



RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Toronto, le 4 février 2025, de 16 h à 18 h

1. Mot d'ouverture

Les coprésidents souhaitent la bienvenue à Luc Fortin, président et chef de la direction, Bourse de Montréal (MX) et chef, Activités globales de négociation, Groupe TMX, au Forum canadien des titres à revenu fixe.

2. Évolution récente du marché obligataire

Vishwanath Tirupattur, directeur général et stratège en chef des titres à revenu fixe chez Morgan Stanley, et Frances Donald, économiste en chef chez RBC, se joignent à la réunion pour présenter leurs perspectives pour les marchés des titres à revenu fixe en 2025 et parler de l'incidence des droits de douane sur les économies canadienne et américaine.

M. Tirupattur indique que, contrairement à ce qui s'est passé à l'époque de la première administration Trump, où les réductions d'impôts avaient été mises en œuvre avant des droits de douane, il s'attend à ce que la séquence soit inversée cette fois-ci. Son scénario de base prend en compte tous les droits annoncés par les États-Unis, y compris des droits de douane de 25 % sur les produits mexicains et la plupart des importations en provenance du Canada¹. Il tient également compte d'une augmentation des droits de douane sur les importations venant de Chine, en plus des droits de douane de 10 % récemment annoncés pour les produits chinois. Il juge que les droits de douane et la politique d'immigration de l'administration Trump sont inflationnistes et qu'ils freineront la croissance aux États-Unis. Bien qu'il s'attende à ce que les réductions d'impôts soient prolongées, il ne pense pas qu'il y aura une hausse significative du déficit américain cette année. En fait, il prévoit plutôt que l'émission nette de bons du Trésor américain en 2025 sera inférieure à celle de 2024. Par conséquent, M. Tirupattur est optimiste en ce qui concerne la duration et le crédit et croit que les marchés américains des titres à revenu fixe et du crédit à plus long terme se comporteront bien en 2025.

La présentation de M^{me} Donald porte sur l'incidence des droits de douane sur les économies canadienne et américaine. Elle souligne que le taux moyen des droits de douane à l'importation des États-Unis triplera presque, passant de 3 à 11 %, si toutes les mesures tarifaires annoncées entrent en vigueur. Elle précise également que l'économie d'aujourd'hui, tant aux États-Unis qu'au Canada, est très différente de celle de 2018, où des droits sur les importations de marchandises canadiennes avaient été introduits sous la première administration Trump. Elle estime que le Canada entrerait en récession si les droits américains annoncés sur les produits canadiens s'appliquaient pendant plus de 3 mois. Elle fait aussi remarquer que bien que les droits de douane soient une source de stagflation pour les deux économies, les conséquences respectives sur l'inflation et la croissance seront différentes. Au Canada, l'incidence négative sur la croissance l'emportera probablement sur la pression à la hausse sur les prix, tandis qu'aux États-Unis,

¹ Droits de douane de 10 % sur les ressources énergétiques

l'effet inflationniste des droits de douane sera plus prononcé. En outre, elle souligne que la politique de l'administration Trump en matière d'immigration exercera une pression supplémentaire sur l'inflation aux États-Unis. Les États-Unis devraient connaître le plus grand nombre de retraites de son histoire en 2025, phénomène qui augmentera le risque de pénurie de main-d'œuvre et exercera une pression à la hausse sur les salaires, en particulier dans le secteur manufacturier du Midwest.

Les deux intervenants font remarquer qu'il y a actuellement beaucoup d'incertitude autour des décisions qui seront prises et que, par conséquent, la volatilité des marchés se poursuivra probablement. Ils s'attendent à devoir réviser les prévisions de leur scénario en cas de nouvelles annonces.

