



## Initiatives d'amélioration du fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

Le 9 avril 2019

# Aperçu de l'exposé

---

- ❖ Le présent exposé porte sur les points suivants :
  - Problème décelé : le marché de l'emprunt de titres n'est pas efficient en raison du plafonnement des prix
  - Solution possible : mettre en place des frais minimaux en cas de défaut de livraison de titres du gouvernement du Canada ainsi que d'autres mesures
  - Proposition d'un atelier exhaustif en mai pour préciser les principales questions (les participants restent à confirmer)

# Évolution des mesures visant à améliorer le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

---

- ❖ Afin de veiller au bon fonctionnement du marché des titres émis par le gouvernement du Canada, le ministère des Finances et la Banque examinent régulièrement la structure d'émission des titres et les politiques connexes.
  
- ❖ Ensemble des modifications de politiques visant à améliorer le fonctionnement du marché :
  1. Mise en place du programme de prêt de titres de la Banque (2002)
  2. Mise à jour du programme de prêt de titres (2015)
    - Établissement d'un nouveau seuil d'intervention pour encourager davantage le secteur privé à prêter des titres
    - Autorisation des règlements partiels pour favoriser les emprunts à partir du programme
  3. Réduction de 20 % à 13 % des achats de la Banque lors d'adjudications (2015) permettant d'accroître le flottant des titres de référence
  4. Ajustements graduels des émissions d'obligations d'État effectués de façon annuelle ou semestrielle (p. ex., en réaction aux tensions sur le marché des effets en 2018)

# Problème potentiel concernant les opérations de financement par titres du gouvernement du Canada et le fonctionnement du marché au comptant

---

- ❖ Le marché du financement par titres est essentiel, car il contribue à la liquidité du marché au comptant et aide les investisseurs à adopter des stratégies de placement<sup>1</sup>.
  - Les opérations de financement par titres permettent d'emprunter et de vendre à découvert un titre précis à des fins de tenue de marché et de couverture.
  
- ❖ **Problème** – La convention actuelle sur le marché pour les défauts de règlement n'est pas bien adaptée aux faibles taux d'intérêt :
  - Elle permet de retarder le règlement au jour suivant et de maintenir l'échéance initiale de l'opération.
  - Cela signifie que le coût d'option associé au retard représente la renonciation aux intérêts au taux du financement à un jour.

<sup>1</sup> Voir Fontaine, Garriott et Gray (2016), « [Le financement par titres et la liquidité du marché obligataire](#) ».

# Problème qui pourrait enrayer le mécanisme d'établissement des prix et ainsi entraver le fonctionnement du marché

---

- ❖ En contexte de faibles taux d'intérêt, l'*inefficience* du marché ressort lorsque les coûts d'emprunt des obligations ne réussissent pas à s'ajuster à la rareté des titres :
  - ➔ Aucune incitation financière à payer plus pour emprunter autre que le (faible) coût d'option associé au défaut de livraison.
  - ➔ Le mécanisme d'établissement des prix qui indique la rareté peut cesser de fonctionner.
  
- ❖ Un mécanisme d'établissement des prix peu fiable peut nuire au fonctionnement du marché :
  - ➔ en compromettant l'équilibre du marché et en décourageant la participation au marché du financement par titres;
  - ➔ en diminuant l'efficacité de l'attribution des titres sur le marché au comptant des titres du gouvernement du Canada;
  - ➔ en ayant un effet néfaste sur l'ensemble des marchés, p. ex., en réduisant la capacité des négociants à utiliser efficacement les obligations d'État de référence pour gérer le risque de taux d'intérêt.

