

RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Toronto, le 21 novembre 2023, de 16 h à 18 h

1. Structure du marché obligataire

La rencontre débute par un exposé de la Banque fédérale de réserve de New York (la New York Fed). Ellen Correia Golay, conseillère, Marché des titres du Trésor américain, donne un aperçu de la structure de ce marché. Elle discute d'un récent [rapport](#) du personnel de la New York Fed sur la négociation ouverte à tous les acteurs sur ce marché. L'exposé est suivi d'une présentation de la Banque du Canada sur la structure et les tendances récentes du marché des titres du gouvernement du Canada.

La négociation d'obligations de référence¹ occupe une place prépondérante dans le volume de transactions sur les marchés américain et canadien. Aux États-Unis, une grande partie de ces transactions se fait par voie électronique, surtout sur le marché intercourriers. Toutefois, la part relative des transactions impliquant des obligations de référence (par rapport aux autres obligations), y compris sur ce marché, est beaucoup plus élevée aux États-Unis qu'au Canada. Cela s'explique peut-être par les différences dans la structure des marchés intercourriers des deux pays. Sur le marché américain, des sociétés qui se livrent à de la négociation pour compte propre ou à haute fréquence participent au marché intercourriers. Ce n'est cependant pas le cas au Canada, où les plateformes intercourriers imposent une durée minimale d'affichage des ordres électroniques, ce qui limite la capacité de négociation algorithmique sur le marché. C'est probablement à cause de cette différence que la taille moyenne des transactions effectuées sur le marché intercourriers est plus importante au Canada qu'aux États-Unis.

Dans les deux pays, les courtiers jouent un rôle clé d'intermédiation pour les obligations n'appartenant pas aux émissions de référence². En effet, ils couvrent leur risque de durée par le biais d'obligations de référence ou de contrats à terme sur obligations. On mentionne qu'au Canada, le volume des transactions sur obligations de référence à 2 et 5 ans a diminué à mesure que celui des contrats à terme à 2 et 5 ans a augmenté. Et il se pourrait que le transfert de risque se fasse de plus en plus par l'entremise de contrats à terme sur obligations plutôt que d'obligations au comptant.

Les intervenants font aussi état de leur analyse du potentiel de la négociation ouverte à tous les acteurs³ sur leurs marchés respectifs. Dans les deux séries d'analyses, ils ont calculé le pourcentage du volume de transactions de clients avec des courtiers qui est compensé par des transactions de clients pour le même titre, avec le même jour de règlement et le même intervalle de temps. En moyenne, environ la moitié des transactions de clients impliquant des obligations du gouvernement du Canada – soit approximativement 70 % pour les obligations de référence et 35 % pour les autres obligations – peuvent être compensées

¹ Autrement dit, les obligations de l'émission courante.

² Autrement dit, les obligations d'émissions antérieures.

³ La « négociation ouverte à tous les acteurs » est un terme utilisé par les observateurs du marché pour décrire un éventail de protocoles de négociation qui, dans leur forme la plus pure, permettraient à tout participant au marché de négocier directement avec tout autre participant.

chaque jour par les transactions d'autres clients⁴. Au cours d'une journée donnée, la part des transactions compensées est plus élevée sur le marché des titres du Trésor américain. Elle est de 90 % pour les titres du Trésor de référence et d'un peu plus de 50 % pour les bons et billets du Trésor qui n'appartiennent pas aux émissions de référence.

Des membres discutent de la possibilité d'accroître l'adoption de la négociation ouverte à tous les acteurs et la transparence des titres moins liquides, ainsi que des défis connexes. Ils parlent aussi des avantages de divers protocoles de négociation pour promouvoir une meilleure liquidité des obligations qui n'appartiennent pas aux émissions de référence.

Les membres remercient les intervenants d'avoir fait le point sur leurs travaux et ont hâte d'avoir d'autres discussions sur la structure du marché lors des prochaines réunions du Forum.

2. Le point sur le Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché

Le coprésident du Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché présente la structure et le mandat proposés pour le Groupe. Le principal objectif de celui-ci est de promouvoir le bon fonctionnement des marchés canadiens des garanties et du financement. Pour ce faire, le secteur doit se coordonner pour aborder les enjeux et mener à bien des projets qui permettront d'améliorer l'efficacité opérationnelle et de réduire la segmentation du marché. Les premiers efforts viseront à susciter une vaste participation au Service canadien de gestion des garanties de TMX, ce qui amènera des opérations de pension tripartites au Canada et aidera à moderniser le marché canadien des pensions. Le Groupe sera composé de 15 à 20 haut placés au sein de divers types d'organisations pertinentes du secteur financier canadien, en plus de représentants de la Banque du Canada.

La prochaine étape proposée est la tenue, au début du premier trimestre de 2024, d'une réunion sectorielle qui permettra d'obtenir une plus large adhésion à l'initiative. Le Groupe devrait commencer ses travaux vers la fin du premier trimestre de 2024.

Les membres du Forum sont d'accord avec la structure et les prochaines étapes proposées.

3. Dernières nouvelles du Groupe de travail sur le TARCOT

Les coprésidents du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (TARCOT) font le point sur les travaux de ce groupe depuis la dernière réunion du Forum en septembre, et soulignent que la transition du taux CDOR au taux CORRA se déroule bien. Plus de 90 % des swaps de taux d'intérêt et plus de 60 % des contrats à terme de taux d'intérêt sont maintenant basés sur le taux CORRA.

Étant donné le jalon du 1^{er} novembre établi par le Groupe de travail et approuvé par le Bureau du surintendant des institutions financières – soit le moment à partir duquel plus aucun nouveau prêt ne devrait être fondé sur le taux CDOR –, la transition devrait véritablement commencer sur le marché des prêts.