3. Développements mondiaux en matière de couverture anticipée

Un représentant de la Banque du Canada rappelle aux membres que le conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié un [rapport de consultation sur la couverture anticipée](#) en novembre 2024 et qu'il sollicite les commentaires du secteur sur les recommandations formulées d'ici le 21 février 2025². L'intervenant souligne que les recommandations de l'OICV reflètent largement le contenu du [livre blanc sur la couverture anticipée](#) du Global Foreign Exchange Committee (GFXC), de l'[examen détaillé sur la couverture anticipée](#) du Financial Markets Standards Board (FMSB) et des [normes relatives à l'exécution de grosses opérations sur les marchés des titres à revenu fixe, des devises et des produits de base](#). Dans le rapport de consultation, l'OICV tente de formuler une définition commune à l'échelle internationale de la couverture anticipée sur les marchés des titres à revenu fixe, des devises et des produits de base. L'objectif est de publier les lignes directrices et les recommandations finales à l'intention de ses membres d'ici la fin de 2025. Les autorités de réglementation membres pourront ensuite décider de la façon appropriée de procéder à leur mise en œuvre dans leurs territoires respectifs. Les membres du Forum qui souhaitent formuler des commentaires au sujet de la consultation peuvent envoyer leurs observations directement à l'OICV ou par l'entremise de leur association sectorielle.

L'intervenant note également que le FMSB a inclus des pratiques de couverture anticipée pour les contrats de swap sur les nouvelles émissions dans son plan de travail pour 2025.

4. Processus de sélection aux fins de la notation du crédit par les émetteurs

Un membre évoque des incidents récents où des émetteurs canadiens ont pris des mesures pour gérer de possibles révisions négatives de leurs notes de crédit en abandonnant les notes défavorables et en demandant aux agences de notation de retirer leurs rapports non sollicités. On relève que ces mesures ont parfois introduit une volatilité supplémentaire sur le marché en raison du lien entre les notations de crédit et les règles d'inclusion dans les indices, en particulier pour les titres de qualité. L'intervenant indique que ces mesures peuvent entraîner des répercussions néfastes sur les investisseurs d'obligations de sociétés et risquent d'affaiblir l'intégrité du marché canadien des titres à revenu fixe.

² La Banque du Canada, au nom du Forum et en collaboration avec le Financial Markets Standards Board (FMSB), a organisé en avril 2024 une table ronde en personne sur l'évolution de la couverture anticipée à l'échelle internationale, et plus particulièrement en ce qui concerne le marché des changes et les titres à revenu fixe.

Quelques membres font observer qu'un travail important a été fait après la crise financière mondiale pour résoudre les éventuels conflits d'intérêts entre les agences de notation de crédit et les émetteurs de titres. Les facteurs influant sur le comportement complexifient la situation puisque la notation du crédit est payée par l'émetteur. Un autre membre dit douter qu'une réponse réglementaire soit possible et insiste sur l'importance de la diligence des investisseurs en ce qui concerne les notations de crédit.

Les membres du Forum conviennent qu'il leur faudrait plus d'information avant de déterminer les prochaines étapes possibles. Un membre offre de présenter aux membres du Forum les travaux de sa firme à ce sujet. Un autre membre propose divers correctifs possibles à apporter aux règles d'inclusion qui pourraient atténuer le risque d'une volatilité accrue entraînée par l'ajout et le retrait rapides d'obligations à l'indice.

On convient qu'il serait probablement souhaitable de discuter davantage de ce point avec FTSE Russell à une prochaine réunion du Forum.

5. Dernières nouvelles du Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché

Le coprésident du Forum, l'un des représentants de la Banque du Canada, informe les membres que la Banque se joindra au nouveau [Service canadien de gestion des garanties](#) (SCGG), une infrastructure tripartite destinée à rehausser l'efficience du marché. Il souligne que les gains d'efficacité opérationnelle que permettra le SCGG augmentent l'extensibilité et renforcent la politique monétaire de la Banque ainsi que les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités.

Le SCGG permettra à la Banque d'exécuter ses opérations avec plus de rapidité et de souplesse, y compris les substitutions illimitées le jour même des titres utilisés dans les opérations de pension. La Banque a l'intention d'effectuer la plupart de ses opérations courantes de pension, comme les opérations de pension à un jour et les opérations de pension à plus d'un jour, avec tous les négociants principaux via le SCGG. Après la mise en œuvre du SCGG pour les opérations de pension, la Banque étudiera la possibilité de l'utiliser pour le prêt de titres. Pendant toute la phase de mise en œuvre, la Banque procédera à des consultations et à des tests en partenariat avec ses contreparties majeures, les négociants principaux.

