



RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Toronto, le 29 novembre 2022, de 16 h à 18 h

1. Mot d'ouverture

Les coprésidents souhaitent la bienvenue aux nouveaux membres du Forum : TJ Sutter, gestionnaire de portefeuille, Titres à revenu fixe chez Connor, Clark & Lunn; et Elaine Lindhorst, vice-présidente et directrice à Gestion de Placements TD. Ils annoncent également que Sandra Lau, Greg Moore et Graeme Robertson quitteront le Forum. Les coprésidents remercient M^{me} Lau, M. Moore et M. Robertson pour leur contribution.

2. Évolution récente du marché obligataire

Pour commencer, deux membres du Forum parlent de l'incidence sur les banques et le fonctionnement du marché des mesures prises par des banques centrales. Une combinaison de deux facteurs – la réévaluation différée des marges sur les prêts commerciaux et les défis liés à la volatilité auxquels sont confrontées les sociétés qui tentent de lever des fonds sur les marchés de capitaux – a entraîné une croissance importante des actifs sous forme de prêts dans les bilans des banques commerciales. Compte tenu de la hausse des coûts de financement des banques et de la pression exercée par l'augmentation des exigences de fonds propres, l'attention s'est déplacée de la croissance des actifs vers la gestion du financement ainsi que l'optimisation du bilan et de l'utilisation du capital. Cela pourrait avoir pour effet de réduire la capacité des courtiers à fournir des liquidités sur les marchés des titres à revenu fixe.

On demande aux membres comment les conditions de liquidité actuelles sur le marché des titres du gouvernement du Canada se comparent au pic de la période de tensions de 2020. Même si la liquidité a diminué et que certains indicateurs du Forum montrent une détérioration de la liquidité, les membres conviennent que les conditions actuelles sont loin des creux de mars 2020. En fait, les membres se disent quelque peu étonnés par le dénouement ordonné des positions sur des actifs risqués en général, tout en admettant qu'il y avait des foyers de tensions (p. ex., le marché des obligations du gouvernement du Royaume-Uni), et restent à l'affût du prochain épisode de tensions.

On discute de l'influence possible du niveau actuel des taux d'intérêt sur l'opinion des investisseurs quant aux rendements ajustés en fonction du risque, en particulier pour les actifs privés. Certains membres estiment que des taux d'intérêt durablement élevés pourraient amener les investisseurs à rééquilibrer leur exposition en s'écartant de la dette privée (moins liquide) pour se tourner vers les marchés de la dette publique (plus liquides).

Les membres parlent également de l'incidence possible des risques géopolitiques sur les marchés des titres à revenu fixe. La plupart d'entre eux pensent que les tensions géopolitiques actuelles pourraient exacerber ou prolonger les problèmes liés aux chaînes d'approvisionnement, et potentiellement augmenter les risques d'inflation.

La discussion porte ensuite sur l'annonce récente du gouvernement, qui a décidé de mettre fin aux émissions d'obligations à rendement réel (ORR). La Banque du Canada, en raison de son rôle d'agent financier du gouvernement, n'a pas participé à la discussion concernant cette annonce. Les paragraphes qui suivent rendent compte des commentaires formulés par les membres du secteur privé au sein du Forum.

Les membres du Forum ne sont pas d'accord avec les raisons invoquées par le gouvernement pour cesser les émissions d'ORR. Tous s'accordent entièrement pour dire que les obligations indexées sur l'inflation constituent une catégorie d'actifs essentielle, qui joue un rôle crucial en permettant aux investisseurs canadiens de gérer leur exposition à l'inflation. De plus, dans un marché qui fonctionne bien, elles fournissent aux banques centrales et aux participants au marché une mesure importante des attentes d'inflation. L'élimination des nouvelles émissions d'ORR prive les participants au marché d'un moyen d'exprimer leur point de vue sur l'inflation, et certains membres ont mentionné que la décision pourrait donner l'impression que le gouvernement n'a peut-être pas pleinement confiance dans la maîtrise de l'inflation.

