



## **RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS**

Toronto, le 7 octobre 2015, de 16 h à 18 h

### **1. Objectifs du Forum canadien des titres à revenu fixe**

On souhaite aux membres du Forum canadien des titres à revenu fixe (le Forum) la bienvenue à la première réunion du groupe, et on présente les objectifs, la structure et l'organisation du Forum. Celui-ci fonctionnera un peu comme le Bond Market Contact Group (groupe de contact sur le marché des obligations) de la Banque centrale européenne (BCE) et le Treasury Market Practices Group (groupe sur les pratiques du marché des obligations du Trésor) de la Réserve fédérale. La liste des membres du Forum, les ordres du jour, présentations et résumés de ses réunions seront affichés sur la page Web du Forum, dans le site Web de la Banque du Canada.

Les quatre principaux objectifs proposés sont les suivants : a) accroître l'efficacité et la résilience du marché canadien des titres à revenu fixe; b) hausser la qualité et la clarté des pratiques de négociation des titres à revenu fixe au Canada ainsi que favoriser la compréhension de ces pratiques à l'échelle du marché; c) évaluer l'infrastructure du marché et proposer des changements; d) faire part des recommandations et des analyses aux organismes de surveillance et de réglementation, aux groupes sectoriels et à d'autres participants au marché, au besoin. Les objectifs et la structure organisationnelle seront approuvés et fixés de façon définitive en fonction de la rétroaction des membres.

### **2. Thèmes en vue de discussions futures**

Les thèmes proposés par les membres pour les réunions à venir sont présentés en vue d'établir l'ordre des priorités pour 2016. Les discussions porteront principalement sur la liquidité – il s'agit notamment d'analyser l'incidence sur la liquidité des interrelations au sein du marché des titres à revenu fixe, et de mesurer les répercussions des modifications de la réglementation sur le fonctionnement du marché. Les participants s'entendent pour mener des enquêtes auprès des membres afin de mieux analyser ces enjeux. Les sujets qui seront abordés en 2016 seront mis au point de façon définitive à la prochaine réunion.

### **3. Liquidité du marché canadien des titres à revenu fixe**

#### ***a) Résultats de l'enquête sur la liquidité du marché***

Le secrétariat présente les résultats de l'enquête informelle sur la liquidité du marché menée auprès des membres du Forum. Selon ces derniers : a) il y a eu une réduction de la liquidité de la plupart des titres à revenu fixe au cours des deux dernières années, phénomène qui a été particulièrement prononcé dans le cas des obligations de sociétés; b) les principaux déterminants

de la baisse de la liquidité ont été la réglementation et la diminution de la capacité de tenue de marchés des courtiers, même si de nombreux autres facteurs sont également cités; c) la liquidité est devenue plus fragile ou volatile; d) la réduction de la liquidité sur le marché canadien des titres à revenu fixe semble liée à une tendance mondiale générale dans le sens d'une diminution de la liquidité sur tous les marchés financiers. D'après les réponses recueillies, la plupart des membres sont très préoccupés au sujet du montant des liquidités qui serait disponible durant une période de tension sur les marchés et des répercussions que cette situation aurait sur la confiance à l'égard du marché.

Certains membres craignent que le niveau de liquidité ne continue de baisser. On signale que la négociation pour compte propre a reculé au profit de la négociation pour compte de tiers, évolution en grande partie attribuable aux changements apportés au cadre de réglementation. Selon certains participants, ces modifications ont entraîné une baisse de la rentabilité des activités d'intermédiation des négociants pour compte propre.

L'enquête révèle que le niveau perçu de liquidité des obligations de référence du gouvernement est supérieur à celui des contrats à terme correspondants. Selon certains membres, cela tient à la différence d'amplitude des écarts acheteur-vendeur. Un écart plus grand entre les cours acheteur et vendeur des obligations de référence au comptant permet en effet de mieux absorber l'incidence d'opérations de grande taille que l'écart plus étroit affiché pour les marchés à terme.

Les membres ne sont pas tous du même avis sur la façon de définir un niveau de liquidité approprié. Toutefois, plusieurs d'entre eux s'entendent sur le fait que le prix de la liquidité a peut-être été sous-évalué au cours de la période 2006-2007.

#### ***b) Liquidité du marché des obligations du gouvernement du Canada***

La Banque du Canada présente divers indicateurs potentiels de la liquidité des obligations du gouvernement du Canada. L'exposé porte principalement sur les deux volets suivants : a) la négociation des titres du gouvernement du Canada, y compris l'émission et les volumes; b) les flux étrangers sur le marché canadien.