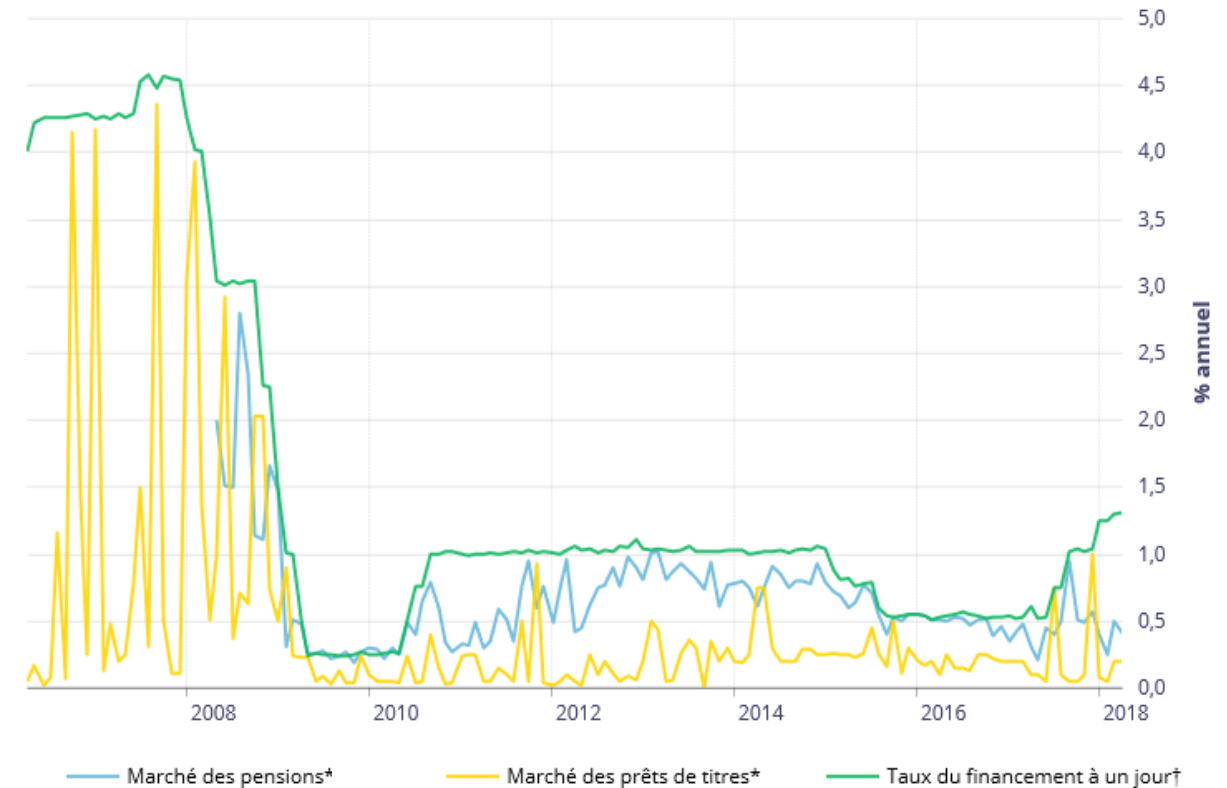
# Illustration du problème : 1. Les prix plafonnent sur les marchés de l'emprunt de titres

❖ Les coûts d'emprunt se situent généralement au niveau de la ligne verte ou en dessous (qui représente le taux du financement à un jour).

➔ **Le taux du financement à un jour peut correspondre au prix plafond et limiter la fourchette des coûts d'emprunt des obligations<sup>2</sup>.**