En raison de la cessation des émissions, les investisseurs particuliers et institutionnels n'ont plus accès à un type de titre sans risque qui les aidait à gérer les risques d'inflation à court et à long terme. Plusieurs membres indiquent que la demande d'ORR s'est accrue pour toutes les échéances de la courbe de rendement dans le contexte actuel d'inflation élevée, et qu'elle devrait continuer à augmenter compte tenu du vieillissement de la population canadienne. Ils signalent aussi que le Canada est maintenant le seul pays du G7 qui n'émet pas de nouvelles obligations d'État indexées sur l'inflation.

Les membres sont d'avis que la liquidité des ORR n'était pas un problème assez important pour justifier l'annulation du programme. La plupart mentionnent que, même si la liquidité des ORR est un peu moins bonne que celle des obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada, ils peuvent malgré tout les échanger dans une mesure qui répond à leurs besoins. Certains ont l'impression que la liquidité des ORR est généralement meilleure que celle des obligations indexées sur l'inflation de plusieurs autres pays, par exemple le Royaume-Uni.

De nombreux membres se disent également très préoccupés par le processus de gouvernance à l'appui de la décision du gouvernement, soulignant le manque de consultation et de transparence entourant la décision. Le processus est considéré comme incompatible avec l'objectif déclaré du gouvernement de promouvoir la transparence et la prévisibilité de son programme d'emprunt. Un membre fait valoir que le ministère des Finances vient juste d'achever une consultation sur la stratégie de gestion de la dette et qu'aucune des questions posées ne portait sur la cessation des émissions d'ORR. De plus, les membres ne sont pas d'accord avec la caractérisation du marché des ORR faite dans *l'Énoncé économique de l'automne de 2022* et dans d'autres commentaires du gouvernement concernant la faible demande pour ces obligations, affirmant qu'elle est trop négative et ne reflète pas fidèlement les points de vue du secteur.

Plusieurs membres mentionnent que la décision a placé les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et les gestionnaires d'actifs qui offrent des produits financiers indexés sur l'inflation – et par le fait même leurs clients canadiens – dans une situation difficile. Ces produits, notamment les fonds communs de placement et les fonds négociés en bourse (FNB), deviendront plus coûteux à détenir et à négocier, parce que la liquidité des ORR a considérablement diminué. Ces augmentations de coûts auraient peut-être pu être atténues si les entreprises acheteuses et vendeuses avaient été averties suffisamment à l'avance

pour se préparer à la cessation des émissions d'ORR. Le secteur doit maintenant envisager de retirer les fonds communs de placement et FNB, ce qui nuirait à la capacité des Canadiens de protéger leur épargne contre les coûts associés à l'inflation.

Bon nombre des membres sont d'avis que le contournement du processus de gouvernance habituel, et en particulier le manque de consultation des investisseurs, pourrait finalement contribuer à une érosion de la confiance des participants au marché dans les pratiques de gestion de la dette du Canada. Certains ont l'impression que l'effet combiné de l'annulation inattendue de l'adjudication d'obligations à très longue échéance plus tôt cette année et de cette décision pourrait entraîner une baisse de la demande d'obligations du gouvernement du Canada ou de la participation à l'ensemble de ce marché à l'avenir. Cela pourrait, en fin de compte, donner lieu à des hausses des coûts d'emprunt pour le gouvernement qui dépasseraient les économies qu'il est susceptible de réaliser en cessant d'émettre des ORR.

Les membres conviennent à l'unanimité que le gouvernement devrait reconsidérer la décision d'annuler les émissions d'ORR et poursuivre ses efforts pour maintenir le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada. Beaucoup suggèrent également de faire plus pour éduquer les investisseurs sur les avantages du produit et son fonctionnement.

3. Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires

Plus tôt cette année, le Forum a organisé une série d'ateliers ciblés afin de recueillir des commentaires et de discuter de solutions de recharge possibles aux acceptations bancaires (AB) pour les investisseurs et les autres participants au marché. Il est ressorti clairement des discussions que, pour assurer une transition sans heurts vers des produits autres que les AB, il faudra que les investisseurs, les émetteurs, les autorités de réglementation et les décideurs soient mieux informés. À cette fin, le Forum a mis sur pied un groupe de travail sur les AB, coprésidé par Elaine Lindhorst (Gestion de Placements TD) et Charles Lesaux (RBC Marchés des Capitaux).

