



RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Vancouver, le 3 octobre 2024, de 13 h 00 à 15 h 00

1. Évolution récente du marché obligataire

TJ Sutter, gestionnaire de portefeuilles et codirecteur, Titres à revenu fixe, Carolyn Kwan, gestionnaire de portefeuilles et spécialiste des produits, Titres à revenu fixe, et Connor, Clark et Lunn Investment Management ont discuté avec les membres du Forum canadien des titres à revenu fixe (Forum) des perspectives macroéconomiques de leur équipe et de leurs réflexions sur les facteurs qui influencent les prix du marché.

M. Sutter souligne que l'inflation n'est plus la principale préoccupation, car les investisseurs et les banques centrales sont plus encouragés par les progrès réalisés en matière d'inflation et croient davantage que l'inflation reviendra aux cibles des banques centrales. Parallèlement, les inquiétudes autour de la croissance ne se sont pas encore vérifiées, malgré les signaux négatifs lancés par les principaux indicateurs économiques depuis 30 mois consécutifs. La croissance est restée résiliente aux États-Unis et au Canada dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés.

La baisse des taux d'intérêt des banques centrales apporte une bouffée d'air bien nécessaire à des secteurs moins dynamiques de l'économie, comme les petites entreprises et l'immobilier commercial, et a réduit le risque extrême d'un atterrissage brutal. Cependant, vu le contexte (croissance de l'économie américaine toujours solide, prix du pétrole en retrait, assouplissement des conditions financières et stimulation des exportations américaines par la baisse des taux de change), les risques d'une hausse surprise de l'inflation aux États-Unis ont augmenté selon Sutter. À l'inverse, une hausse surprise de la croissance au Canada semble moins probable étant donné l'endettement élevé des ménages et la sensibilité plus grande de l'économie canadienne aux mouvements des taux d'intérêt.

M. Sutter relève que les prix des actifs risqués continuent de se fonder sur un scénario à la Boucle d'or où l'inflation poursuit sa trajectoire vers les taux visés par les banques centrales, tandis que la croissance économique reste saine. C'est un avis que partage d'autres membres.

M. Sutter estime que le marché du travail restera la principale préoccupation. Plusieurs indicateurs du marché du travail, comme la règle de Sahm et la courbe de Beveridge, ont atteint un seuil fragile, et une nouvelle dégradation devrait causer une hausse significative du taux de chômage aux États-Unis et au Canada. Bien qu'à ses yeux, la montée du chômage soit due à un nombre accru de demandeurs d'emplois et non à des mises à pied, de sorte que si le taux de chômage est en hausse, le nombre de demandes initiales de prestations de chômage, lui, est demeuré limité. M. Sutter surveille également les indicateurs du logement aux États-Unis, car il juge qu'ils enverront un signal clé pour pouvoir déterminer l'ampleur de l'effet modérateur de la politique monétaire sur l'économie américaine.

2. Marché de la titrisation au Canada

La poursuite du développement du marché canadien de la titrisation fait partie du programme du Forum depuis un certain nombre d'années. Pour faciliter la discussion lors de cette réunion, le Secrétariat du Forum a procédé à une comparaison sommaire des marchés de titrisation de différents groupes de pays.

Les intervenants font observer que le marché canadien des titres adossés à des actifs (TAA) à terme ressemble à celui d'autres pays, surtout si l'on tient compte de la taille de l'économie canadienne. En revanche, contrairement à d'autres pays, le Canada n'a pas un marché privé dynamique des titres adossés à des créances hypothécaires résidentiels (TACHR) ni un marché des titres adossés à des crédits immobiliers commerciaux. Il est également souligné que les [titres hypothécaires LNH](#) garantis par l'État occupent une place prépondérante sur le marché des TACHR et que ces instruments aident à financer, avec les obligations sécurisées, une proportion beaucoup plus élevée d'actifs hypothécaires que dans des pays analogues. La titrisation représente certes une autre source de financement, mais les grandes banques canadiennes ont aussi accès à du financement non garanti moins coûteux.

Bien que les membres s'accordent à penser qu'il n'y a pas de point précis pour le moment sur lequel le Forum devrait faire porter ses efforts, plusieurs font remarquer que certains investisseurs continuent d'éviter d'acheter du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) et qu'un travail de sensibilisation, par exemple à travers le [document explicatif](#) créé par le Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires, pourrait donc être utile pour le développement de ce marché. Un membre relève que de nouveaux produits, comme les instruments privés de crédit, prennent plus de place dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels de titres à revenu fixe. Cette évolution pourrait contrebalancer le besoin et la demande de nouveaux produits de placement titrisés. Selon un autre membre, les investisseurs pourraient bien accueillir l'émission par des acteurs privés de titres remboursables in fine, qui sont issus de la titrisation de prêts hypothécaires ordinaires à la structure semblable à celle de l'Obligation hypothécaire du Canada. D'autres membres soulignent cependant qu'il faudrait sur ce point une étroite collaboration entre tous les grands prêteurs hypothécaires. D'après une partie des membres, à ce stade, ces titres peuvent ne pas être aussi viables économiquement que d'autres formes d'instruments de financement non garanti.