La Banque prévoit amorcer la mise en œuvre du système au cours de la deuxième moitié de 2025. La date de mise en service sera annoncée plusieurs mois avant le moment où la Banque s'attend à ce que toutes les activités de mise en œuvre et de mise à l'essai soient terminées.

Le coprésident indique également que la Banque publiera une [note analytique du personnel](#) décrivant les avantages du SCGG pour les participants aux marchés financiers canadiens et présentant en détail son rôle dans le soutien du marché des pensions.

Les membres sont d'accord pour dire que la décision de la Banque de se joindre au SCGG encouragera la participation des autres parties prenantes.

Les membres du Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché font savoir aux membres du Forum que le Groupe TMX fait actuellement des démarches auprès de 35 contreparties afin qu'elles se joignent au SCGG. On s'attend à ce que la plupart des négociants principaux soient intégrés au système d'ici la fin du premier trimestre de 2025. Un dépositaire a déjà été

intégré et deux autres devraient s'ajouter d'ici le début de l'été, ce qui représente plusieurs des plus gros clients canadiens du côté acheteur.

Les coprésidents du Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché font le point sur les activités de leur groupe. Les travaux de conception de paniers de garanties générales normalisés pour le SCGG ont bien avancé; ces derniers seront intégrés en plusieurs étapes. Pour commencer, un panier pour le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de titres du gouvernement du Canada incluant des obligations à rendement réel sera mis en place afin d'encourager une adoption généralisée dans les secteurs et de faciliter les premières opérations. Les prochains paniers à être introduits comprennent les obligations provinciales et les obligations hypothécaires du Canada. D'autres paniers, comprenant des fonds de pension et des obligations de sociétés de qualité, seront intégrés plus tard.

6. 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 auparavant, 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. Le lancement est provisoirement prévu à la fin du troisième trimestre ou au début du quatrième trimestre de cette année. Le groupe mobilise les principaux intervenants pour faire en sorte que le système soit prêt et que les licences soient octroyées en bonne et due forme avant la mise en œuvre. Le groupe travaillera aussi en collaboration avec les autorités de réglementation pour formuler les exigences en matière de communication financière.

L'intervenant rappelle l'importance d'une forte participation de tous les acteurs du marché dès le lancement, puisque le succès du produit dépendra en grande partie de l'ampleur de la participation.

Le comité directeur va continuer de collaborer avec TMX, FTSE Russell et des partenaires pertinents pour concevoir et finaliser le produit au cours des prochains mois.

Participants

Membres du Forum

Jim Byrd, RBC Marchés des Capitaux, coprésident
Brian D'Costa, président, Algonquin Capital
Nick Chan, BMO Marchés des capitaux
Roger Casgrain, Casgrain & Compagnie Limitée
Karl Wildi, Marchés mondiaux CIBC
Pablo Suárez, Citi Canada
TJ Sutter, Gestion de placements Connor, Clark & Lunn
Bronwyn Ward, Conseil de placement du Régime de pensions du Canada
Grahame Johnson, ministère des Finances du Canada
Philippe Ouellette, Fiera Capital
Luc Fortin, Bourse de Montréal
Jason Lewis, ministère des Finances, province de la Colombie-Britannique
Chris Miller, Financière Banque Nationale
Vinayak Seshasayee, PIMCO
Elaine Lindhorst, Gestion de Placements TD

Point 2

Vishwanath Tirupattur, directeur général et stratège en chef des titres à revenu fixe, Morgan Stanley
Frances Donald, économiste en chef, RBC

Banque du Canada

Toni Gravelle, coprésident
Wendy Chan, secrétaire
Zahir Antia
Sheryl King
Stéphane Lavoie
Nick Leswick
Philippe Muller
Maksym Padalko
Harri Vikstedt