

Forum canadien des titres à revenu fixe

Toronto, le 7 octobre 2015



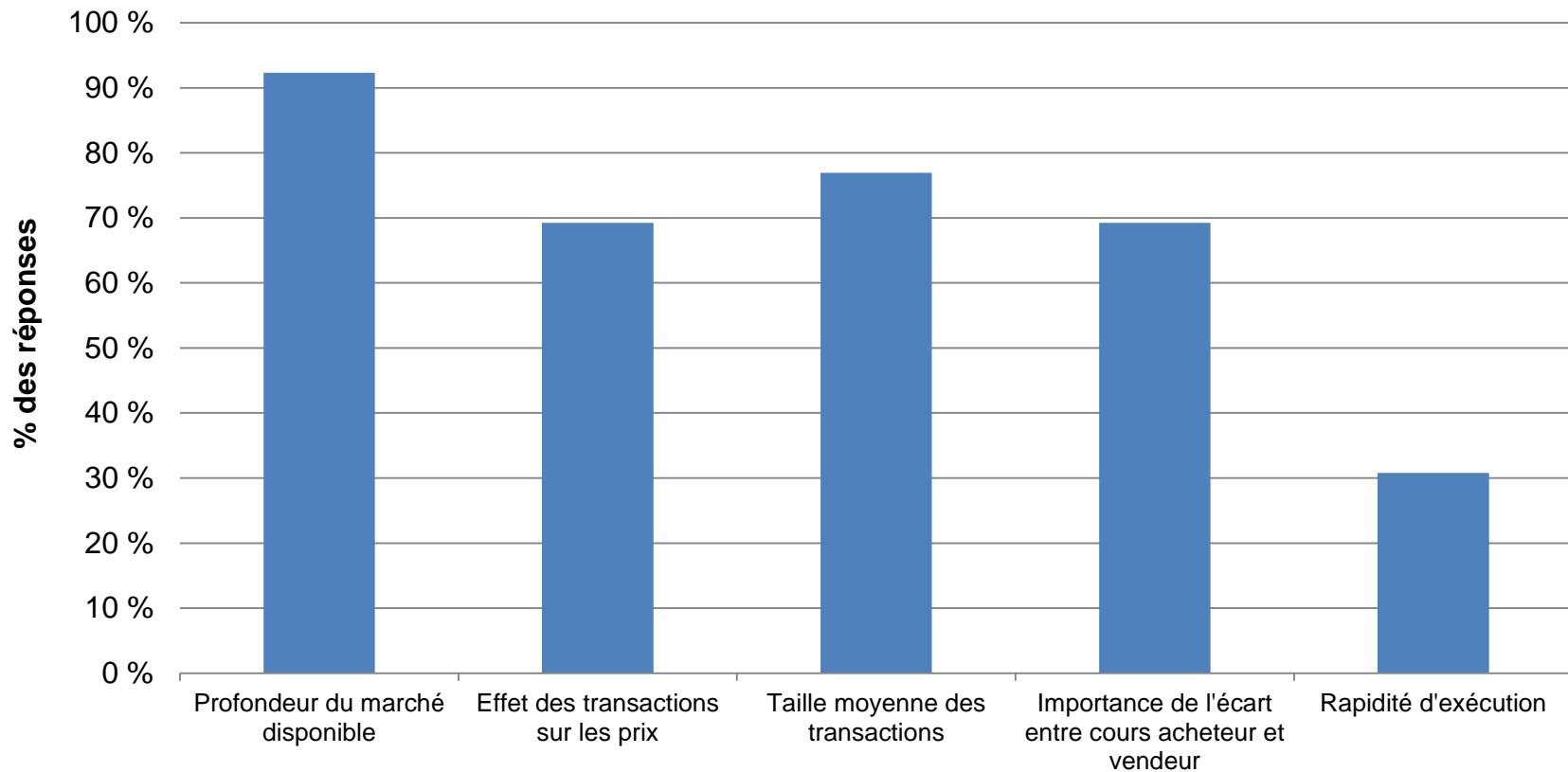
Liquidité du marché
canadien des titres à
revenu fixe



Résultats de l'enquête sur la liquidité du marché

¹ Les résultats de l'enquête reflètent les opinions des membres du Forum appartenant au secteur privé.

Les attributs les plus importants de la liquidité du marché



Évaluation de la liquidité selon le type d'instrument obligataire

Obligations	Illiquides	Relativement illiquides	Relativement liquides	Liquides	Sans objet
Obligations du gouvernement du Canada					
Obligations de référence du gouvernement du Canada	0 %	0 %	8 %	92 %	0 %
Obligations du gouvernement du Canada n'appartenant pas à une émission de référence	8 %	8 %	77 %	8 %	0 %
Obligations hypothécaires du Canada	0 %	31 %	23 %	46 %	0 %
Titres hypothécaires LNH	23 %	54 %	15 %	0 %	8 %
Obligations provinciales	0 %	23 %	31 %	46 %	0 %
Obligations de sociétés	15 %	46 %	38 %	0 %	0 %
Obligations à rendement élevé	54 %	31 %	0 %	0 %	15 %

Évaluation de la liquidité selon le type de produit dérivé sur titres à revenu fixe

Produits dérivés	Illiquides	Relativement illiquides	Relativement liquides	Liquides	Sans objet
Contrats à terme sur taux d'intérêt à long terme (p. ex., CGB)	0 %	8 %	23 %	62 %	8 %
Contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme (p. ex., BAX)	0 %	0 %	23 %	69 %	8 %
Swaps de taux d'intérêt – de gré à gré	8 %	8 %	15 %	54 %	15 %
Swaps indexés sur le taux à un jour – de gré à gré	15 %	8 %	23 %	23 %	31 %
Options sur titres à revenu fixe – de gré à gré	31 %	15 %	23 %	0 %	31 %

Évaluation de la liquidité selon le type d'instrument du marché monétaire

Instruments du marché monétaire	Illiquides	Relativement illiquides	Relativement liquides	Liquides	Sans objet
Opérations de pension					
Titres du gouvernement du Canada	0 %	0 %	15 %	77 %	8 %
Titres des administrations provinciales	0 %	8 %	69 %	15 %	8 %
Titres de sociétés	31 %	38 %	0 %	0 %	31 %
Prêts de titres					
Titres du gouvernement du Canada	0 %	8 %	8 %	62 %	23 %
Titres des administrations provinciales	8 %	0 %	54 %	15 %	23 %
Titres de sociétés	8 %	46 %	8 %	8 %	31 %
Titres du marché monétaire					
Titres du gouvernement du Canada	8 %	0 %	0 %	92 %	0 %
Titres des administrations provinciales	8 %	0 %	46 %	46 %	0 %
Titres de sociétés	15 %	31 %	38 %	8 %	8 %

Évolution de la liquidité du marché obligataire au cours des deux dernières années

Obligations	Réduction importante	Une certaine réduction	À peu près aucun changement	Une certaine amélioration	Amélioration importante	Sans objet
Obligations du gouvernement du Canada						
Obligations de référence du gouvernement du Canada	8 %	54 %	31 %	0 %	8 %	0 %
Obligations du gouvernement du Canada n'appartenant pas à une émission de référence	31 %	54 %	15 %	0 %	0 %	0 %
Obligations hypothécaires du Canada	38 %	46 %	15 %	0 %	0 %	0 %
Titres hypothécaires LNH	15 %	62 %	0 %	15 %	0 %	8 %
Obligations provinciales	15 %	77 %	8 %	0 %	0 %	0 %
Obligations de sociétés	62 %	38 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Obligations à rendement élevé	31 %	54 %	0 %	0 %	0 %	15 %

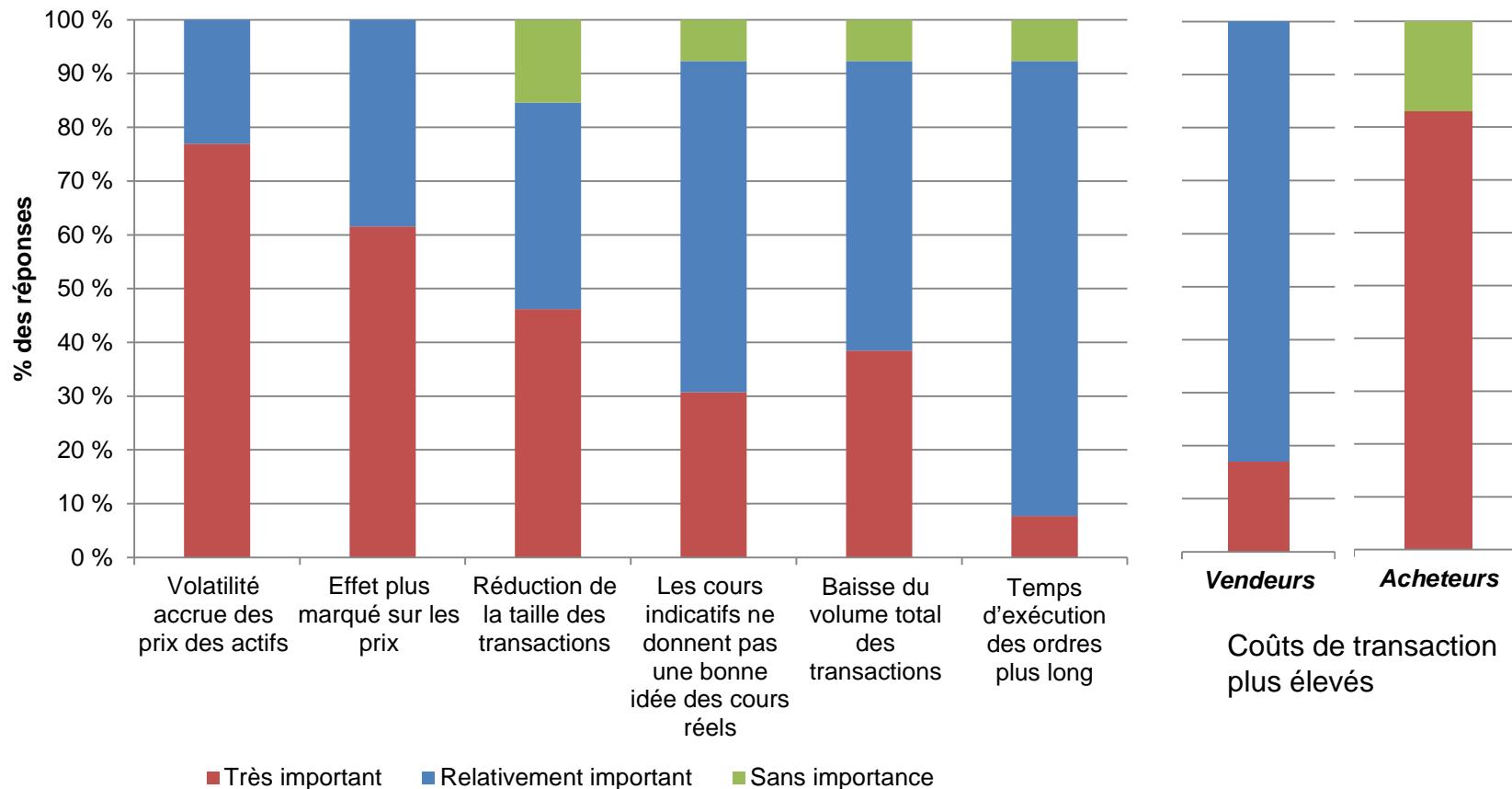
Évolution de la liquidité des produits dérivés au cours des deux dernières années

Produits dérivés	Réduction importante	Une certaine réduction	À peu près aucun changement	Une certaine amélioration	Amélioration importante	Sans objet
Contrats à terme sur taux d'intérêt à long terme (p. ex., CGB)	0 %	31 %	46 %	8 %	8 %	8 %
Contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme (p. ex., BAX)	0 %	54 %	31 %	8 %	0 %	8 %
Swaps de taux d'intérêt – de gré à gré	8 %	46 %	23 %	8 %	0 %	15 %
Swaps indexés sur le taux à un jour – de gré à gré	15 %	31 %	8 %	8 %	0 %	38 %
Options sur titres à revenu fixe – de gré à gré	8 %	31 %	23 %	8 %	0 %	31 %

