



## **RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS**

Réunion virtuelle, le 12 octobre 2021, de 16 h à 18 h

### **1. Introduction**

Les coprésidents souhaitent la bienvenue à Kelsey Gunderson, président et chef de la direction ainsi que vice-président exécutif, Marché des capitaux, Banque Laurentienne Groupe Financier, et à Nick Chan, directeur général et responsable mondial de la gestion des opérations de pension et des actifs, BMO Marchés des capitaux.

### **2. Évolution récente du marché obligataire**

Un membre rappelle les principales évolutions du marché du crédit obligataire et des marchés des titres à revenu fixe de façon générale. Les facteurs macroéconomiques et la croissance économique continuent d'être des points d'ancrage majeurs des conditions du crédit, et la demande de produits de crédit devrait rester forte au cours des 12 prochains mois. Toutefois, il y a plus d'incertitude à moyen terme, et le membre du Forum s'attend donc à davantage de périodes de volatilité. Bien que les écarts de crédit demeurent étroits en regard du passé, leur analyse interne indique des perspectives plus neutres concernant le crédit.

Les membres du Forum discutent aussi des répercussions possibles de l'[IFRS 17](#) sur le crédit et les rendements à long terme. On fait remarquer que l'analyse est toujours en cours, et qu'il faudra un certain temps avant de comprendre pleinement l'incidence sur les produits à long terme.

### **3. Initiatives visant à améliorer le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada**

Les coprésidents du Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada informent les membres du Forum de l'état d'avancement du projet.

Le Groupe de travail sur les politiques complémentaires poursuit ses efforts pour formuler des recommandations sur les pratiques exemplaires du secteur. Le faible niveau des échecs liés aux titres du gouvernement du Canada pose des défis pour les travaux en cours, et les coprésidents s'attendent donc à ce que les recommandations portent sur de légères améliorations aux pratiques existantes. Toutefois, ces recommandations seraient utiles pour améliorer les règlements durant les périodes de tension sur les marchés et de volumes accrus de règlements. Le Groupe de travail tirera aussi parti de l'expérience acquise en mars 2020 et étudiera les liens potentiels avec les travaux d'infrastructure que le groupe TMX pourrait entreprendre à l'avenir.

Le groupe de travail chargé de la mise au point du mécanisme de pénalité pour échec de règlement présente deux solutions révisées pour l'instauration d'une éventuelle pénalité en cas d'échec de règlement des opérations sur titres du gouvernement du Canada. S'ensuit une analyse détaillée des avantages et inconvénients respectifs. Les deux solutions traduisent le désir d'avoir une police d'assurance

efficace et opérationnelle adaptée au marché canadien, tout en réduisant au minimum les conséquences involontaires potentielles. La solution A prévoit une période définie pour mettre à l'essai les processus et l'infrastructure, après laquelle une pénalité s'appliquerait à tous les échecs de règlement qui ont lieu par l'entremise du système de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS). La pénalité augmenterait si les échecs dépassaient un certain seuil. La solution B prévoit une période indéterminée de mise à l'essai (facturation sans paiement réel), mais comprendrait un élément déclencheur pour activer l'échange de paiements.

Selon la proposition, la CDS bâtitrait l'infrastructure, percevrait la pénalité en cas d'échec de règlement et créerait un système de facturation mensuelle doté d'une piste de vérification solide.

Les membres du Forum se prononcent en faveur de la solution A en y intégrant un processus d'examen officiel, après une période déterminée, pour décider de poursuivre ou non l'application de la pénalité. Le groupe de travail chargé de la mise au point du mécanisme de pénalité pour échec de règlement poursuivra l'élaboration du cadre de gouvernance et des critères de décision pour l'examen officiel.

Le Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada prévoit présenter en deux étapes son plan directeur définitif pour le cadre de règlement des titres du gouvernement du Canada aux membres du Forum. Le volet concernant la pénalité en cas d'échec de règlement, y compris sa gouvernance, sera présenté à la réunion du Forum en novembre. Les coprésidents s'attendent à ce que les pratiques exemplaires soient présentées en février. La décision de soumettre ou non le cadre à une consultation publique devrait être prise au début de 2022.

#### **4. Dernières nouvelles du Groupe de travail sur le TARCOM**

Les coprésidents du Groupe de travail présentent les résultats préliminaires de l'analyse du Canadian Dealer Offered Rate (CDOR). Ces résultats sont fondés sur les travaux du sous-groupe du Groupe de travail chargé du taux de référence sensible au crédit, qui sont axés sur trois volets pour analyser et examiner : 1) le volume et la portée du CDOR et du marché des acceptations bancaires (AB); 2) le processus de participation au sondage CDOR et comment celui-ci se compare aux autres principaux taux de référence sensibles au crédit dans le monde 3) l'efficacité des AB comme instrument de financement à court terme des banques, produit de prêts aux entreprises et produit de placement du marché monétaire.