La coprésidente du groupe de travail présente le projet de mandat et donne une vue d'ensemble des objectifs et des chantiers provisoires. L'objectif est d'avoir environ 12 à 18 membres principaux parmi les parties prenantes avec des experts appelés pour des chantiers particuliers. On demande aux membres d'envoyer leurs commentaires sur le mandat et des suggestions pour la composition du groupe aux coprésidents ou au secrétariat du Forum.

Le Forum tient à remercier les coresponsables, Greg Moore (TD) et Earl Davis (BMO Gestion mondiale d'actifs), pour leur leadership et leur contribution aux ateliers sur l'incidence de l'abandon du taux CDOR sur les marchés monétaires canadiens. Un livre blanc résumant les principales conclusions des ateliers sera bientôt publié sur les pages Web consacrées au Forum.

4. Dernières nouvelles du Groupe de travail sur le TARCOM

Les coprésidents du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (TARCOM) informent le Forum que la méthode de calcul du taux CORRA à terme est maintenant essentiellement établie. La méthode de calcul du taux à 1 et 3 mois se basera sur les contrats à terme sur le taux CORRA, et utilisera à la fois des transactions réalisées sur le marché à terme et des cours acheteurs

et vendeurs exécutables. La méthode est globalement conforme aux taux SOFR à terme de la CME et à des éléments du taux SONIA à terme de l'ICE.

Le Groupe de travail a l'intention que le taux CORRA à un jour soit le principal taux de référence au Canada et que le taux CORRA à terme soit utilisé principalement sur les marchés du crédit. Cela est en partie motivé par les principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) régissant les indices financiers de référence. Selon ces principes, la conception de l'indice de référence devrait tenir compte de la possible disparité entre la taille du marché sous-jacent sur lequel l'indice est fondé et le volume d'opérations basées sur l'indice de référence (c'est-à-dire le problème de la pyramide inversée). L'administrateur du taux CORRA à terme limitera donc l'utilisation de ce taux pour des cas particuliers à l'aide de ses accords de licence.

Les coprésidents discutent aussi des dispositions administratives possibles pour le taux CORRA à terme.

Le Groupe de travail poursuivra ses efforts pour faciliter la transition vers d'autres taux de référence que le taux CDOR et de garantir la solidité, l'adéquation et l'efficacité du régime canadien de taux de référence.

5. 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 font le point sur les travaux menés par le Groupe depuis la dernière réunion du Forum, en septembre.

Le Groupe d'orientation s'est surtout attaché à faire connaître le [document de consultation](#) publié plus tôt au cours du mois. Les membres sont encouragés à soumettre leurs réponses avant la date limite de la consultation, le 9 décembre 2022.

6. Réseau virtuel pour la finance durable

La coprésidente du Réseau virtuel pour la finance durable, un organe du Forum, informe les membres des progrès réalisés depuis la mise sur pied du Réseau, en avril 2021. Elle présente aussi les thèmes sur lesquels les différents groupes de discussion se pencheront en plus de leur travail connexe prévu.

7. Divers

Le secrétariat sollicite des commentaires sur le plan de travail du Forum pour 2023. On demande aux membres d'envoyer au secrétariat du Forum leurs commentaires et leurs suggestions de nouveaux sujets à aborder.

Participants

Membres du Forum :

Jim Byrd, RBC Marchés des Capitaux, coprésident
Sandra Lau, Alberta Investment Management Corporation
Brian D'Costa, Algonquin Capital
John McArthur, BofA Securities
TJ Sutter, Connor, Clark & Lunn
Karl Wildi, Marchés mondiaux CIBC
Philippe Ouellette, Gestion Fiera Capital Inc.
Rob Goobie, Healthcare of Ontario Pension Plan
Kelsey Gunderson, Banque Laurentienne Groupe Financier
Graeme Robertson, Phillips, Hager & North Investment Management
Jason Lewis, Trésor de la Colombie-Britannique
Paul Scurfield, Banque Scotia
Elaine Lindhorst, Gestion de Placements TD

Participants externes :

Point 6

Dominique Barker, directrice générale et chef, Services consultatifs sur la durabilité, Marchés des capitaux CIBC

Banque du Canada :

Toni Gravelle, coprésident
Wendy Chan, secrétaire
Harri Vikstedt
Sheryl King
Mark de Guzman
Grahame Johnson
Zahir Antia