Évolution de la liquidité du marché monétaire au cours des deux dernières années

Instruments du marché monétaire	Réduction importante	Une certaine réduction	À peu près aucun changement	Une certaine amélioration	Amélioration importante	Sans objet
Opérations de pension						
Titres du gouvernement du Canada	0 %	62 %	31 %	0 %	0 %	8 %
Titres des administrations provinciales	0 %	69 %	23 %	0 %	0 %	8 %
Titres de sociétés	0 %	42 %	17 %	17 %	0 %	25 %
Prêts de titres						
Titres du gouvernement du Canada	8 %	38 %	31 %	0 %	0 %	23 %
Titres des administrations provinciales	0 %	54 %	23 %	0 %	0 %	23 %
Titres de sociétés	0 %	46 %	15 %	8 %	0 %	31 %
Titres du marché monétaire						
Titres du gouvernement du Canada	0 %	38 %	62 %	0 %	0 %	0 %
Titres des administrations provinciales	8 %	62 %	31 %	0 %	0 %	0 %
Titres de sociétés	8 %	69 %	15 %	0 %	0 %	8 %

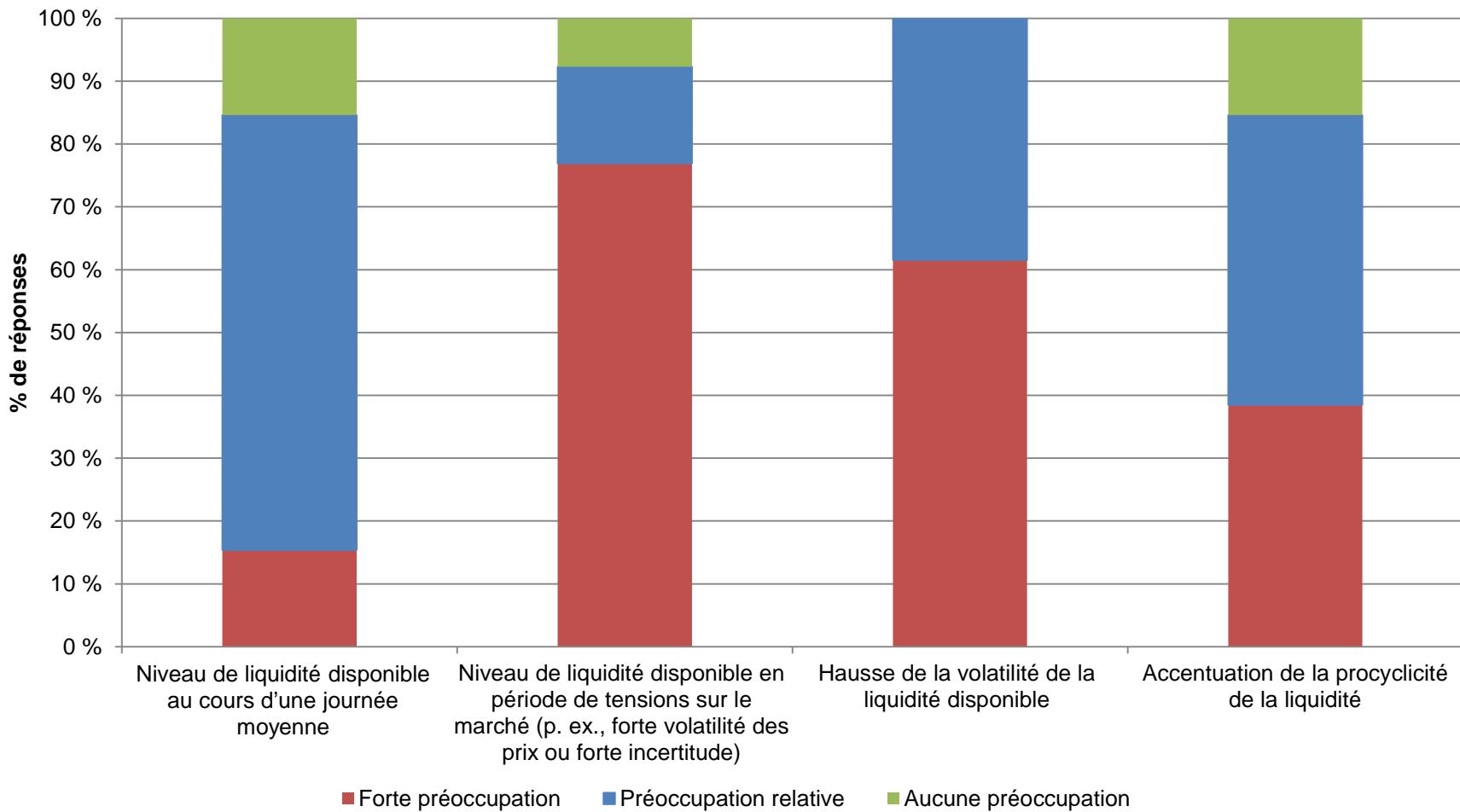
Répercussions les plus importantes de la réduction de la liquidité du marché obligataire



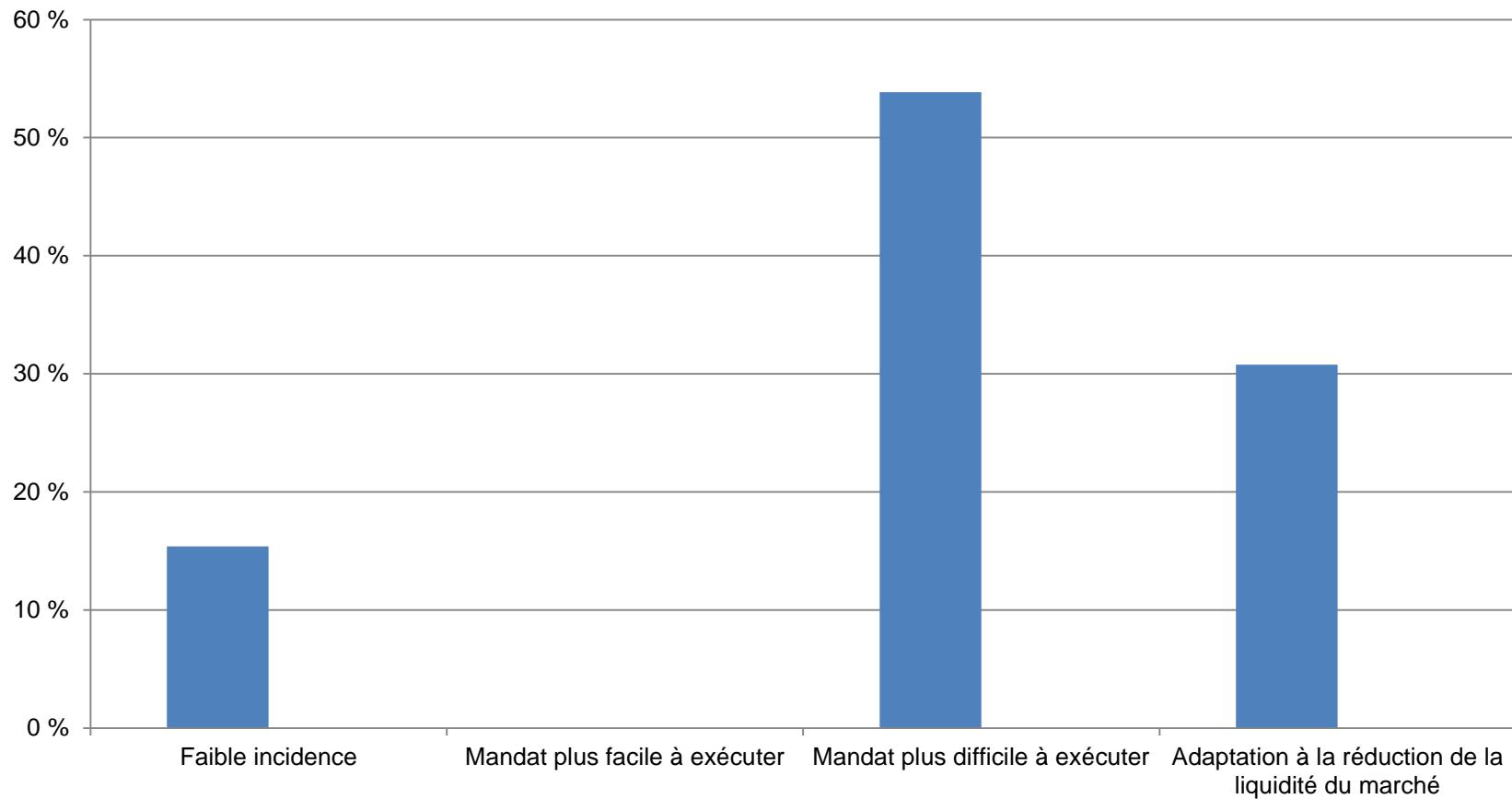
Déterminants de la réduction de la liquidité du marché des titres à revenu fixe

	Déterminant important	Déterminant	Déterminant peu important	Facteur non déterminant
Bâle III	54 %	46 %	0 %	0 %
Réglementation des produits dérivés de gré à gré (compensation, marges et plateformes)	15 %	69 %	0 %	15 %
Règle Volcker	23 %	69 %	8 %	0 %
Évol. de la capacité/volonté des participants au marché autres que les courtiers de tirer parti des erreurs d'éval.	31 %	38 %	23 %	8 %
Réduction de la capacité de tenue de marché des courtiers	85 %	8 %	8 %	0 %
Pratiques internes de gestion du risque plus rigoureuses	31 %	31 %	23 %	15 %
Changem. touchant la transparence avant et après transact.	15 %	46 %	15 %	23 %
Electronisation de la négociation	15 %	23 %	23 %	38 %
Progression de la négociation à haute fréquence	8 %	23 %	38 %	31 %
Popularité croissante des fonds négociés en bourse (FNB)	0 %	0 %	38 %	62 %
Présence accrue d'investisseurs étrangers à long terme	31 %	46 %	15 %	8 %
Remplacement des produits dérivés par des expositions au comptant	0 %	31 %	38 %	31 %
Incertitude entourant la conjoncture économique	0 %	31 %	38 %	31 %
Contexte de bas taux d'intérêt	8 %	54 %	31 %	8 %

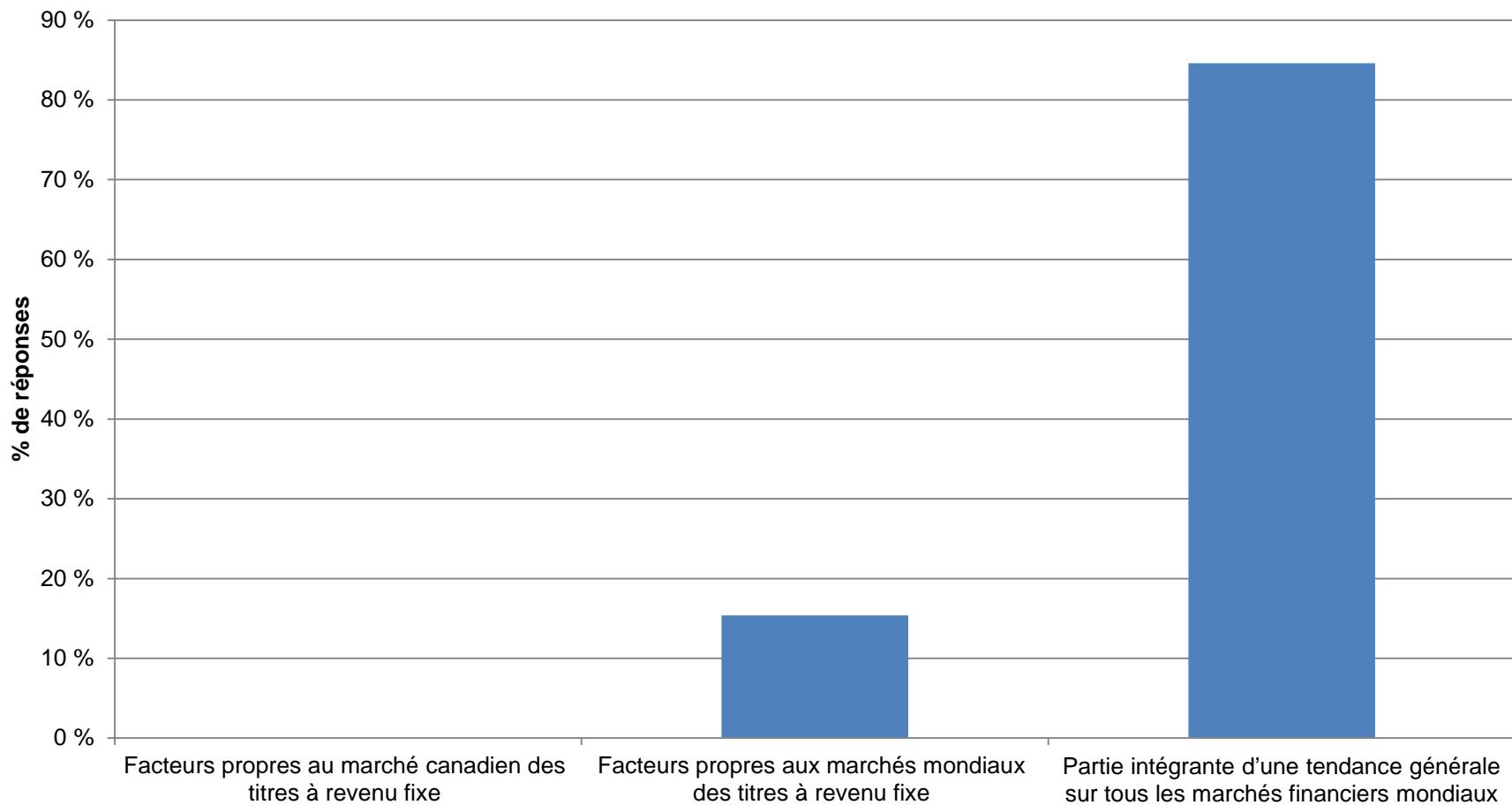
Principales préoccupations liées à l'évolution récente de la liquidité