Graphique 1 : Évolution du coût maximum des emprunts obligataires

Marché des obligations du gouvernement du Canada, avril 2006 à juin 2018

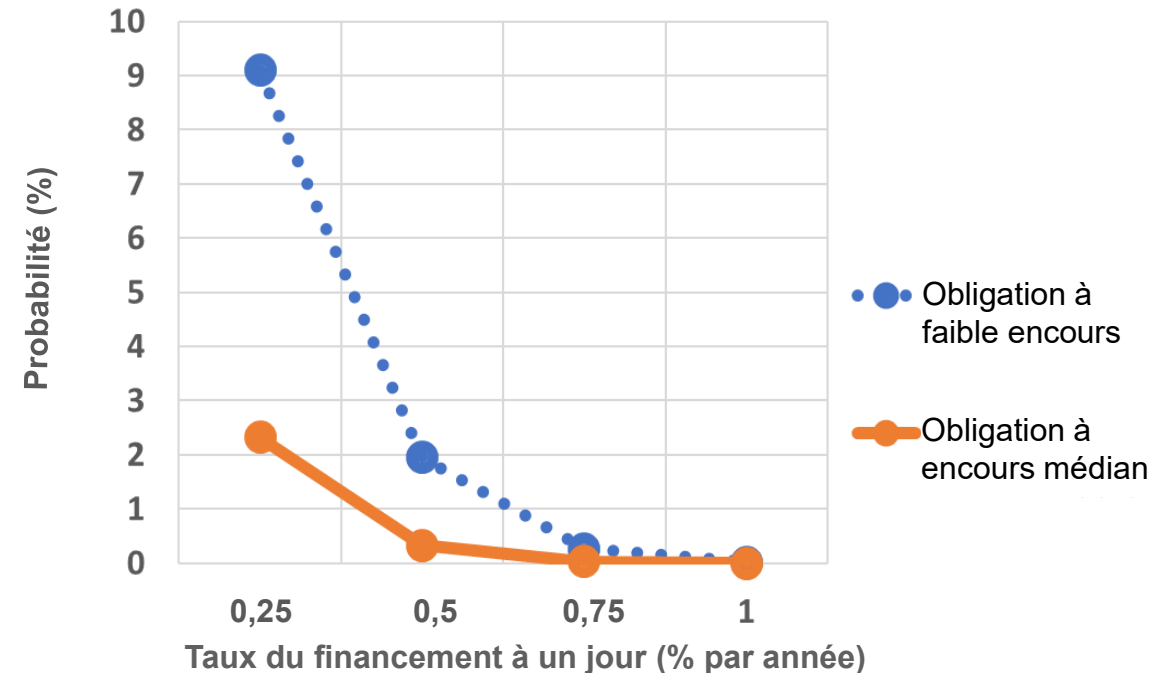


<sup>2</sup> Voir Berger-Soucy, Fontaine et Walton (2019), « [Prix plafonds sur les marchés canadiens des emprunts d'obligations](#) ».

## Illustration du problème : 2. Le plafond s'avère plus contraignant (c.-à-d., limite le coût du défaut de livraison) lorsque les taux sont bas

- ➔ La probabilité que le coût d'emprunt plafonne est plus élevée **lors que le taux du financement à un jour est bas.**
- ➔ La probabilité que le coût d'emprunt plafonne est plus élevée **pour les obligations rares.**

Probabilité que le coût d'emprunt de titres par des opérations de pension soit proche du prix plafond



# Solution possible : augmenter le plafond

---

- ❖ Des frais minimaux explicites en cas de défaut de livraison pourraient accroître les prix plafonds lorsque le coût du défaut de livraison *implicite* (représenté par le taux du financement à un jour) est bas.
- ❖ Lorsque le taux du financement à un jour est bas, des frais minimaux pourraient améliorer le fonctionnement du marché en permettant d'élargir la fourchette des coûts d'emprunt sur le marché des pensions.
  - Cela encouragerait les porteurs à prêter des titres de leurs portefeuilles.
- ❖ À ce jour, plusieurs administrations (comme celle des É.-U., de l'Union européenne et du Japon) ont mis en place divers frais minimaux pour défaut de livraison.



# Considérations et complexité relatives à la mise en œuvre

---

- ❖ Pour qu'ils soient les plus efficaces possible, *les frais minimaux devraient être assumés par les participants clés du marché* :
  - Cela nécessiterait des conversations approfondies avec les participants des infrastructures de marchés financiers et ceux du marché.
  - D'autres mesures pourraient être requises afin de promouvoir l'adoption généralisée des frais de défaut minimaux.
- ❖ Le mécanisme des frais minimaux devrait être soigneusement défini.
- ❖ Les mesures additionnelles pourraient comprendre des modifications au programme de prêt de titres de la Banque afin de rendre les titres plus accessibles.