Certains membres ont des doutes quant à la liquidité des instruments du gouvernement du Canada représentés dans les données. Comparativement à certaines analyses selon lesquelles la détérioration de la liquidité serait récente, plusieurs membres croient que le niveau de liquidité des obligations du gouvernement se dégrade depuis plus longtemps et qu'il est maintenant à son niveau le plus bas depuis la crise. Ces doutes tiennent notamment au fait que les données sur les transactions ne permettent pas de distinguer la proportion des opérations sur titres du gouvernement qui sont motivées par d'autres activités (par exemple, faciliter les opérations sur obligations de sociétés), ni de rendre compte des ajustements que les participants au marché ont dû effectuer dans leurs pratiques de négociation. Par conséquent, les membres sont d'avis que les données surestiment le niveau réel de la liquidité du marché des titres du gouvernement du Canada; cependant, dans l'ensemble, ils conviennent qu'il est difficile de mesurer et d'évaluer la liquidité du marché. Ils proposent d'analyser les données des courtiers intermédiaires et de CanDeal afin de mieux la mettre en lumière.

#### **4. Incidence de la baisse de liquidité et des modifications de la réglementation**

Les investisseurs mentionnent que, dans le contexte économique actuel, ils ont dû ajuster leurs stratégies de négociation. Ces stratégies se fondent de plus en plus sur des macrodonnées et sont de moins en moins tactiques. Les membres se disent particulièrement préoccupés par le niveau de liquidité du marché des obligations de sociétés compte tenu de la forte hausse de l'émission nette de ces titres. Certains d'entre eux affirment acheter des titres de sociétés en tenant pour acquis qu'ils devront probablement les conserver jusqu'à échéance. Les membres signalent également que le regroupement des investisseurs à l'échelle mondiale s'est traduit par des transactions de plus en plus volumineuses, au moment où l'appétit des intermédiaires à l'égard du risque avait diminué.

Les membres du côté des vendeurs mentionnent l'importance accrue accordée à la gestion efficace des bilans par suite de divers changements apportés à la réglementation. Les membres reconnaissent que la réglementation permet d'atténuer les risques systémiques au sein du système financier, mais qu'elle induit aussi un déplacement du risque de liquidité des teneurs de marché traditionnels aux investisseurs.

Après la réunion, les documents suivants qui abordent le sujet sont envoyés aux membres par voie électronique :

- [Rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde, chapitre 2 : La liquidité du marché est-elle résiliente ou éphémère?](#) (en anglais)
- [Avis de consultation 21-315 des ACVM : Prochaines étapes en matière de réglementation et de transparence du marché des titres à revenu fixe](#)
- [US Joint Staff Report on the US Treasury Market on October 15, 2014](#) (en anglais)
- [Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications](#) – rapport du Comité sur le système financier mondial (Banque des Règlements Internationaux) (en anglais)

#### **5. Modification du cadre de la Banque du Canada régissant les opérations sur les marchés financiers**

Au terme de la discussion sur la liquidité, on présente les modifications annoncées le 30 septembre 2015 qui touchent le cadre de la Banque du Canada régissant les opérations sur les marchés financiers. Ces modifications ont été conçues afin de tenir compte des enseignements tirés de la crise financière mondiale et de l'évolution des marchés. Pour en savoir davantage sur la question, cliquez [ici](#).

#### **6. Autres points**

Les coprésidents se réjouissent de la création du Forum et concluent la réunion. Ils mettent l'accent sur le fait que le Forum constituera une précieuse tribune pour régler les problèmes relatifs au fonctionnement du marché canadien des titres à revenu fixe et améliorer le dialogue entre les participants au marché et les décideurs.

La prochaine réunion aura lieu à Toronto le 25 janvier 2016.

### **Liste des participants à la réunion**

#### **Représentants du marché**

Jean-François Pépin, Addenda Capital

John McArthur, Bank of America Merrill Lynch

Michael Taylor, BlueCrest Capital Management

Chris Beauchemin, British Columbia Investment Management Corporation

Marc Cormier, Caisse de dépôt et placement du Québec

Roger Casgrain, Casgrain & Compagnie

Chris Kalbfleisch, Connor, Clark & Lunn Investment Management

Martin Bellefeuille, Valeurs mobilières Desjardins

Daniel Bergen, La Great-West, compagnie d'assurance-vie

Murray Shackleton, Compagnie d'Assurance-Vie Manufacturers

Daniel Duggan, Financière Banque Nationale

Jason Chang, Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario

Jim Byrd, RBC Marchés des Capitaux

Andrew Branion, Banque Scotia

Mike Donnelly, Valeurs mobilières TD

#### **Banque du Canada**

Lynn Patterson (coprésidente)

Toni Gravelle (coprésident)

Harri Vikstedt

Paul Chilcott

Grahame Johnson

Eric Tuer

Maksym Padalko

Samantha Sohal