Les coprésidents encouragent les membres à présenter des idées de titrisation au comité s'ils ont des suggestions précises que le Forum serait en mesure de concrétiser.

3. Réexamen de la méthode de calcul du taux CORRA en application de la disposition de temporisation

Des représentants de la Banque du Canada lancent la discussion en présentant leur [analyse](#) des facteurs qui ont mené à la récente hausse du taux CORRA.

Le 27 mai 2024, la période de règlement des opérations au comptant sur obligations du gouvernement du Canada effectuées sur le marché secondaire canadien est passée de deux jours à un jour. La réduction du délai de règlement de ces transactions a entraîné une hausse importante des volumes des opérations de pension à un jour auxquelles le taux CORRA est applicable. Ces volumes sont restés élevés depuis, car les opérations de pension à jour lendemain ont été déplacées vers le marché des pensions à un jour pour leur financement. La plupart de ces nouvelles opérations à un jour concernaient des positions longues de fonds de couverture financées à des taux plus élevés, et c'est ce qui a causé une légère hausse du taux CORRA. En conséquence, la distribution (selon le taux des pensions) des opérations admissibles pour le taux CORRA est également devenue davantage bimodale.

En sa qualité d'administrateur du taux [CORRA](#), la Banque du Canada procède à un examen de la méthode de calcul du taux CORRA tous les cinq ans pour s'assurer que celle-ci demeure représentative du marché qu'elle mesure et que les sources de données, aussi bien que les fournisseurs de données, demeurent optimales pour le calcul de ce taux de référence. Le prochain examen est prévu en 2025.

La Banque du Canada travaille avec les acteurs du secteur – à travers le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien qui a dirigé les premiers travaux sur l'amélioration du taux CORRA en 2019, et le [Groupe consultatif sur le taux CORRA](#) – pour délimiter l'étendue du prochain examen de la méthode de calcul du taux CORRA. Les deux groupes ont déterminé que le taux CORRA demeurait largement représentatif du taux utilisé sur le marché général des pensions, ce qui est sa raison d'être, et qu'il ne nécessitait pas actuellement d'être redéfini. Les deux groupes recommandent également que l'examen de 2025 soit repoussée au 4^e trimestre 2025. Ce changement de date a été proposé parce qu'ils estimaient qu'il fallait plus de temps pour recueillir suffisamment de données sur la dynamique du marché des pensions induite par divers changements récents apportés à la structure du marché des pensions. Ils recommandent également que l'examen de 2025 prévoie une analyse de la mesure de la médiane tronquée, tienne compte des opérations de la Banque du Canada, porte aussi sur le seuil du volume d'opérations requis pour passer au taux de rechange et s'accompagne de propositions, le cas échéant. Chaque groupe souligne aussi que la Banque du Canada devra surveiller la mise en place du Service canadien de gestion des garanties (SCGG), lequel pourrait entraîner des changements importants dans le fonctionnement du marché canadien des pensions. Par exemple, l'introduction de paniers de garanties générales fondés sur des titres du gouvernement du Canada demanderait à terme de modifier la méthode de calcul du taux CORRA, puisqu'il ne serait pas nécessaire de tronquer les opérations de pension reposant sur ces titres car elles reflètent le taux des garanties générales que le taux CORRA est censé mesurer. Les deux groupes relèvent du reste que la transparence accrue proposée par la Banque du Canada autour de la distribution des données sur le taux CORRA bénéficierait aux participants au marché et devrait être présente dès que possible. Les membres du Forum sont également informés que le Groupe de travail sur le TARCOT avait convenu lors de sa réunion d'octobre de se dissoudre à la suite de la transition réussie du taux CDOR au taux CORRA et décidé que la réunion d'octobre serait sa dernière. Les coprésidents du Groupe de travail sur le TARCOT indiquent par ailleurs que le Groupe consultatif sur le taux CORRA devrait à l'avenir se charger entièrement du travail consultatif sur le taux CORRA.

Les membres du Forum acceptent les recommandations faites par le Groupe de travail sur le TARCOT et le Groupe consultatif sur le taux CORRA concernant la date et la portée du réexamen de la méthode de calcul du taux CORRA en application de la disposition de temporisation. Les coprésidents du Forum remercient le Groupe de travail sur le TARCOT et ses membres d'avoir mené une transition aussi réussie hors du taux CDOR.