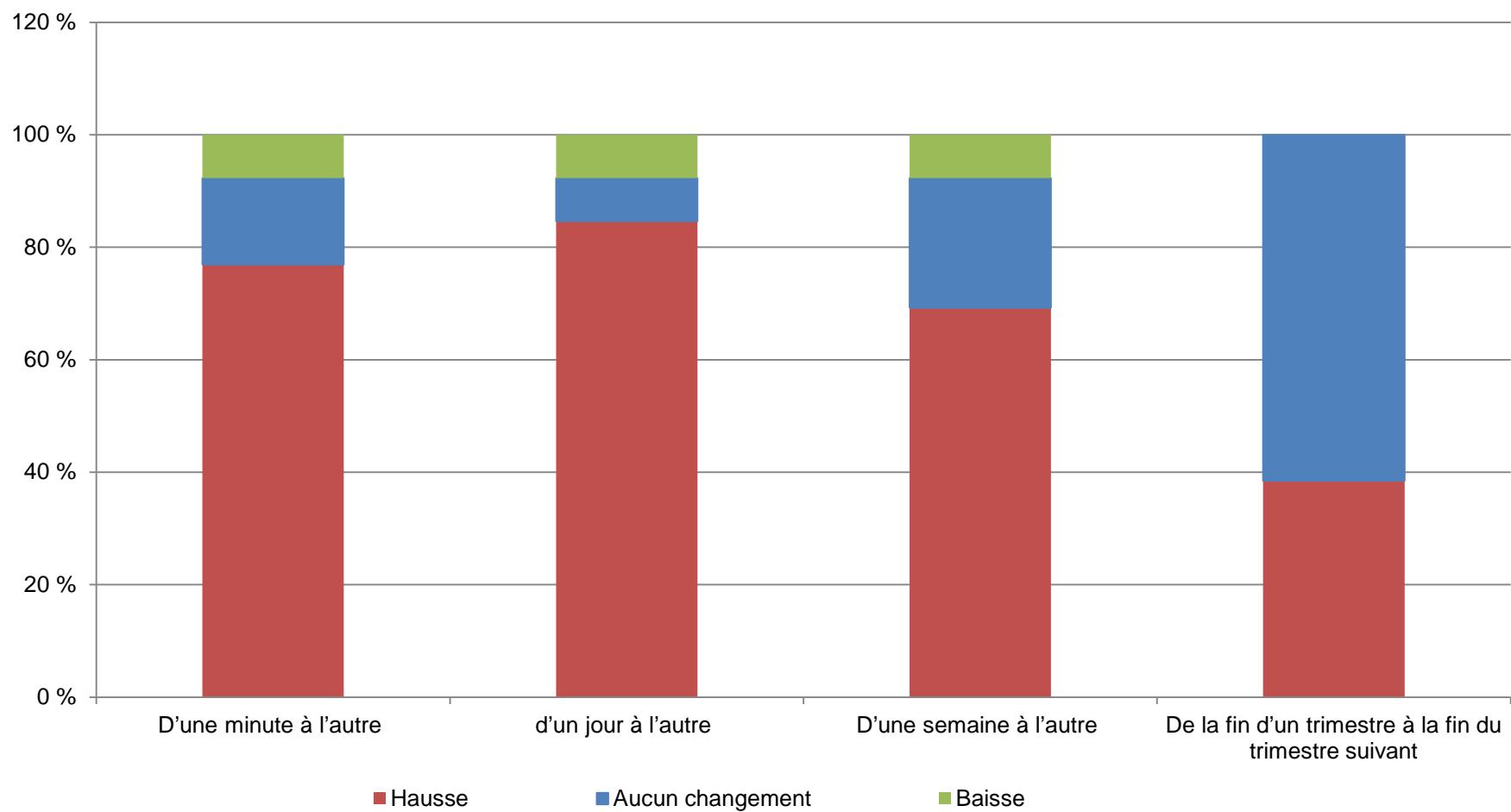
Incidence de la réduction de la liquidité sur la capacité du fonds ou de la firme de réaliser son mandat



Incidence des facteurs mondiaux sur la liquidité du marché canadien des titres à revenu fixe



Évolution de la variabilité de la liquidité au cours des deux dernières années



Résumé des constatations issues de l'enquête

- ❖ Au cours des deux dernières années, il y a eu une réduction de la liquidité de la plupart des titres à revenu fixe au Canada (le phénomène a été particulièrement prononcé dans le cas des obligations de sociétés).
- ❖ Parmi les principaux déterminants de la baisse de la liquidité qui ont été mentionnés, on retrouve la réglementation et la diminution de la capacité de tenue de marché des courtiers.
- ❖ La liquidité est devenue plus volatile; les participants s'inquiètent du manque de liquidité en cas d'événements survenant sur le marché.
- ❖ La réduction de la liquidité ne semble pas constituer un phénomène propre au Canada mais reflète plutôt une tendance générale sur tous les marchés financiers mondiaux.

Les constatations concordent avec les points mis en lumière lors d'un colloque de la Banque du Canada

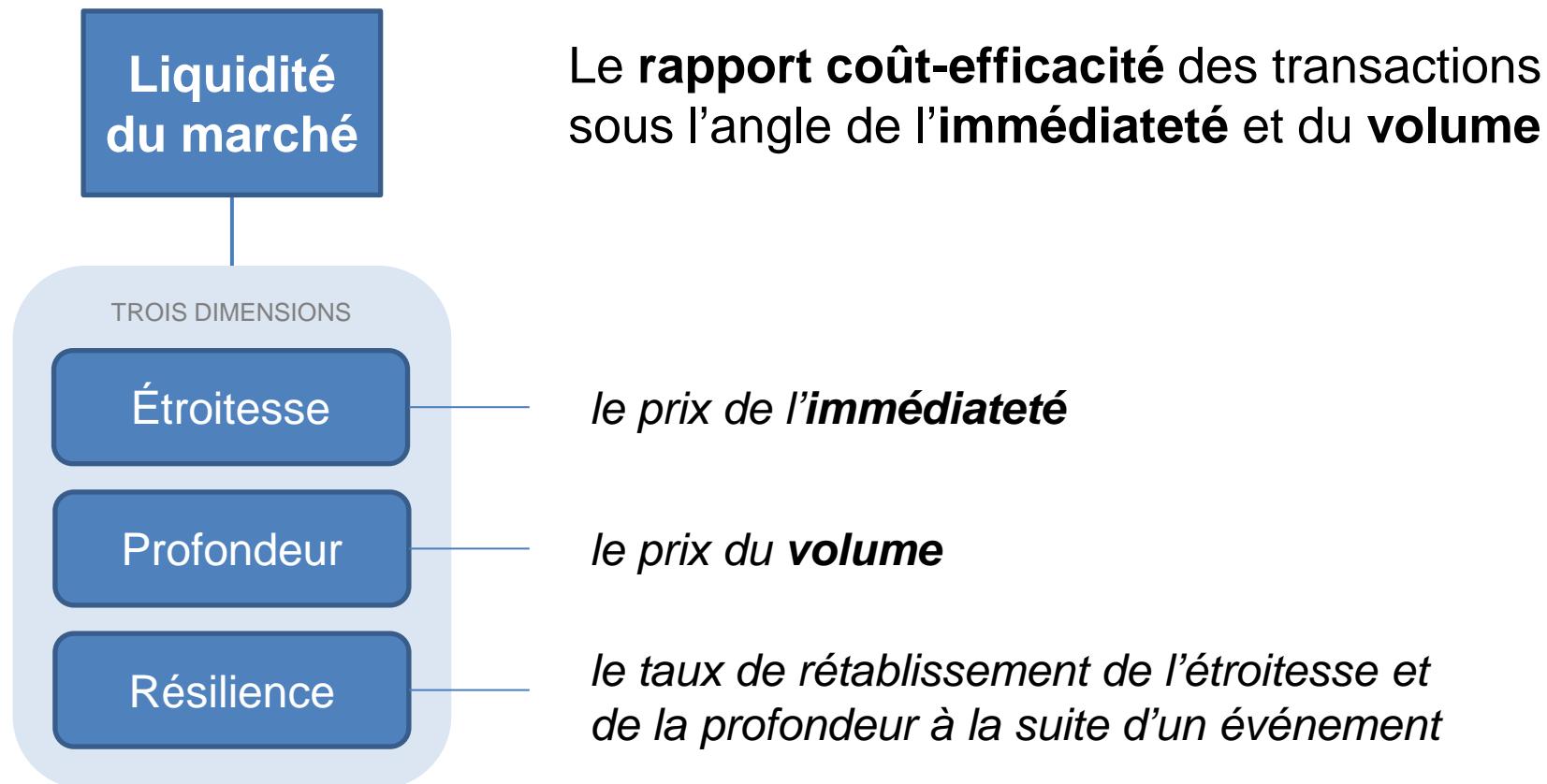
Les résultats de l'enquête concordent avec les points mis en lumière par le groupe de participants au marché qui s'est penché sur l'évolution de la dynamique de la liquidité dans le cadre du colloque coparrainé par la Banque du Canada intitulé « Liquidity Risk in Asset Management », tenu à Toronto les 10 et 11 septembre 2015.

- ❖ Quel devrait être le niveau de liquidité approprié?
 - Il n'est peut-être pas pertinent de comparer les conditions de liquidité actuelles avec celles existant en 2006-2007.
- ❖ La liquidité est plus contrastée – elle demeure bonne dans le cas des obligations souveraines et des produits dérivés connexes, mais elle a diminué en ce qui touche les obligations de sociétés.
 - Cela a eu une incidence sur la manière dont les participants transigent.
 - Les erreurs d'évaluation engendrées par l'illiquidité peuvent ouvrir des possibilités pour les gestionnaires suivant une stratégie active et disposant d'une bonne liquidité de leur bilan.
 - Le risque de liquidité a été transféré dans une certaine mesure du courtier à l'investisseur.
 - Quel devrait être l'ajustement des écarts de crédit aux fins de rendre compte de la baisse de liquidité touchant certains actifs?
- ❖ La croissance de la taille relative des fonds communs d'obligations et des FNB a fait augmenter le risque de prix associé aux rachats.
- ❖ Les écarts entre cours acheteur et vendeur ne constituent pas un bon indicateur de la liquidité; par contre, la profondeur du marché reflète bien la liquidité.