Le CDOR est actuellement le principal taux d'intérêt de référence au Canada. Il est le taux de référence de nombreux instruments du système financier canadien (produits dérivés, obligations, prêts) totalisant une exposition notionnelle brute de plus de 20 000 milliards de dollars. Les produits dérivés représentent 97 % de cette exposition.

Créé à l'origine dans les années 1980 comme taux de référence pour établir la tarification des facilités de crédit par voie d'AB, le CDOR correspond au taux auquel les banques participant à sa fixation accordent des prêts demeurant inscrits à leur bilan à leur clientèle d'entreprises par voie d'AB. Tout comme le taux interbancaire offert à Londres (LIBOR), le CDOR est un taux de référence « sensible au crédit », calculé à partir des estimations formulées sur une base volontaire par un panel de banques. Toutefois, contrairement au LIBOR (et à d'autres taux de référence interbancaires mondiaux), il s'agit d'un taux convenu pour les prêts et non d'un taux d'emprunt ou de financement.

L'analyse du CDOR par le Groupe de travail sur le TARCOM a mis en évidence certains problèmes structurels qui peuvent potentiellement avoir une incidence sur sa solidité à long terme. Compte tenu de sa définition et de son objectif, le CDOR repose principalement sur un jugement d'expert et ne peut donc pas être directement lié à des transactions observables conclues dans des conditions de pleine concurrence, ce qui n'est pas conforme à l'évolution des bonnes pratiques internationales. Le modèle d'octroi de prêts fondés sur des AB, qui sous-tend le CDOR, n'est plus considéré comme un moyen efficace pour les banques de fournir du crédit aux sociétés emprunteuses. Comme d'autres taux de référence sensibles au crédit ailleurs dans le monde, le CDOR est utilisé comme taux de référence par un grand nombre d'instruments financiers, mais repose sur un petit marché sous-jacent, surtout en périodes de tension. Le panel CDOR, qui compte 6 banques participantes contre 9 en 2012, est aussi très petit, ce qui le rend extrêmement vulnérable au retrait éventuel de l'une de ces banques.

La réforme des taux de référence est une entreprise mondiale visant à établir une base solide pour les produits financiers à l'avenir. Au Canada, cette initiative est aussi appuyée par les travaux du Groupe de travail sur le TARCOM et régie par un nouveau cadre réglementaire instauré par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) en tant qu'organe de réglementation des taux de référence. Les ACVM ont récemment [désigné](#) le CDOR comme taux d'intérêt de référence « essentiel », ce qui va dans le sens des normes plus strictes que d'autres autorités ont commencé à adopter depuis 2018.

Le Groupe de travail a l'intention de publier un livre blanc en décembre 2021 présentant en détail son analyse du CDOR et ses recommandations prospectives liées au taux de référence. Tout changement important au CDOR devra faire l'objet d'une consultation publique par Refinitiv Benchmark Services Limited, administrateur de ce taux.

## **5. Autres points**

Le secrétariat du Forum présente les dates de réunions de 2022.

**Participants :**

**Membres du Forum :**

Jim Byrd, RBC Marchés des Capitaux, coprésident  
Sandra Lau, Alberta Investment Management Corporation  
Brian D'Costa, Algonquin Capital  
John McArthur, Bank of America Securities  
Nick Chan, BMO Marchés des capitaux  
Daniel Bergen, La Compagnie d'Assurance du Canada sur la Vie  
Karl Wildi, Marchés mondiaux CIBC  
Marlene Puffer, Division des investissements du CN  
Philippe Ouellette, Gestion Fiera Capital Inc.  
Rob Goobie, Healthcare of Ontario Pension Plan  
Kelsey Gunderson, Banque Laurentienne Groupe Financier  
Graeme Robertson, Phillips, Hager and North Investment Management Ltd.  
Jason Lewis, Trésor de la province de la Colombie-Britannique  
Paul Scurfield, Banque Scotia  
Greg Moore, Banque TD

**Banque du Canada**

Toni Gravelle, coprésident  
Wendy Chan, secrétaire  
Zahir Antia  
Mark De Guzman  
Annick Demers  
Mark Hardisty  
Grahame Johnson  
Sheryl King  
Stéphane Lavoie  
Michael Mueller (point 3)  
Thomas Thorn  
Harri Vikstedt  
Sabrina Wu (point 3)