



RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Toronto, le 25 janvier 2016, de 16 h à 18 h

1. Conditions récentes sur les marchés et perspectives pour le premier trimestre de 2016

Les membres analysent les conditions récentes sur les marchés des titres à revenu fixe, de même que les perspectives pour le premier trimestre de 2016. Le début de l'année 2016 est décrit comme étant difficile, des membres évoquant les conséquences de l'importante baisse des cours sur les marchés boursiers mondiaux et du prix du pétrole brut, ainsi que le creusement des écarts de crédit.

Les membres discutent du lent redémarrage des émissions nouvelles de titres de créance au Canada en janvier, et mentionnent la volatilité accrue attribuable à l'incertitude à l'échelle mondiale comme une cause importante du niveau relativement bas de la demande de nouvelles émissions d'obligations. On ajoute que cette volatilité nuit à l'activité sur le marché secondaire. Une diminution de l'intérêt des investisseurs étrangers pour certaines obligations provinciales et un recul de la demande d'actifs à court terme associé aux swaps sur le rendement total sont aussi mentionnés comme facteurs contribuant à cette lenteur. Un membre fait observer que les volumes d'obligations de sociétés notées BBB nouvellement émises vont en diminuant, les investisseurs ayant une plus forte aversion pour le risque. On remarque cependant qu'en dépit d'un lent début d'année au Canada, les banques canadiennes ont su tirer partie de la forte demande internationale pour lancer avec succès des emprunts libellés en monnaies étrangères.

On discute par ailleurs du récent accroissement des échecs de règlement des obligations observé au Canada et aux États-Unis. On estime que le phénomène aux États-Unis est temporaire et qu'il est vraisemblablement attribuable à la hausse du volume des ventes à découvert à l'approche de la réunion de décembre du Comité de l'open market de la Réserve fédérale ainsi qu'à la modification inattendue du processus de règlement, en ce qui a trait au règlement automatique, dans certains services de garde d'actifs, ce qui a conduit les courtiers à faire preuve d'une efficacité opérationnelle accrue en matière de règlement. Au Canada, les échecs de règlement ont augmenté, mais par rapport à des niveaux très bas, et ils n'ont atteint que le niveau moyen de 2015, contrairement à la situation qui règne aux États-Unis, où les plus hauts niveaux de l'année dernière ont été atteints.

2. Le point sur l'évolution ou les travaux à l'international

La Banque du Canada fait un compte rendu succinct des travaux concernant les titres à revenu fixe menés à l'échelle internationale. Créé avec pour mission d'élaborer un code unique, d'application mondiale, réunissant principes et normes de conduite sur les marchés des changes,

le groupe de travail sur le marché des changes de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) a lancé des consultations auprès des participants aux marchés, y compris des investisseurs institutionnels et des courtiers, ainsi que des plateformes de négociation électronique. Ce processus est coordonné à l'échelle mondiale par l'intermédiaire des divers comités des marchés des changes, ainsi que d'un groupe constitué de participants aux marchés de différents pays. Des renseignements sur l'avancement des travaux continueront d'être publiés. Le code devrait être fin prêt en mai 2017.

La Banque fait le point sur les progrès, dans un ensemble de pays, de la réforme de leurs taux d'intérêt interbancaires de référence, qui vise à rendre ceux-ci conformes aux principes régissant les indices de référence énoncés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières. On signale également que ces pays ont aussi fait des progrès dans le processus de détermination de possibles indices de taux de référence sans risque. La publication, par le Conseil de stabilité financière, d'un nouvel état d'avancement est prévue pour juillet 2016.

La Banque attire l'attention des membres sur deux rapports publiés récemment par la BRI, lesquels traitent respectivement des tendances de [la liquidité sur les marchés des titres à revenu fixe](#) et du phénomène d'« [électronification](#) » des marchés des titres à revenu fixe. Si les membres montrent suffisamment d'intérêt pour ces thématiques, il sera plus abondamment question des rapports lorsque le Forum se réunira, en avril.

Au vu de la publication du document actualisant son [cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt](#), en décembre 2015, la Banque a commencé à consulter les participants aux marchés et les exploitants d'infrastructures de marché pour obtenir la confirmation que les systèmes permettraient de recourir aux instruments de politique monétaire non traditionnels, si jamais leur mise en œuvre s'avérait nécessaire.