*Mesures de la liquidité sur le
marché des obligations du
gouvernement du Canada*

Mettons-nous au diapason concernant la liquidité du marché

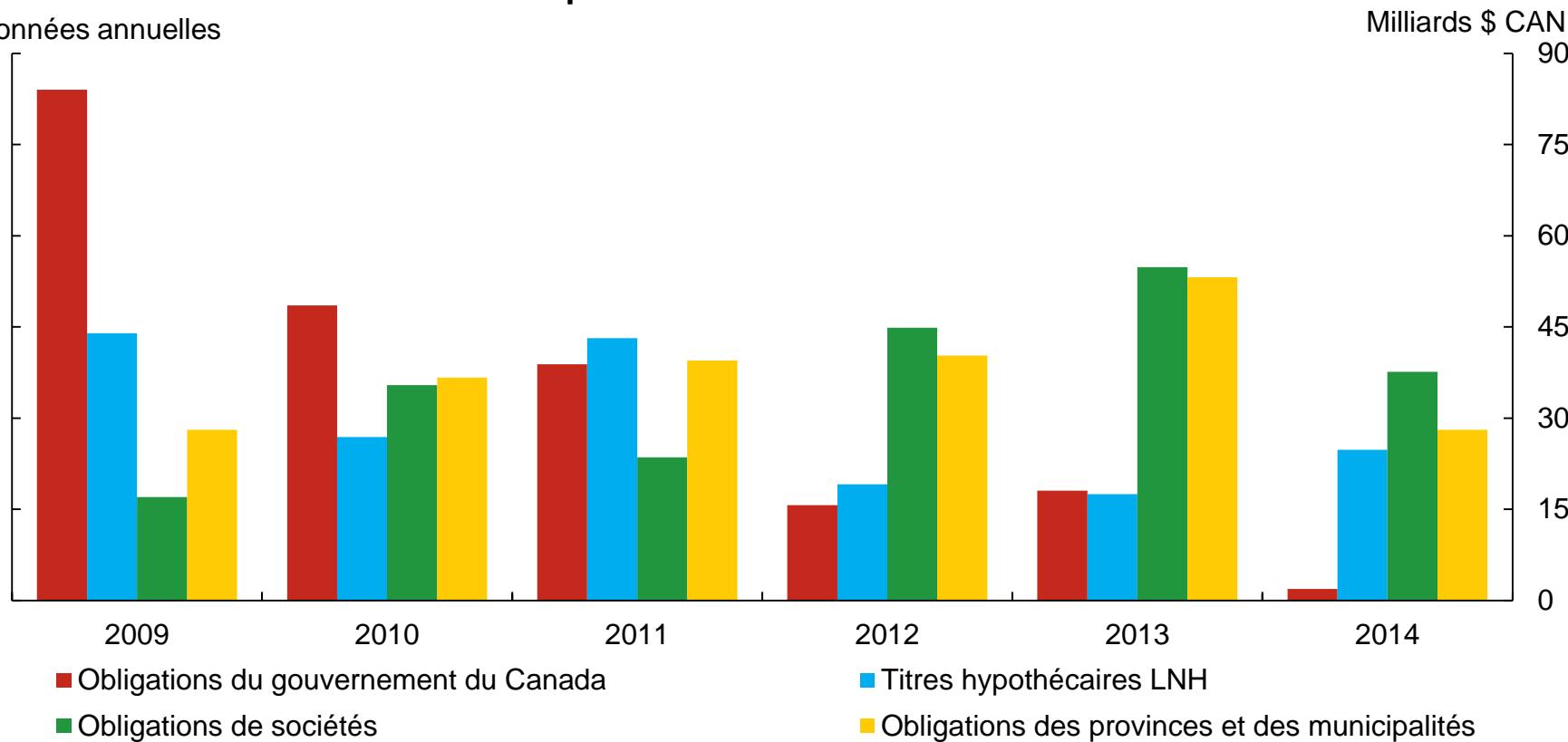


Sources : Banque des Règlements Internationaux; Kyle (1985); Stoll (1970)

Les émissions d'obligations au Canada évoluent

Nouvelles émissions nettes de titres placées au Canada

Données annuelles



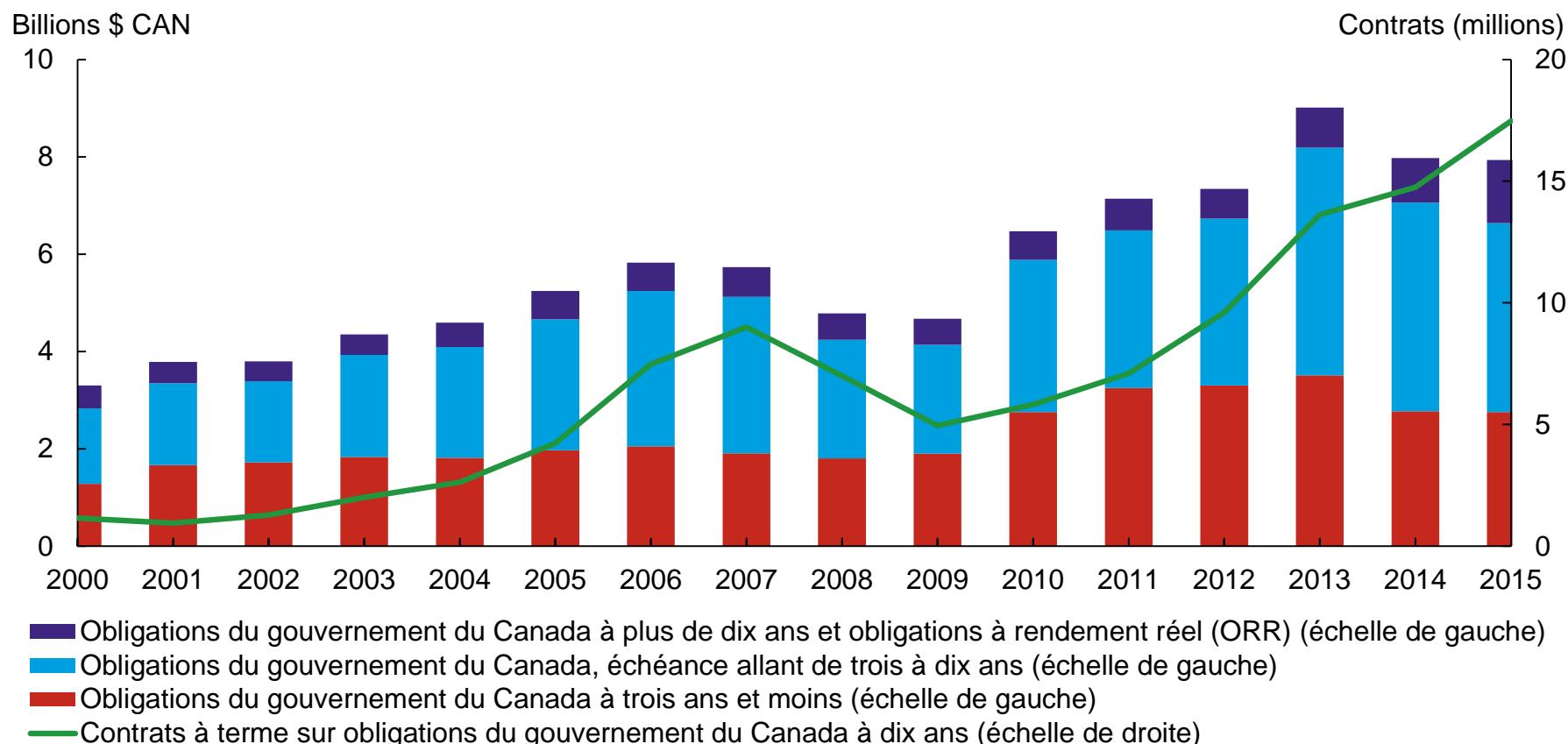
Sources : Statistique Canada et Banque du Canada (y compris les calculs).

Dernière observation : 2014

Le volume des transactions continue d'augmenter

Volume des transactions, titres du gouvernement du Canada

Données annuelles, volumes en 2015 (au prorata)



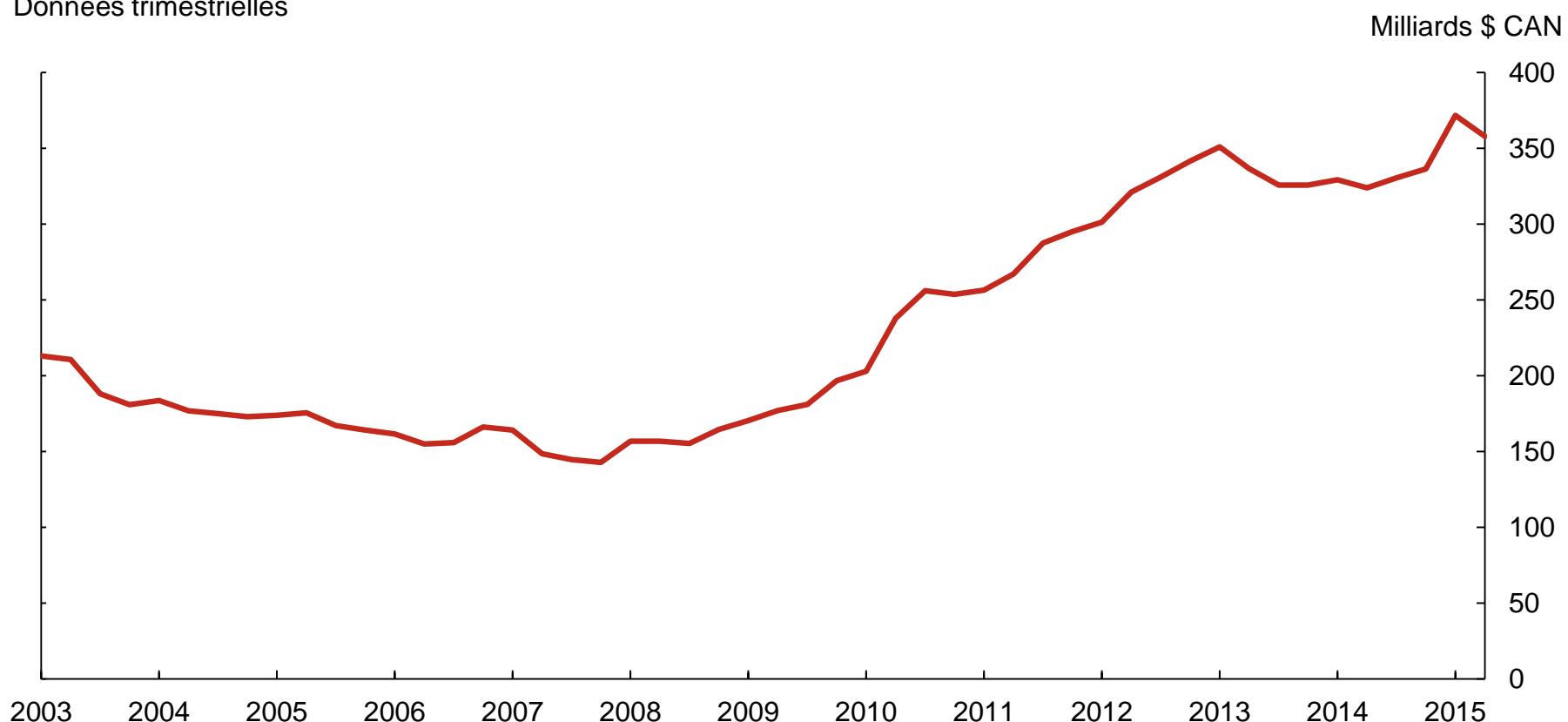
Sources : Bloomberg, SEROM et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015 (au prorata)

Flux d'investissements étrangers vers les obligations canadiennes : un sommet historique et un ralentissement

Portefeuilles étrangers d'obligations émises par des organismes publics canadiens