⁴ La proportion équivalente de transactions de clients « compensatoires » est de plus de 90 % pour les contrats à terme sur obligations du Canada à 10 ans.

Le coprésident informe les membres du Forum qu'un bon nombre de clients ont demandé à TMX une licence d'utilisation du taux CORRA à terme. Il leur rappelle également que tous les participants au marché qui fournissent des produits financiers basés sur ce taux doivent se procurer une licence, y compris les banques qui font partie d'un consortium de prêteurs. TMX poursuit ses efforts pour parvenir à une entente avec Bloomberg sur la façon de diffuser le taux CORRA à terme sur sa plateforme. Ce taux est accessible par l'intermédiaire de Refinitiv depuis le 9 octobre et peut aussi être obtenu directement auprès de TMX Datalinx.

Le Groupe de travail continuera ses efforts pour faciliter l'abandon du taux CDOR et pour s'assurer que le régime de taux de référence du Canada est solide, fiable et efficace.

4. 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 depuis la dernière réunion du Forum. Le Groupe d'orientation poursuit ses travaux pour achever la version définitive du cadre et le résumé des commentaires de la consultation publique, qui devraient être publiés d'ici la fin de l'année.

5. Évolution récente du marché obligataire

Un membre fait un survol de la [mise à jour](#) de la stratégie de gestion de la dette, publiée à l'occasion de l'énoncé économique de l'automne.

Nabeel Rajan, directeur général et chef des opérations sur obligations du gouvernement du Canada à RBC Marchés des Capitaux, se joint au Forum pour une discussion sur la récente volatilité des marchés des titres à long terme du gouvernement du Canada.

Un membre fait une entrée en matière en donnant son point de vue sur la question. Selon lui, le déséquilibre entre l'offre et la demande d'obligations à long terme canadiennes pourrait créer un manque de liquidités si la demande augmentait. Il craint que des épisodes d'illiquidité aiguë dissuadent les participants étrangers d'investir sur les marchés canadiens et entraînent des valorisations extrêmes qui pourraient fausser les signaux de prix du marché et, par conséquent, nuire à la transmission de la politique monétaire.

Un autre membre fait remarquer que les compagnies d'assurance et les régimes de retraite d'entreprise ont acheté des obligations à plus long terme au cours des derniers mois pour couvrir les rentes ou réduire les risques liés au portefeuille de leur fonds de pension. Cela a accentué la pression sur les obligations à long terme du gouvernement du Canada. Il note aussi que la volatilité intrajournalière élevée a aggravé la « malédiction du vainqueur » et découragé encore plus les participants de fournir des liquidités au marché.

M. Rajan convient qu'il y a eu une augmentation importante de la volatilité sur les marchés mondiaux des titres à revenu fixe, y compris pour les obligations canadiennes, le segment à long terme des titres canadiens ayant offert des rendements nettement supérieurs tant sur la courbe que par rapport à d'autres monnaies. Il mentionne qu'en dépit de la volatilité des prix, l'activité des clients est demeurée robuste tout au long de l'année. Il croit que le marché a relativement bien fonctionné avec des écarts entre les cours acheteur et vendeur généralement stables. Cela est corroboré par le tableau de bord sur la liquidité

du Forum, publié par la Banque du Canada, qui montre que la liquidité des obligations à long terme est restée stable pour la période courante.

Les membres du Forum conviennent que les préoccupations soulevées dernièrement par les participants au marché sont surtout attribuables à des problèmes structurels d'offre de titres du gouvernement du Canada, qui ont été aggravés par la réduction des émissions d'obligations provinciales à long terme. Quelques membres indiquent qu'ils s'attendent à ce que ces émissions finissent par augmenter pour financer les besoins futurs en infrastructure. Des membres font remarquer que l'augmentation, [annoncée](#) récemment, des émissions d'obligations à long terme du gouvernement du Canada a été utile.

Participants :

Membres du Forum

Jim Byrd, RBC Marchés des Capitaux, coprésident
Brian D'Costa, Algonquin Capital
TJ Sutter, Connor, Clark & Lunn
Karl Wildi, Marchés mondiaux CIBC
Bronwyn Ward, Investissements RPC
Grahame Johnson, ministère des Finances du Canada
Philippe Ouellette, Fiera Capital
Rob Goobie, Régime de retraite des soins de santé de l'Ontario
Kelsey Gunderson, Banque Laurentienne Groupe Financier
Jason Lewis, ministère des Finances, province de la Colombie-Britannique
Paul Scurfield, Banque Scotia
Elaine Lindhorst, Gestion de Placements TD
Eugene Lundrigan, Gestion SLC

Participants externes :

Point 1

Ellen Correia Golay, conseillère, Marché des titres du Trésor américain, Banque fédérale de réserve de New York
Alain Chaboud, chef de projet économique principal, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale
Michael Fleming, chef des études sur les marchés de capitaux, Banque fédérale de réserve de New York
Frank Keane, conseiller principal en politiques, Banque fédérale de réserve de New York
Stephen Spera, associé chargé de l'analyse des politiques et des marchés, Banque fédérale de réserve de New York
Robert Catani, chef, Ventes institutionnelles et négociation de titres à revenu fixe et de dérivés, Groupe TMX

Point 5

Nabeel Rajan, directeur général et chef des opérations sur obligations du gouvernement du Canada, RBC Marchés des Capitaux

Banque du Canada

Toni Gravelle, coprésident
Wendy Chan, secrétaire
Harri Vikstedt

Sheryl King
Jabir Sandhu
Rishi Vala