3. Transparence du marché obligataire

La Banque du Canada présente à grands traits les travaux en cours à l'étranger et au pays sur les questions relatives à la transparence du marché obligataire. La discussion sur les chantiers engagés ailleurs dans le monde porte surtout sur l'[appel à commentaires](#) lancé par le Trésor américain sur l'évolution de la structure du marché des titres qu'il émet, y compris sur la question de savoir si la transparence de ce marché est suffisante. Les membres discutent aussi de l'incidence de la *Directive sur les marchés d'instruments financiers* (MiFID 2) adoptée par l'Union européenne, et des éventuelles conséquences de celle-ci pour la transparence.

S'agissant des travaux menés au pays, les membres discutent principalement du projet des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) d'utiliser le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM 2.0) pour améliorer la transparence du marché canadien des obligations de sociétés. Certains membres disent qu'il y aurait des avantages pour les investisseurs individuels, mais d'autres avancent qu'en raison des délais de publication des données, l'utilisation de ce système n'aurait pas d'incidence notable sur le fonctionnement du marché de gros. Quelques membres pensent aussi que de possibles conséquences imprévues pourraient résulter de cette mesure pour la transparence, y compris une nouvelle baisse de la liquidité des instruments moins liquides.

Certains investisseurs institutionnels ont déclaré qu'une meilleure transparence en amont des opérations sur le marché des titres du gouvernement du Canada serait souhaitable du point de vue de la liquidité. Ils pensent que, dans le contexte actuel des marchés, ce qu'ils perçoivent comme un manque d'information appropriée disponible en amont des opérations a dissuadé les investisseurs étrangers actifs d'échanger des titres moins liquides d'émissions autres que les émissions de référence. On souligne également que la dispense des règles de transparence applicable aux opérations sur obligations d'État accordée par les ACVM prend fin en 2018, et qu'il faudra bientôt se pencher sur l'opportunité de la redemander.

4. Tendances du marché obligataire

La Banque du Canada fait un exposé sur les tendances des marchés canadien et américain des obligations de sociétés. L'exposé tire les conclusions suivantes : 1) le volume des nouvelles émissions d'obligations de sociétés et celui des transactions ont augmenté, mais la taille moyenne des transactions est demeurée relativement stable au Canada; 2) les transactions portant sur les titres de sociétés sont concentrées sur un petit nombre d'émissions; 3) le volume de transactions portant sur différentes émissions diminue à mesure que l'obligation vieillit.

Un membre demande si les tendances observées aux États-Unis, à savoir que les volumes de transactions augmentent, tandis que la taille des opérations et le ratio de rotation des titres diminuent, ne signaleraient pas que la liquidité du marché se détériore. Les membres sont pour la plupart d'avis que la réduction de la taille des opérations est vraisemblablement le résultat de l'« électronique » accrue des marchés, puisque ce sont des opérations de moindre taille qui sont généralement réalisées sur les plateformes. Des membres signalent aussi que cette évolution cadre avec celle qui a été constatée sur les marchés boursiers.

5. Création de deux groupes de travail

Les membres discutent de deux propositions d'objets d'étude en groupe de travail, soit la dynamique actuelle de la liquidité sur les marchés canadiens des titres de créance, d'une part, et, d'autre part, l'incidence de l'évolution de la liquidité de marché sur le comportement des investisseurs institutionnels. Si l'on s'accorde généralement sur la pertinence d'analyser ces questions, on croit aussi que les thèmes sont potentiellement trop vastes et qu'il convient de les restreindre. Les membres en arrivent aussi à la conclusion qu'une analyse exhaustive de ces deux thèmes nécessiterait de recueillir des points de vue de participants aux marchés hors du cadre du Forum, en recourant à des enquêtes ou en intégrant ces derniers aux groupes de travail éventuels. Les coprésidents des éventuels groupes de travail acceptent de redéfinir leurs propositions et de suggérer des noms de membres qui pourraient faire partie des groupes de travail avant la prochaine réunion. Un état d'avancement sera présenté à la réunion d'avril du Forum.

6. Examen des sujets de discussion pour 2016 et des points à porter à l'ordre du jour

Faute de temps, la question des sujets à inscrire à l'ordre du jour de la réunion d'avril du Forum n'est pas abordée. On demande plutôt aux membres s'ils souhaiteraient que des exposés

d'organisations non membres du Forum leur soient présentés lors des prochaines réunions et, le cas échéant, lesquelles. Les sujets de discussion et les points à porter à l'ordre du jour en 2016 seront déterminés d'après les observations reçues des membres.

La prochaine réunion du Forum aura lieu à Toronto le 25 avril 2016.

7. 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
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

Banque du Canada

Lynn Patterson (coprésidente)
Toni Gravelle (coprésident)
Harri Vikstedt
Paul Chilcott
Grahame Johnson
Eric Tuer
Maksym Padalko
Samantha Sohal