Données trimestrielles



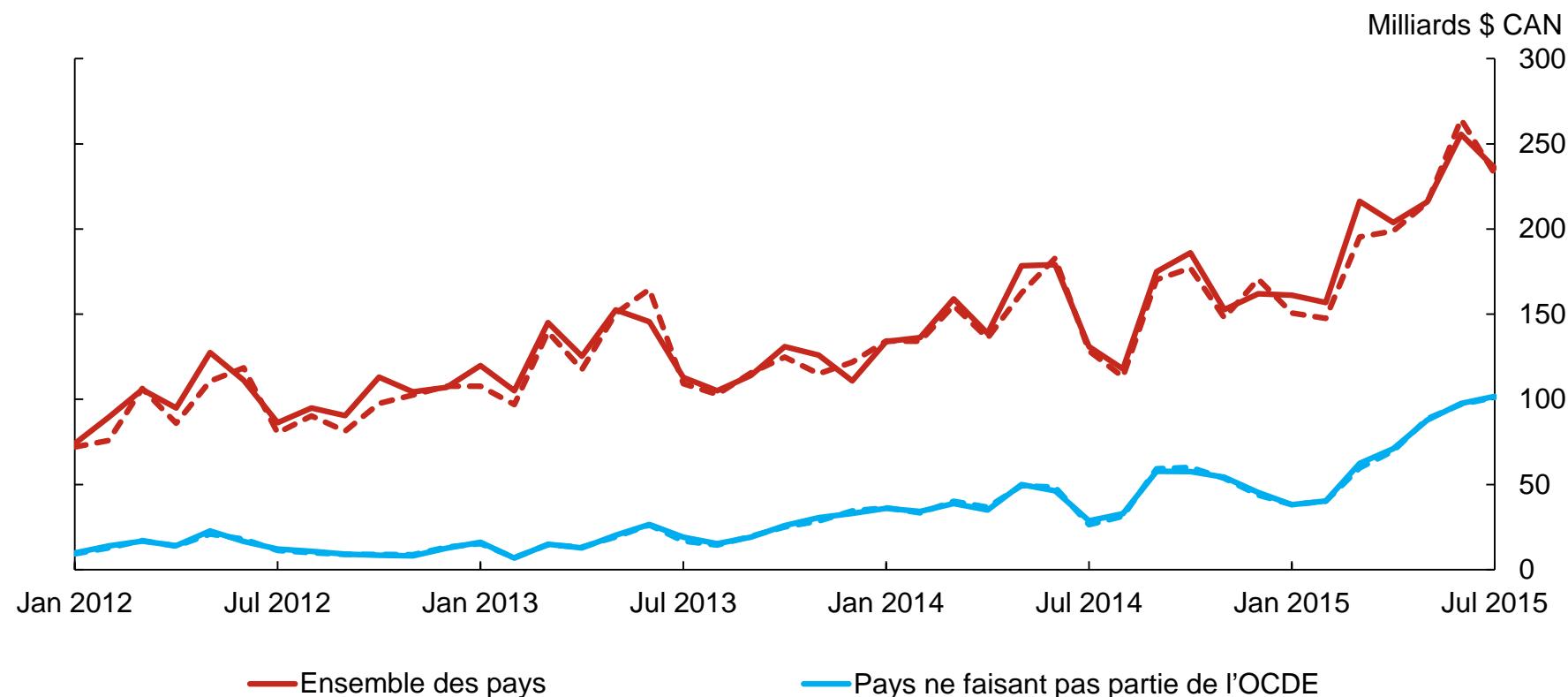
Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2015T2

Augmentation du volume d'activités par des détenteurs de titres étrangers

Transactions internationales sur obligations canadiennes des secteurs public et privé

Données mensuelles; trait continu = ventes, régions extérieures; trait pointillé = achats, régions extérieures



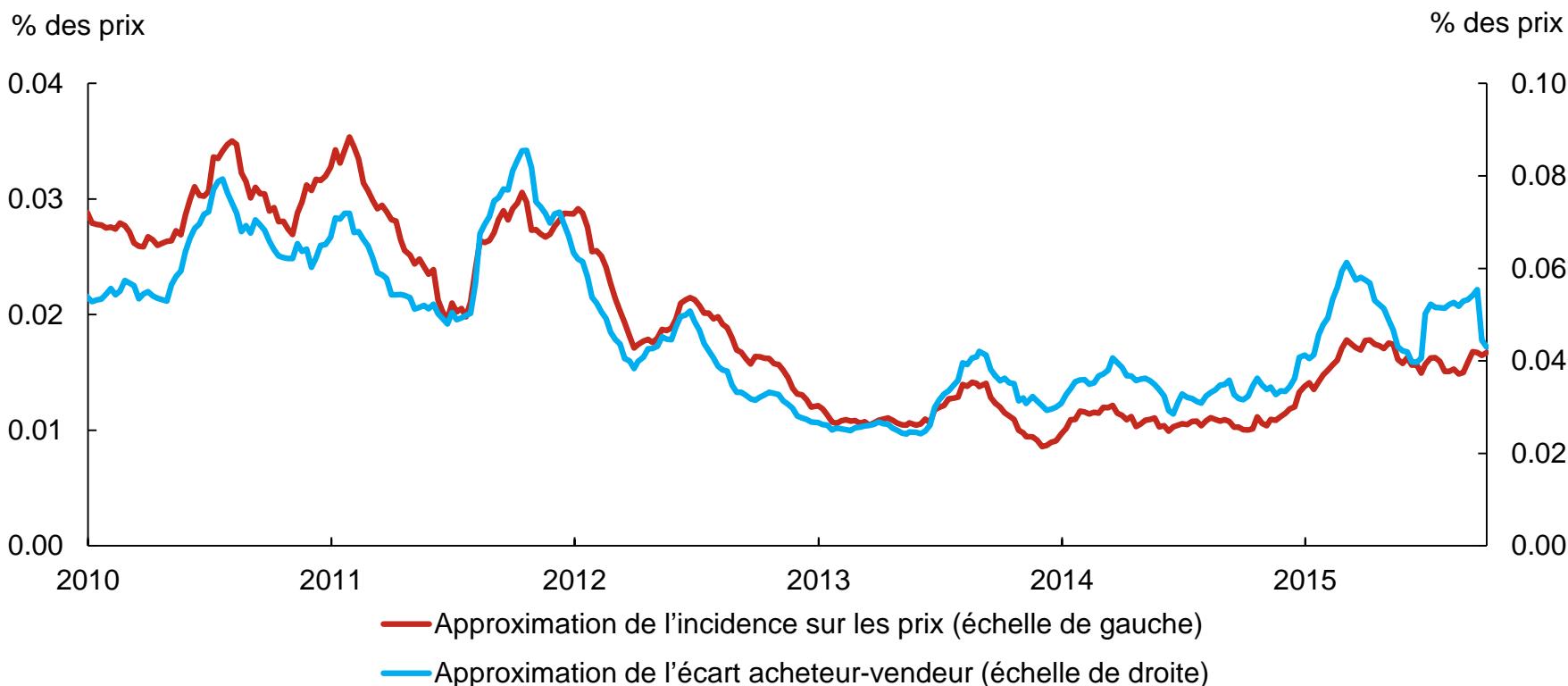
Source : Statistique Canada

Dernière observation : juillet 2015

La liquidité moyenne des titres du gouvernement du Canada est bonne par rapport à la moyenne historique, mais elle s'est dégradée récemment

Mesures de la liquidité, obligations du gouvernement du Canada

Données agrégées pour l'ensemble des transactions d'obligations; en pourcentage des prix
Données hebdomadaires, moyenne mobile sur 12 semaines



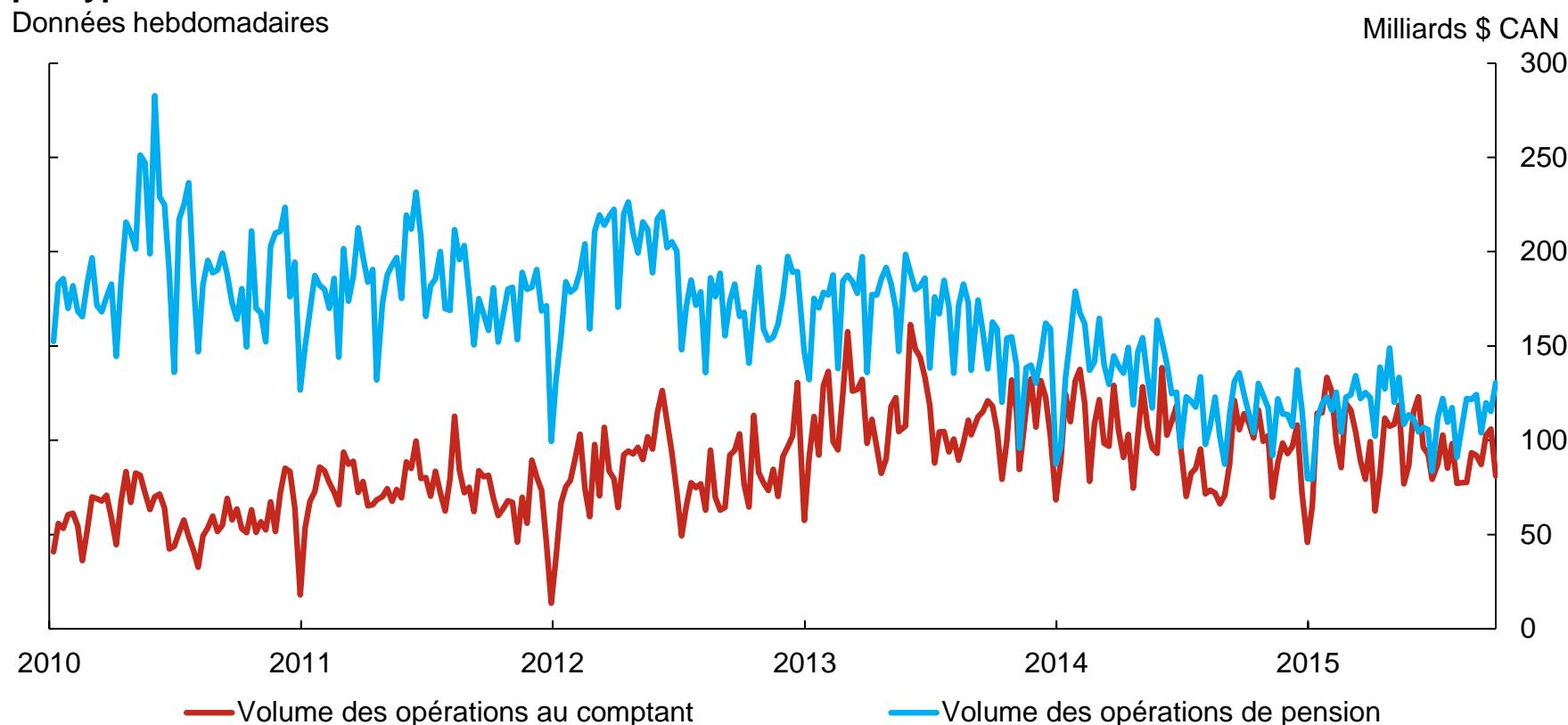
Sources : CDS et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 30 septembre 2015

Le marché des pensions et celui des obligations fonctionnent de concert

Volume agrégé des transactions portant sur des titres du gouvernement du Canada,
par type de transaction

Données hebdomadaires



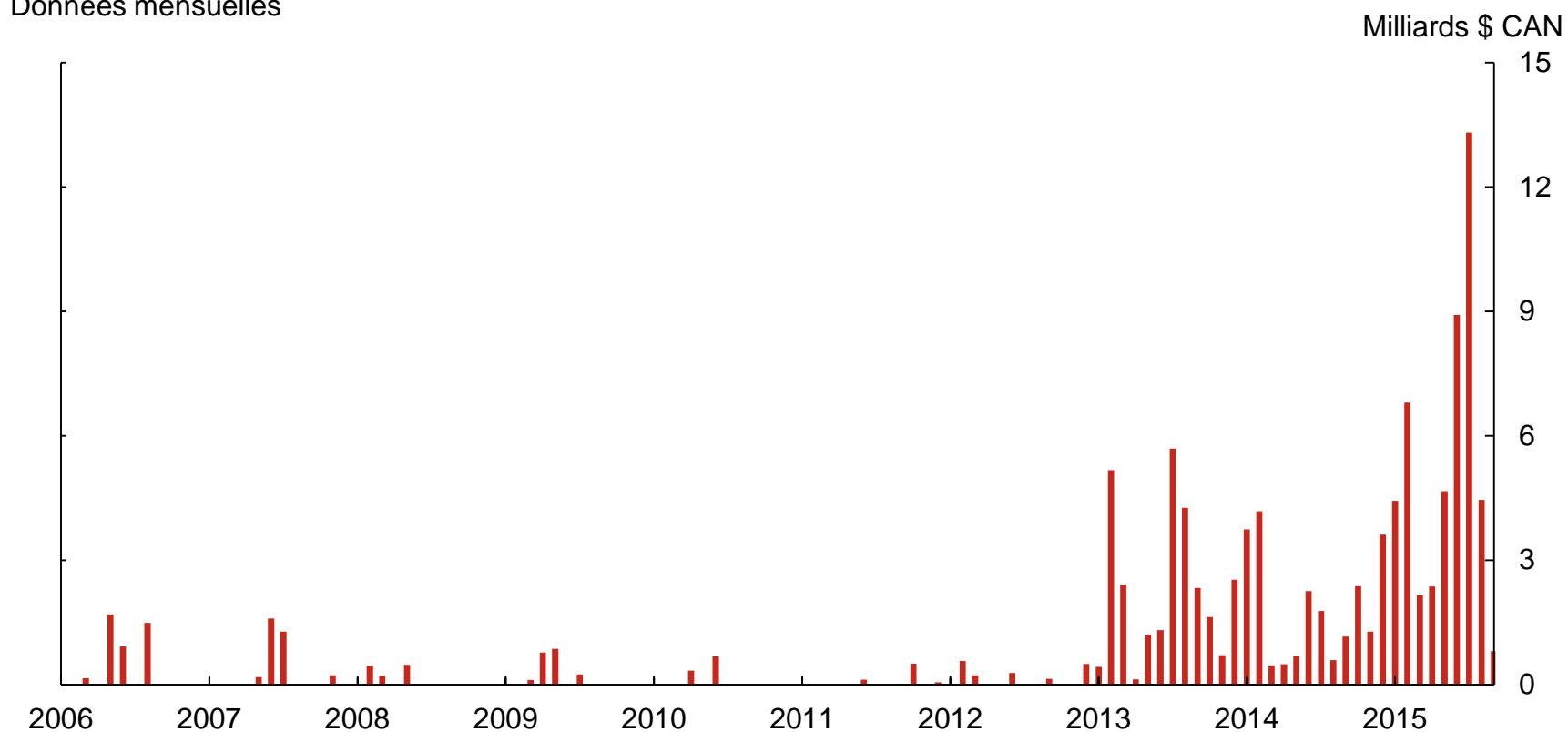
Sources : CDS et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 30 septembre 2015