# Proposition à considérer : atelier exhaustif

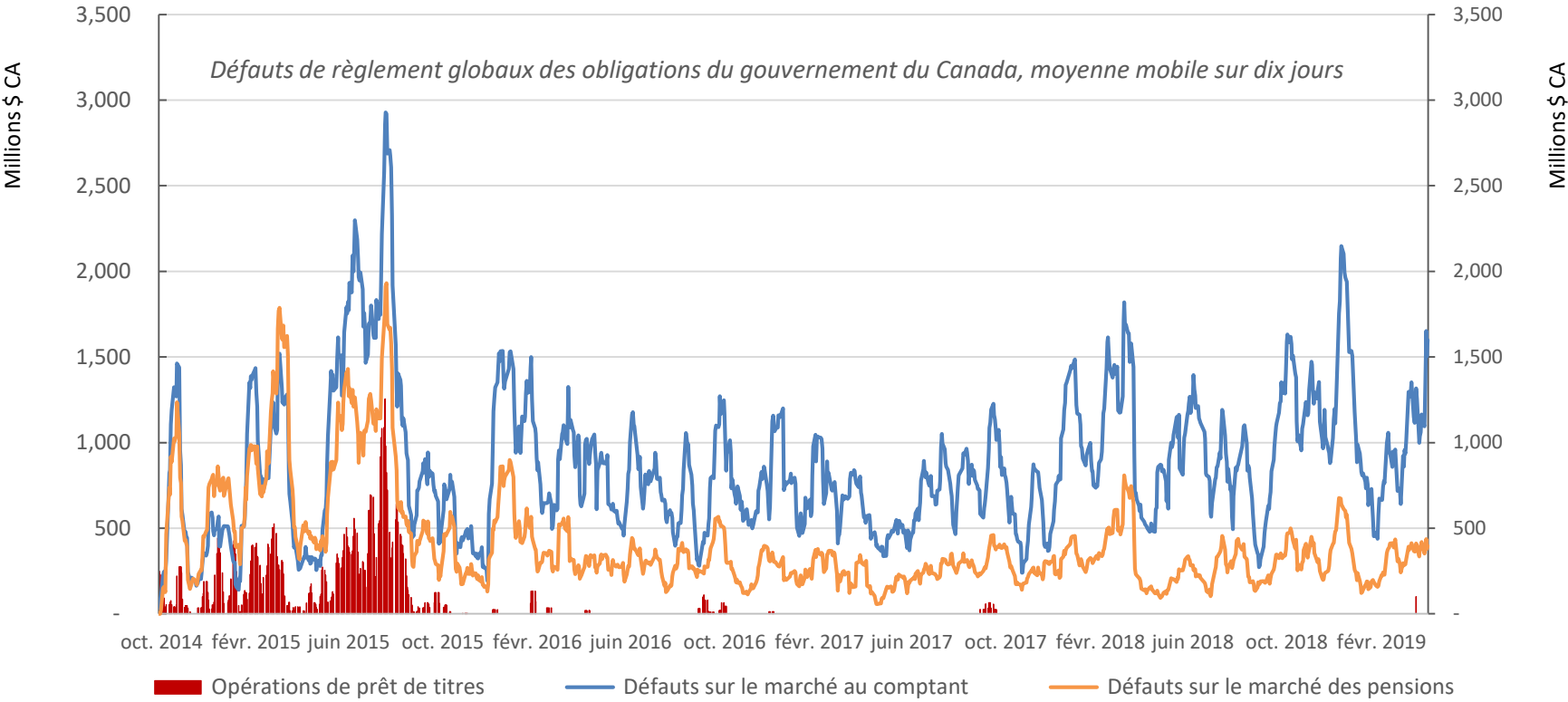
---

- ❖ **Lieu et date** : Toronto, mai 2019 (détails à confirmer)
  
- ❖ **Objectifs** :
  1. Présenter les analyses et les recherches sur les politiques menées depuis les consultations de 2015.
  2. Discuter en détail des considérations sur la mise en œuvre et de l'adoption généralisée des frais de défaut minimaux.
  
- ❖ **Présidé par** : un représentant de la Banque du Canada et un représentant du secteur
  
- ❖ **Participation** (de 20 à 25 participants) :
  - Banque du Canada, ministère des Finances, CDS, OCRCVM et autres parties prenantes pertinentes (négociants principaux, clients et banques dépositaires)