4. Le point sur le Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires

La coprésidente du Réseau virtuel fait le point sur la façon dont le marché s'est adapté à l'arrêt des émissions d'acceptations bancaires depuis juin. Elle explique que la transition vers l'abandon des acceptations bancaires s'est déroulée en douceur. Il attribue le succès du travail réalisé par le groupe à une communication claire et à une sensibilisation des parties prenantes, ainsi qu'à une cessation ordonnée de l'émission des acceptations bancaires, facilitée par le [plan proposé par le Forum pour arrêter l'émission des acceptations bancaires](#). Elle précise que la taille globale du marché à court terme est restée

relativement constante¹ jusqu'à la cessation des acceptations bancaires, ce qui a été utile pour la transition.

Le Forum remercie la coprésidente et le Réseau virtuel pour le travail fait en vue de faciliter une transition harmonieuse hors des acceptations bancaires.

5. Le point sur le projet du Forum lié aux produits fondés sur des stratégies de type bêta

Le comité directeur du projet informe les membres du Forum des progrès accomplis. Comme mentionné lors de la dernière réunion, le groupe a décidé de créer un contrat à terme basé uniquement sur des titres bancaires au lieu de le faire reposer sur un large panier d'obligations de sociétés afin d'assurer une meilleure liquidité dès le départ. Bien que l'éventail de titres entrant dans le contrat soit plus restreint, la corrélation d'un tel produit avec l'indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada est très forte et, s'il s'avère efficace, pourrait permettre la création d'un panier d'obligations de sociétés plus complet à l'avenir. Une date provisoire de lancement a été fixée au second semestre de 2025 et l'intervenant précise que le succès du produit dépendra en grande partie de la forte participation de tous les acteurs du marché au lancement.

Le comité directeur va continuer de collaborer avec TMX et des partenaires pertinents pour concevoir et finaliser le produit.

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

Le [Groupe consultatif sur l'infrastructure des garanties et les pratiques de marché](#) a été officiellement **lancé** en avril et s'est réuni deux fois depuis sa création. Trois sous-groupes ont été formés pour aider à rendre pleinement opérationnel le SCGG, le nouveau service tripartite de gestion des opérations de pension canadien mis en place par TMX et Clearstream, et pour maximaliser l'efficacité opérationnelle du marché canadien des pensions. Modèle des dépositaires : ce groupe a comme objectif d'établir des modèles de travail à l'intention des dépositaires afin d'assurer leur intégration harmonieuse dans le système, ce qui devrait faciliter la participation des acheteurs au SCGG. Panier normalisé : ce groupe sera axé sur la conception de paniers de garanties générales normalisés pour les opérations de pension. Il s'agit ainsi de créer des paniers normalisés pouvant être facilement négociés et financés, ce qui améliorerait l'accès au marché canadien des pensions. Évaluation des prix et décotes : ce sous-groupe concentre ses efforts sur l'élaboration de méthodes d'évaluation uniformes pour les participants au marché portant notamment sur les prix et les décotes.

Les coprésidents du Groupe consultatif signalent que les opérations qui seront effectuées par l'intermédiaire du SCGG devraient commencer d'ici la fin de l'année et que bon nombre des plus importants participants canadiens du côté acheteur devraient adhérer au SCGG au 1^{er} trimestre 2025.

De concert avec les acteurs sectoriels, le Groupe consultatif va guider et soutenir la mise en place de changements dans l'infrastructure liée aux garanties et au financement. Il doit aussi instaurer des pratiques de marché qui favorisent le transfert sûr et efficace des titres sur les marchés au comptant, les marchés des garanties et les marchés du financement par titres.

¹ D'autres produits du marché monétaire, comme le PCAA et les bons du Trésor du gouvernement du Canada, ont fait augmenter les volumes au cours de la période.

Participants

Membres du Forum

Jim Byrd, RBC Marchés des Capitaux, coprésident
Brian D'Costa, Algonquin Capital
Nick Chan, BMO Marchés des capitaux
Roger Casgrain, Casgrain & Compagnie Limitée
Karl Wildi, Marchés mondiaux CIBC
TJ Sutter, Gestion de placements Connor, Clark & Lunn
Bronwyn Ward, Conseil de placement du Régime de pensions du Canada
Philippe Ouellette, Fiera Capital
Rob Goobie, Régime de retraite des soins de santé de l'Ontario
Chris Miller, Financière Banque Nationale
Vinayak Seshasayee, PIMCO
Jason Lewis, ministère des Finances, province de la Colombie-Britannique
Elaine Lindhorst, Gestion de Placements TD
Eugene Lundrigan, Gestion SLC

Participants externes

Point 1

Carolyn Kwan, gestionnaire de portefeuille, spécialiste des produits, titres à revenu fixe, Clark & Lunn Investment Management

Banque du Canada

Toni Gravelle, coprésident
Wendy Chan, secrétaire
Sheryl King
Stéphane Lavoie
Harri Vikstedt