Les prêts de titres par la Banque du Canada sont beaucoup plus fréquents

Prêts d'obligations du gouvernement du Canada par la Banque du Canada

Données mensuelles

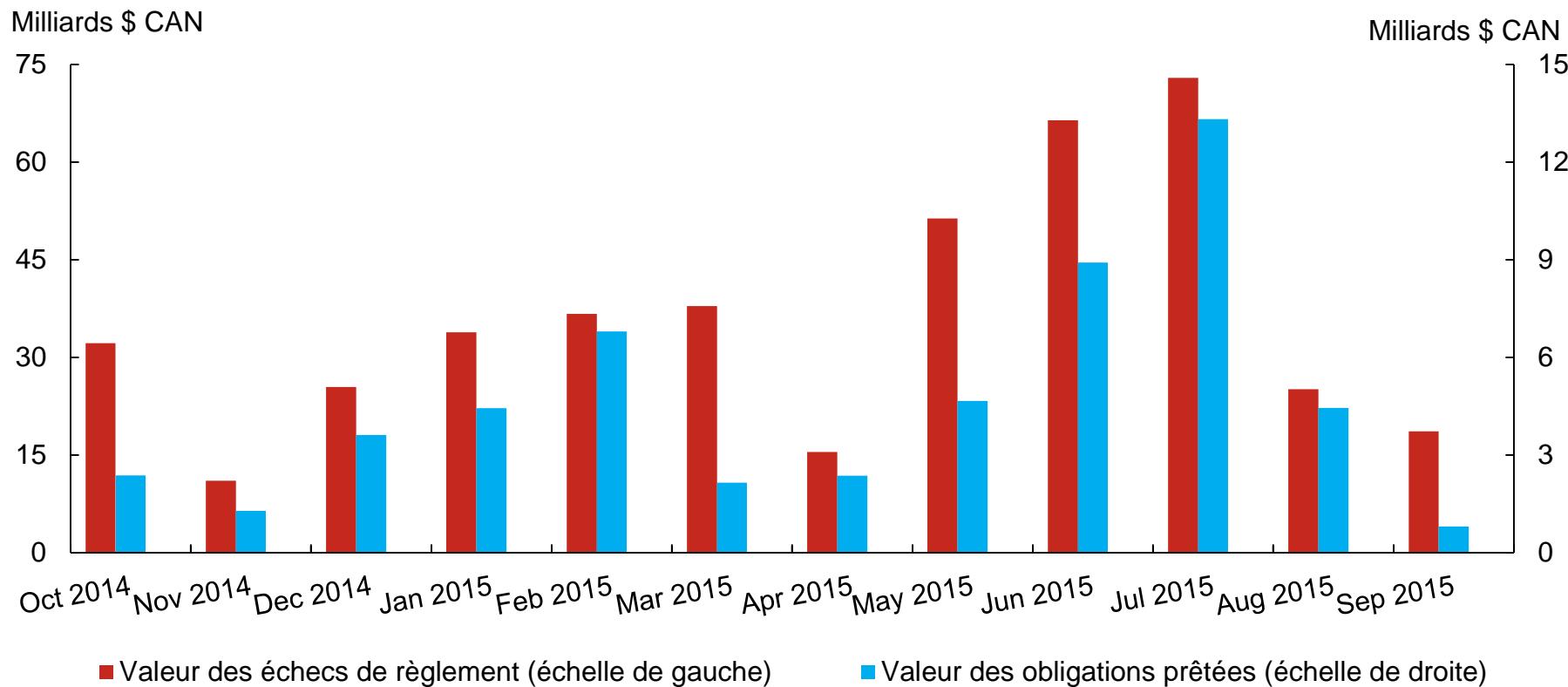


Source : Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2015

Les échecs de règlement sont eux aussi plus courants

Échecs de règlement et valeur des prêts d'obligations du Canada par la Banque du Canada
Données mensuelles



Modification de la méthodologie de la CDS le 1^{er} mai 2015

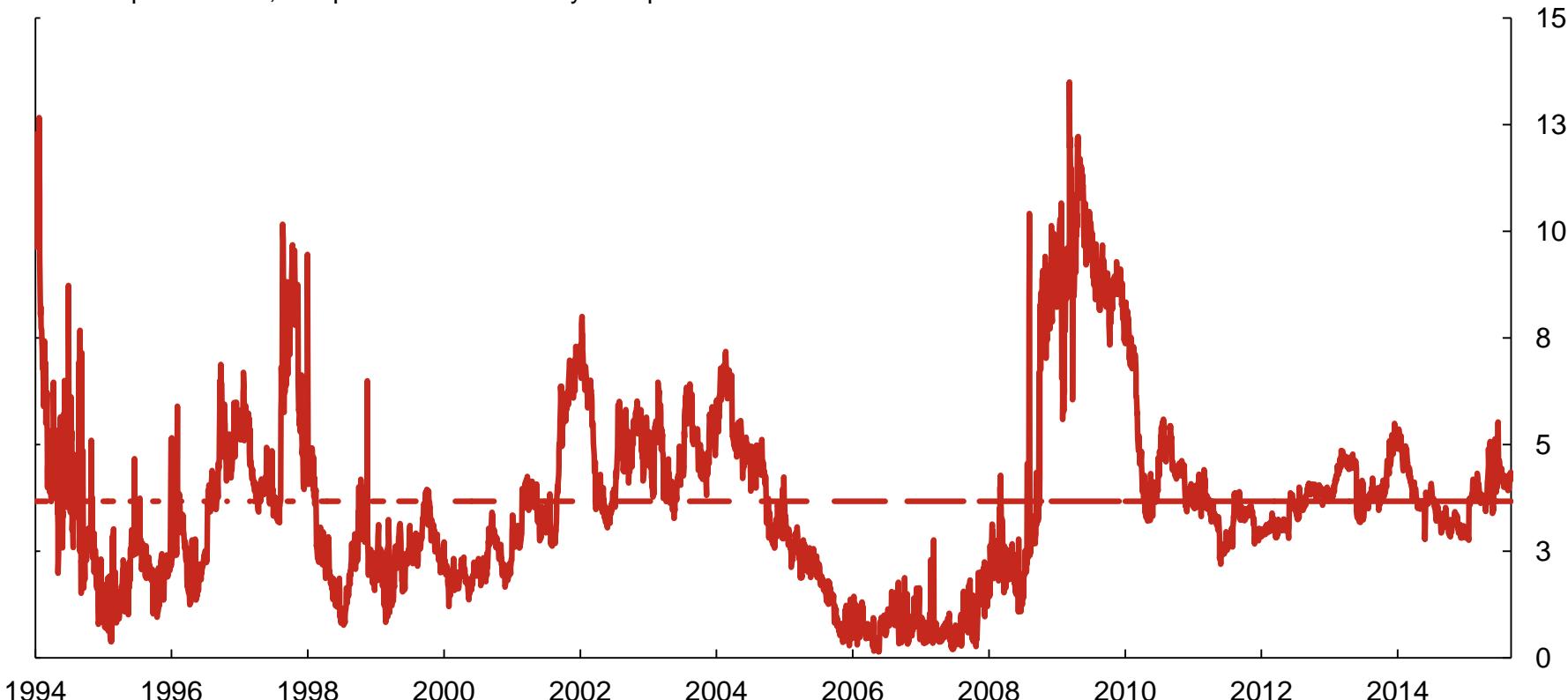
Sources : CDS et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2015

Dispersion normale le long de la courbe de rendement

Écarts par rapport à la relation d'arbitrage de la valeur relative (valeur quadratique moyenne)

Données quotidiennes; trait pointillé = niveau moyen depuis 1994



Sources : DEX et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 4 septembre 2015

Points de discussion

❖ Comment les facteurs suivants influent-ils sur la liquidité :

- Réglementation bancaire
- Taux d'intérêt bas et maintien prolongé de ce bas niveau
- Transparence après les transactions
- Évolution des investisseurs (p. ex., investisseurs étrangers adoptant une stratégie d'achat à long terme)
- Fonctionnement du marché des pensions

❖ Le cas échéant, quelle a été l'incidence de tendances comme...

- L'électronisation
- La « futurisation »

Annexe A

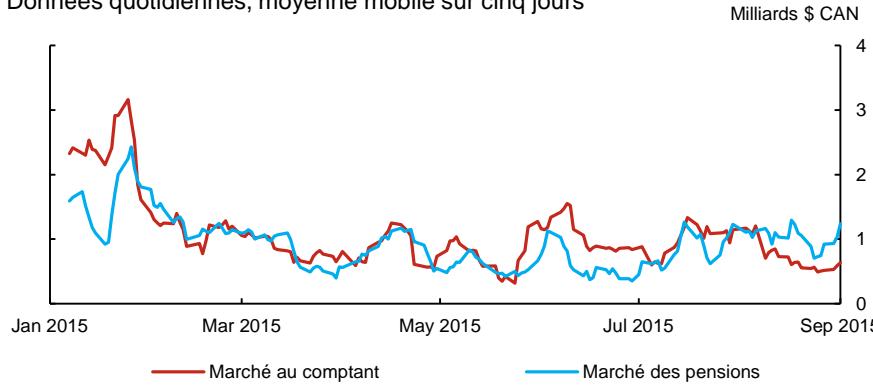


Marché canadien des titres à revenu fixe – Mesures du marché

Mesures portant sur les obligations à 2,5 % échéant en juin 2024

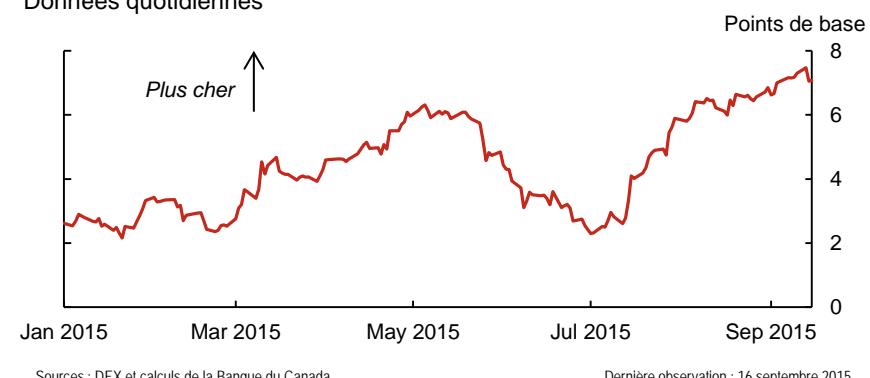
Volume des transactions

Données quotidiennes, moyenne mobile sur cinq jours



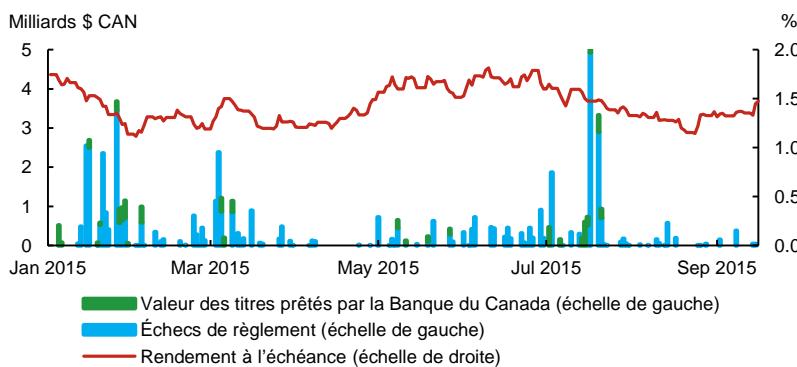
Écarts par rapport à la relation d'arbitrage de la valeur relative