# Annexe

# Les défauts de règlement au Canada – volume des défauts

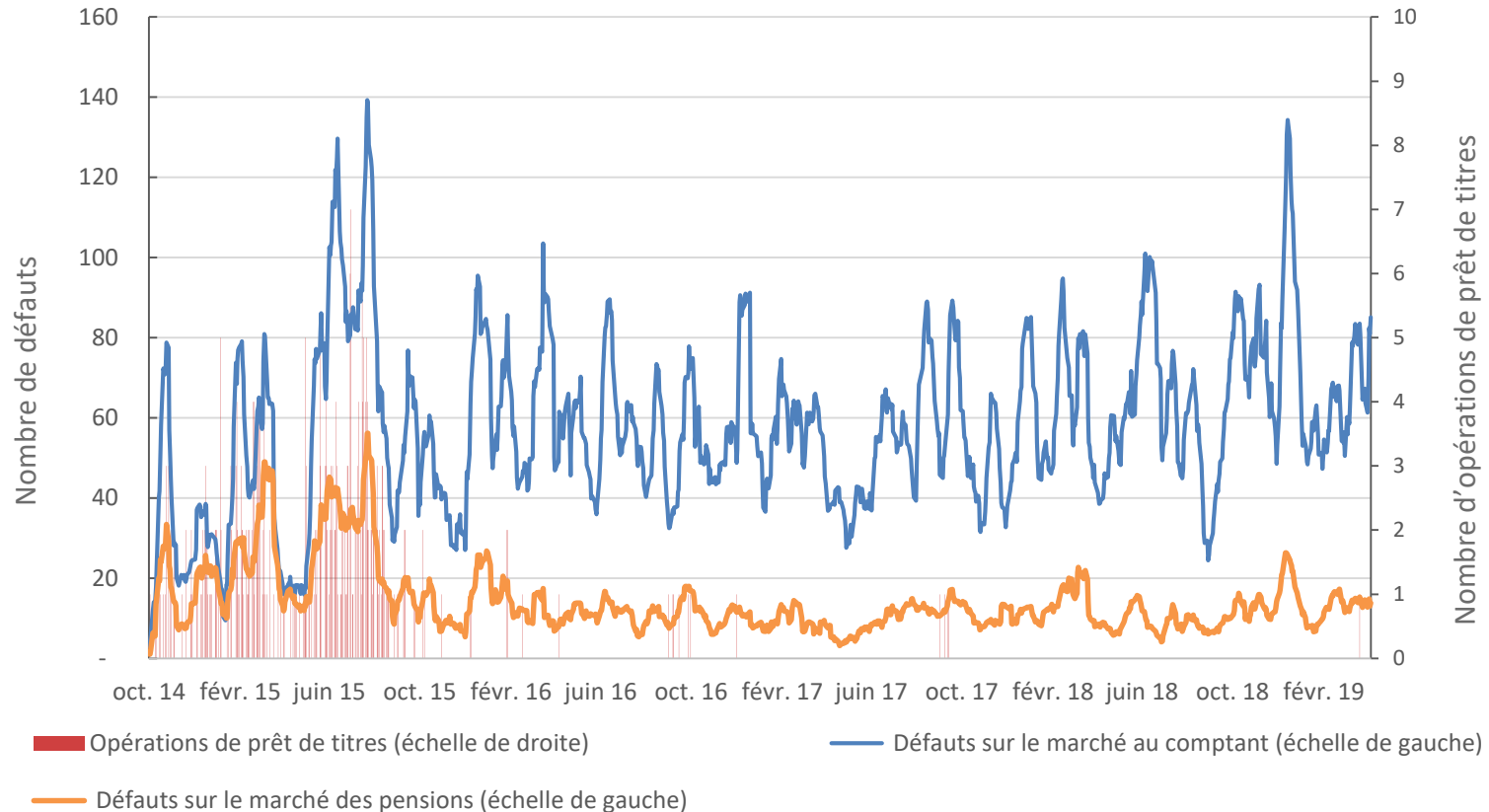


Sources : La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée et calculs de la Banque du Canada

Les défauts de règlement de titres du gouvernement du Canada sur le marché au comptant et le marché des pensions augmentent généralement en même temps.

# Les défauts de règlement au Canada – nombre de défauts\*

Nombre de défauts de règlement des obligations du gouvernement du Canada, moyenne mobile sur dix jours



Sources : La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée et calculs de la Banque du Canada

\* Il est possible que le nombre réel de défauts de règlement soit surestimé dans le graphique étant donné que les grandes transactions de la CDS sont divisées en lots de 50 millions de dollars.