soumissions.

La première et la troisième opération portaient sur les obligations à 5 ans, alors que la deuxième visait les obligations à 10 ans. Lors de la première opération, le rachat a été effectué 5 jours après l'émission d'une obligation de référence ayant une échéance comparable à celle des obligations ciblées. Afin de réduire le risque d'une modification de la structure à terme des taux d'intérêt, le rachat a été effectué le lendemain du jour de l'adjudication de l'obligation de référence dans le cas de la deuxième et de la troisième opération.

### *Autres mesures visant à accroître l'intégrité des marchés*

La Banque du Canada et le gouvernement tentent aussi d'accroître la liquidité et l'efficacité des marchés en appuyant certaines initiatives du secteur privé sur le marché canadien des titres à revenu fixe. À cet effet, ils ont notamment collaboré avec la Bourse de Montréal et les milieux financiers au développement d'un marché à terme des titres d'État. Ils ont également contribué à assurer la transparence des prix du marché en appuyant l'élaboration, par l'ACCOVAM et l'Association des courtiers intermédiaires, d'un système électronique d'information, accessible à tous, sur

le marché secondaire des titres du gouvernement du Canada (prix et opérations).

## **Les incidences des initiatives**

Les initiatives prises par la Banque du Canada, le ministère des Finances et l'ACCOVAM semblent avoir eu des effets positifs sur le marché des titres du gouvernement du Canada. Il est toutefois difficile de quantifier ces effets parce que la période d'observation est très courte et qu'ils ont un certain caractère subjectif. Des conversations informelles avec les participants au marché ont toutefois permis d'en identifier quelques-uns.

L'adoption des nouvelles règles d'adjudication semble avoir permis de renforcer la confiance des participants dans le processus d'adjudication des titres de dette du gouvernement. Toutefois, la période d'observation étant trop courte, nous ne pouvons utiliser les mesures habituelles de liquidité et d'efficacité pour déterminer avec certitude l'impact des nouvelles règles d'adjudication sur le marché primaire. Par exemple, bien que le ratio moyen de couverture des bons du Trésor ait augmenté légèrement depuis octobre 1998, d'autres facteurs, tels les facteurs saisonniers et fortuits, pourraient expliquer cette amélioration du ratio (Graphique 4).

L'accueil du programme d'opérations de rachat par les participants au marché a été positif et la participation aux opérations indique un intérêt certain pour celles-ci. Les modifications au programme de bons du Trésor ont aussi été accueillies positivement grâce aux consultations menées auprès des membres et au travail réalisé conjointement avec toutes les parties intéressées.

## **Conclusion**

Dans un marché qui évolue rapidement et dans le contexte des surplus financiers du gouvernement canadien, la Banque du Canada et le ministère des Finances continuent à chercher des moyens de maintenir et d'améliorer l'efficacité du marché des titres du gouvernement du Canada.

## Ouvrages et articles cités

- Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (1998). « 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 », septembre.
- Banque du Canada (1996). « Projet de modification des règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada, premier document de travail », 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, deuxième document de travail », 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.
- Boisvert, S. et N. Harvey (1998). « Les incidences de la diminution de l'offre de bons du Trésor sur le marché monétaire au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 53-69.
- Canada, ministère des Finances (1997). « Le gouvernement annonce des mesures pour améliorer la liquidité du marché des bons du Trésor », communiqué de presse, 5 août.
- \_\_\_\_\_ (1999a). « Stratégie de gestion de la dette 1999-2000 », mars.
- \_\_\_\_\_ (1999b). « Faits saillants des résultats financiers de mars 1999 », *La revue financière*, mai.
- \_\_\_\_\_ (1999c). « Maintien de la structure actuelle du programme des bons du Trésor du gouvernement du Canada », communiqué de presse, 18 mai.
- Gravelle, T. (1998). « Buying Back Government Bonds: Mechanics and Other Considerations », document de travail n° 98-9, Banque du Canada.
- \_\_\_\_\_ (1999). « Liquidity of the Government of Canada Securities Market: Stylized facts and some market microstructure comparisons to the United States Treasury market », document de travail n° 99-11, Banque du Canada.