Données quotidiennes



Échecs de règlement et rendement à l'échéance

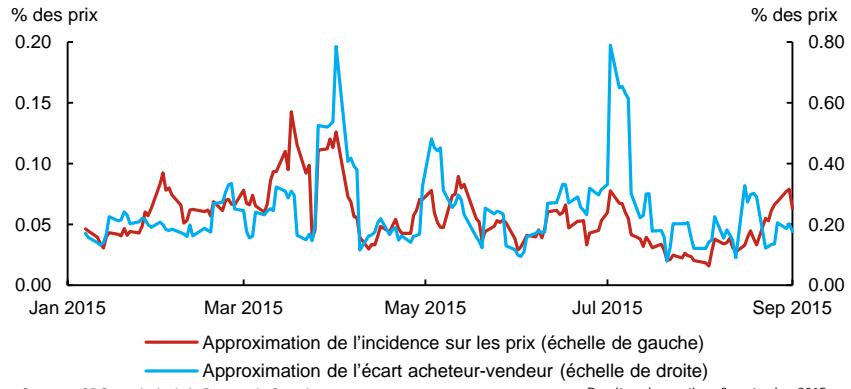
Données quotidiennes



Mesures de la liquidité

Données agrégées pour l'ensemble des transactions; pourcentage des prix

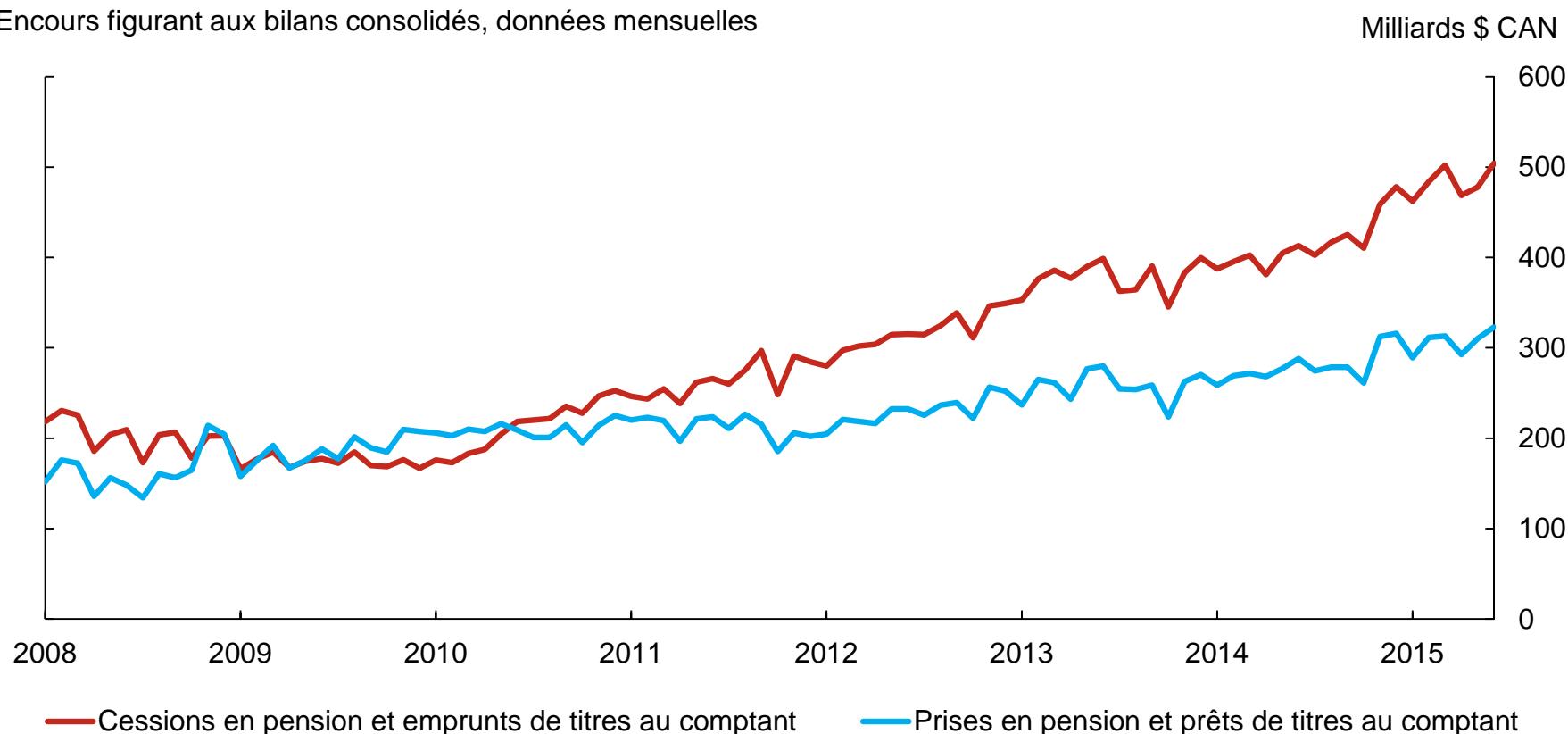
Données quotidiennes, moyenne mobile sur cinq jours



Les activités de financement des banques d'importance systémique nationale continuent de progresser

Les six grandes banques sont des emprunteuses nettes de titres

Encours figurant aux bilans consolidés, données mensuelles

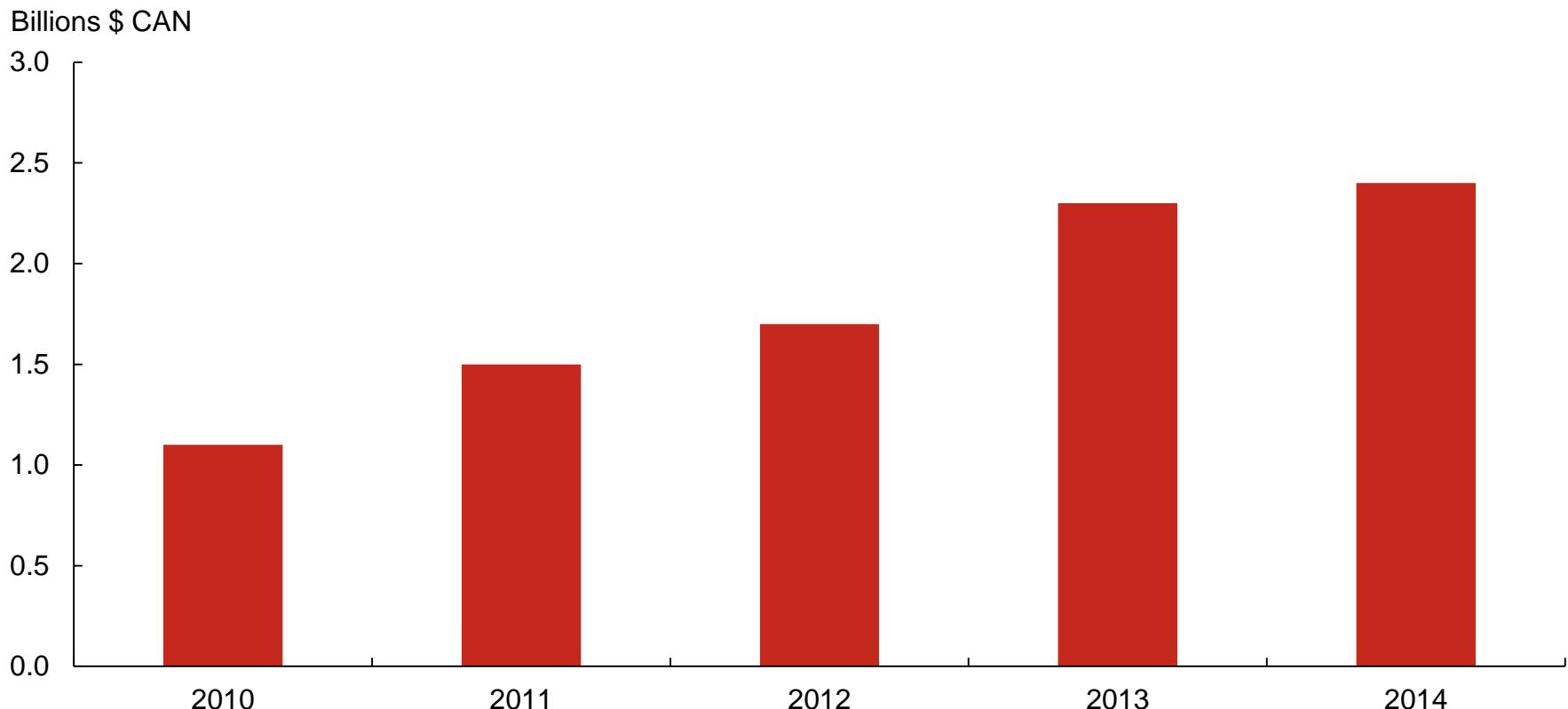


Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes (relevés M4)

Dernière observation : juin 2015

Croissance du volume d'opérations négociées sur CanDeal

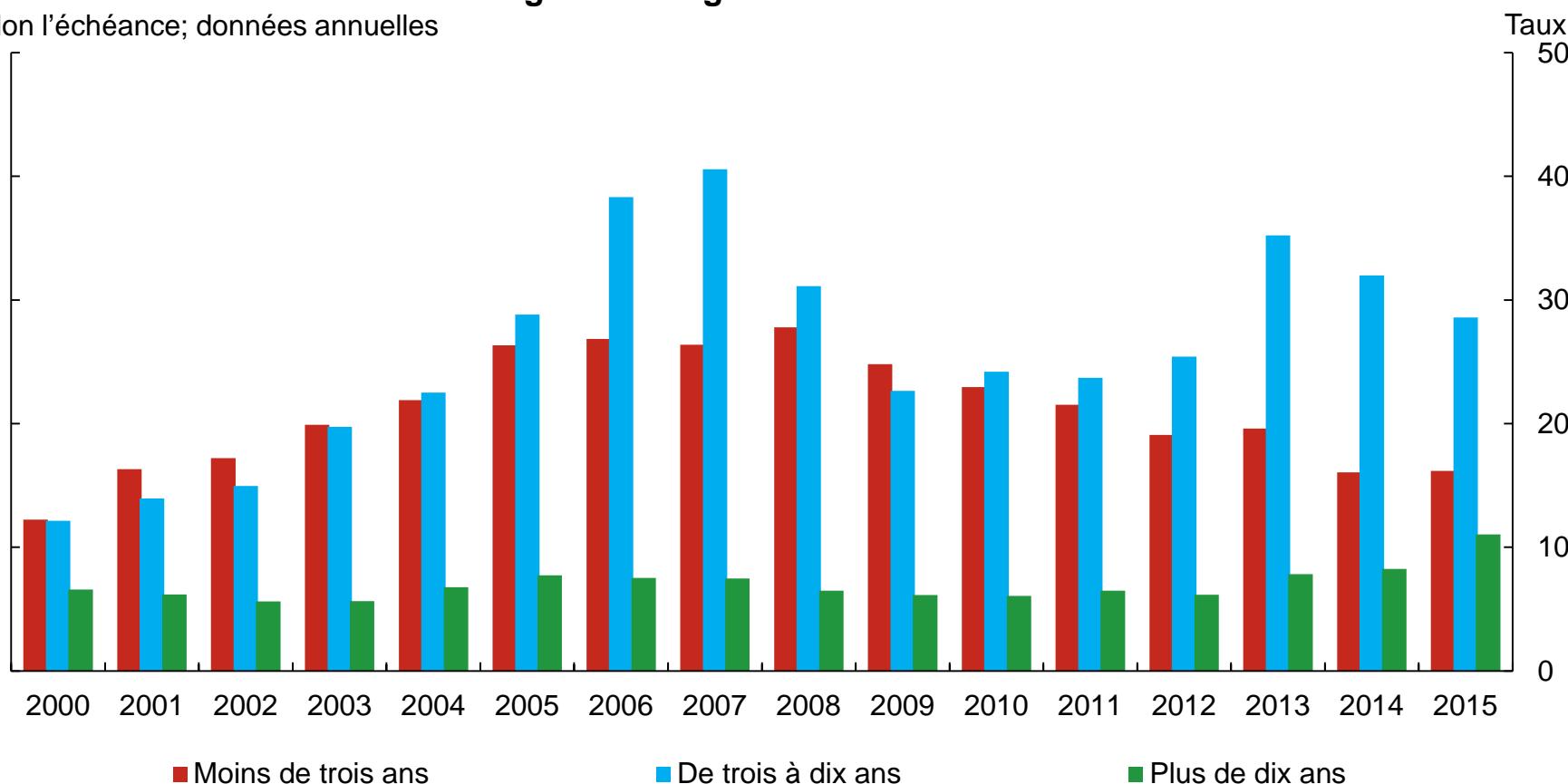
Volume annuel d'opérations négociées sur CanDeal



Taux de rotation des obligations du gouvernement du Canada

Taux de rotation annualisé des obligations du gouvernement du Canada

Selon l'échéance; données annuelles



Sources : SEROM et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015

Annexe B



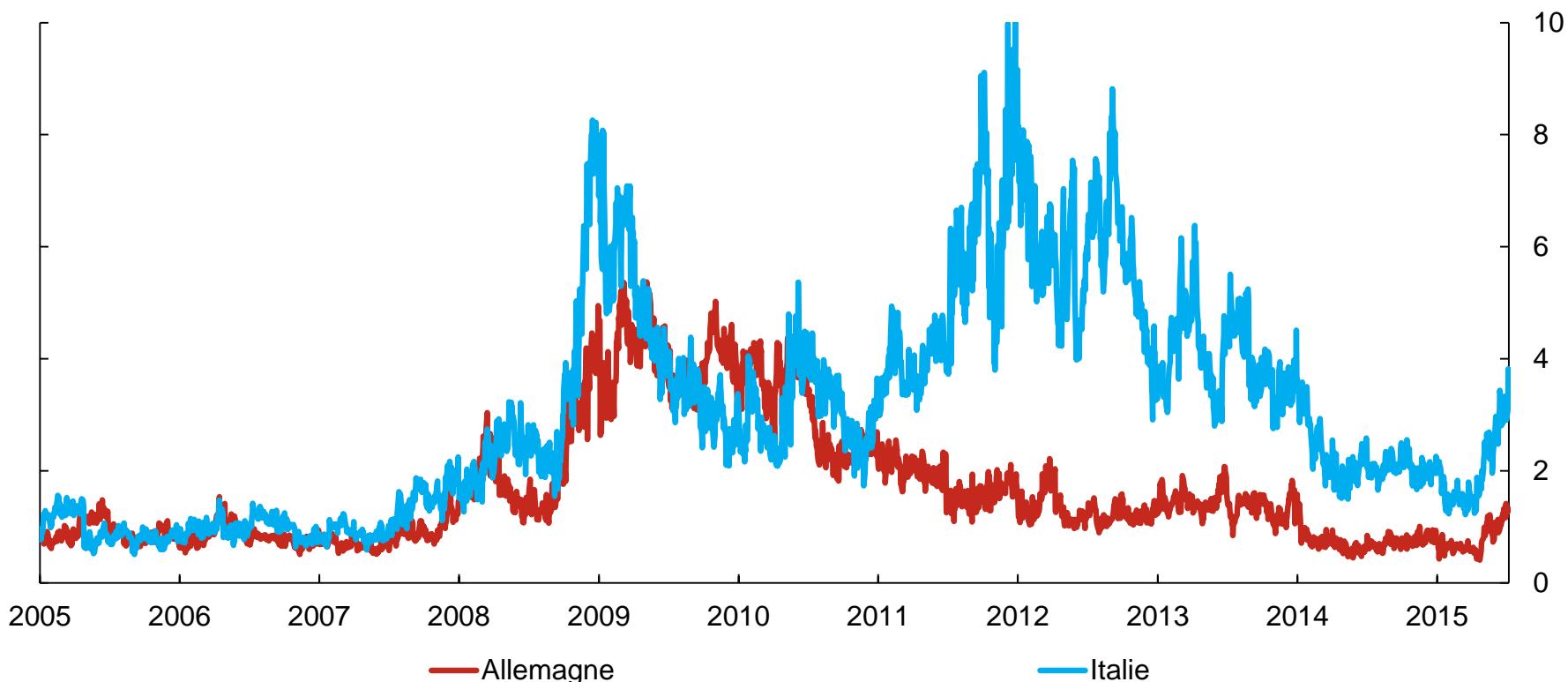
Marchés internationaux des titres
à revenu fixe – Mesures du
marché

Dispersion des prix des obligations dans la zone Euro

Écarts par rapport à la relation d'arbitrage de la valeur relative (valeur quadratique moyenne)

Données quotidiennes

Points de base



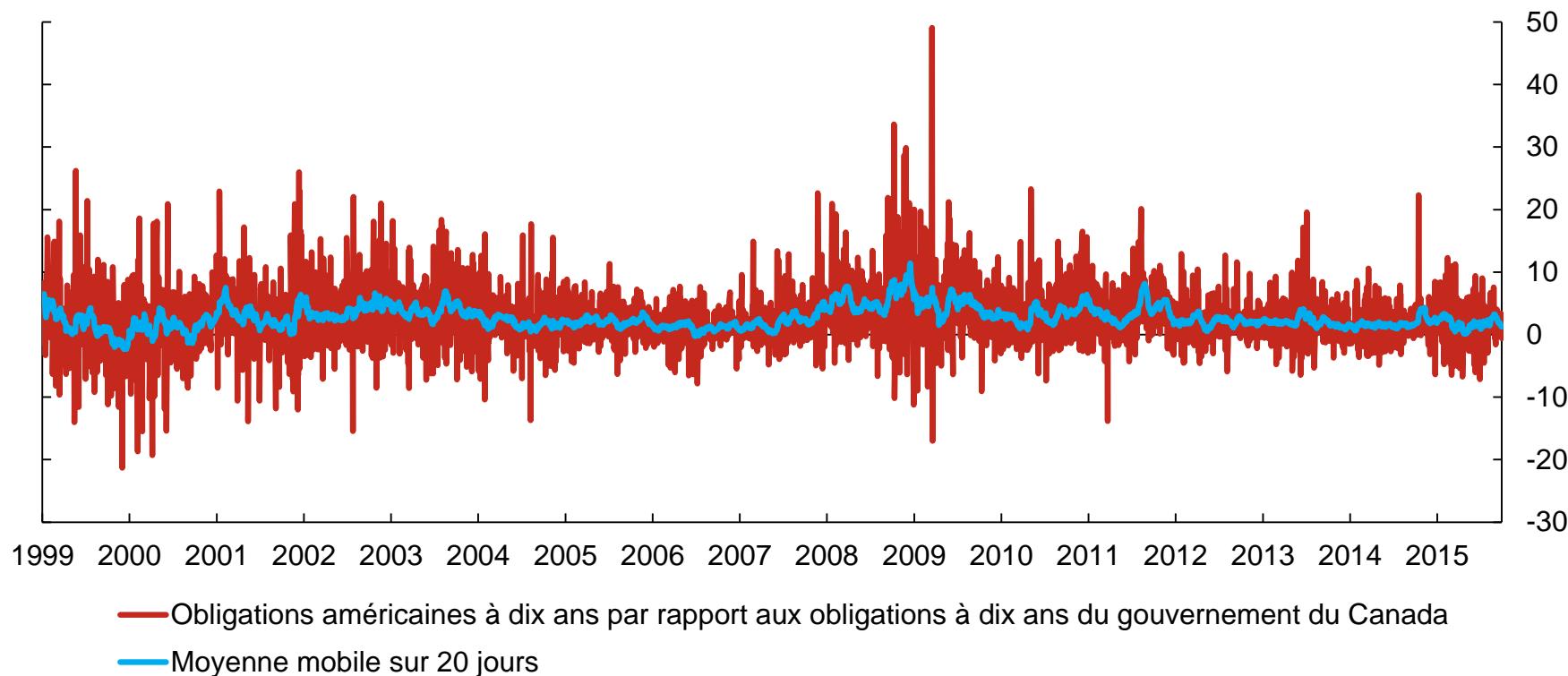
Sources : DEX et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 9 juillet 2015

La fourchette de négociation est nettement plus élevée aux États-Unis qu'au Canada

Excédent de la fourchette de négociation quotidienne des obligations américaines à dix ans sur celle des obligations à dix ans du gouvernement du Canada

Données quotidiennes



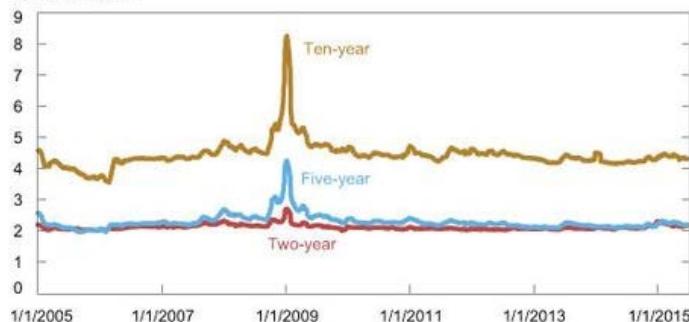
Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 28 septembre 2015

Liquidité des titres du Trésor américain (Banque fédérale de réserve de New York)

Bid-ask spreads are narrow and stable

256ths of a point

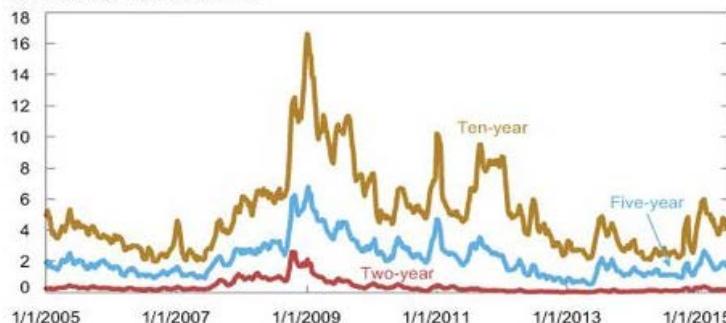


Source: Authors' calculations, based on data from BrokerTec.

Notes: The chart plots the twenty-one-day moving average for on-the-run notes. Price is per \$100 par. Increments are measured in 256ths of a point.

Price impact of trades has recently risen

256ths of a point per \$100 million

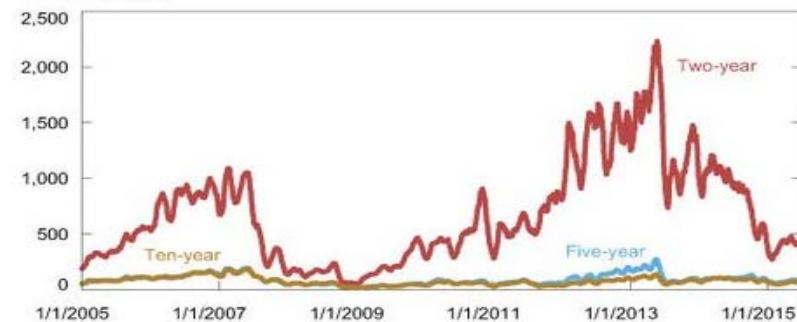


Source: Authors' calculations, based on data from BrokerTec.

Notes: This chart plots the four-week moving average of slope coefficients from weekly regressions of five-minute price changes on five-minute net order flow for the on-the-run notes. Price is per \$100 par.

Depth has declined from recent highs

Millions of dollars

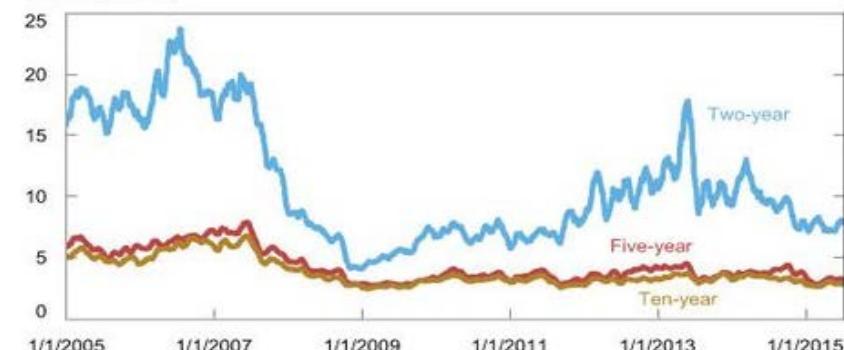


Source: Authors' calculations, based on data from BrokerTec.

Notes: This chart plots the twenty-one-day moving average for on-the-run notes. Data are for order book depth at the inside tier, summed across the bid and offer sides.

Trade size has declined over time

Millions of dollars



Source: Authors' calculations, based on data from BrokerTec.

Notes: The chart plots the twenty-one-day moving average for on-the-run notes.