



RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Toronto, le 6 mai 2025, de 16 h à 18 h

1. Évolution récente du marché obligataire

Le Forum accueille William Marshall, chef de la stratégie relative aux taux américains de Goldman Sachs, et Ian Pollick, directeur général et chef de la stratégie sur les titres à revenu fixe, les devises et les produits de base, Marchés des capitaux CIBC, pour discuter de la dédollarisation et de ses conséquences potentielles sur les marchés canadiens et américains.

M. Marshall fait remarquer que les données sur les mouvements de capitaux n'indiquent pas de ventes soutenues d'obligations du Trésor américain. Il souligne que la volatilité observée en avril était davantage causée par la réduction de l'effet de levier des investisseurs, principalement les fonds de couverture, que par la vente ferme d'actifs libellés en dollars américains et une ruée vers les liquidités comme durant la pandémie. La dédollarisation semble plutôt s'effectuer de manière passive. L'intervenant mentionne que, au cours des dernières semaines, il n'y a pas eu d'achats d'obligations du Trésor américain visant à rééquilibrer les expositions comme ceux observés habituellement lorsque le dollar américain se déprécie, ce qui pourrait indiquer une diminution des avoirs en titres du Trésor américain en termes relatifs. En fait, la part des titres détenus par des étrangers sur le marché des obligations du Trésor américain a baissé depuis la fin des années 2000, et la part des achats nets d'obligations du Trésor américain faits par des investisseurs privés de l'étranger a dépassé celle des achats faits par des acheteurs officiels étrangers dans les dix dernières années. Selon M. Marshall, on assistera probablement à une atténuation des facteurs favorables aux actifs libellés en dollars américains, comme les contraintes sur l'offre d'obligations attribuables au reste du monde et les périodes prolongées de rendements américains comparativement attrayants, qu'il s'agisse d'opérations à terme sec ou d'opérations de couverture de change.

M. Pollick renchérit sur de nombreux points soulevés par M. Marshall. Il souligne le caractère inusité du récent pessimisme américain, caractérisé par une liquidation des actifs risqués et une dépréciation du dollar américain, qui ne s'est observé que 5 % du temps¹ depuis 1996. Il note qu'il y a encore une surpondération des actifs américains sur les marchés mondiaux. Il précise également que le marché européen est le plus susceptible de remplacer le marché américain à moyen terme, le marché canadien étant trop petit pour absorber entièrement les capitaux investis dans des actifs en dollars américains qui seront potentiellement rapatriés par les investisseurs canadiens. Il ajoute que la prime de terme mondiale demeure basse par rapport au passé, mais qu'elle est en hausse en raison des préoccupations concernant l'augmentation des dépenses publiques et la réduction de la taille du bilan des banques centrales. Selon lui, la première mesure que les gestionnaires d'actifs prendront quant à leurs actifs en dollars américains est d'augmenter leur ratio de couverture de change.

Les deux intervenants conviennent que l'incertitude entourant la politique commerciale des États-Unis diminue l'importance des actifs américains sur les marchés financiers et accélère la migration vers un

¹ Mesuré trimestriellement.

système financier mondial multipolaire et plus diversifié. Toutefois, ils croient que l'abandon des actifs en dollars américains, y compris les obligations du Trésor américain, prendra du temps et se fera probablement de façon très graduelle. Les changements apportés à la réglementation bancaire qui améliorent les capacités des courtiers à agir comme intermédiaires, comme l'allègement du ratio de levier supplémentaire, contribueront à soutenir le marché des obligations du Trésor américain. Parallèlement, les politiques qui nuisent à la stabilité des institutions américaines, telles que le congédiement potentiel du président de la Réserve fédérale américaine, pourraient causer du désordre.

2. Enquêtes sur les indices de référence et les marchés monétaires

La Banque du Canada informe le Forum que le Comité des marchés de la BRI achève une enquête sur l'utilisation des taux d'intérêt de référence qui sera transmise aux participants aux marchés internationaux au cours de l'été.

Le Secrétariat du Forum demande l'avis des membres quant à l'utilité de mener une enquête sur la manière dont le marché monétaire canadien a abandonné les acceptations bancaires. Les membres concluent que, comme la transition s'est bien déroulée, il est peu utile de réaliser une enquête en ce moment.

3. Le point sur le taux CORRA à terme

Le Forum accueille Andrew Munn, chef des indices de référence de [CanDeal Services d'administration des indices de référence inc.](#) (CSIR), pour faire le point sur le taux CORRA à terme, qui est administré par l'organisme. M. Munn mentionne que le taux CORRA à terme est maintenant le principal taux de référence canadien pour les prêts aux entreprises, en remplacement du taux CDOR, et est utilisé pour des prêts et engagements totalisant plus de 200 milliards de dollars. Plus d'une centaine de prêteurs à l'échelle du globe ont recours à ce taux.

Il rappelle aux membres que le taux CORRA à terme est calculé à partir des contrats à terme basés sur le taux CORRA de 1 mois et de 3 mois et que, même s'il y a suffisamment de contrats à terme de 1 mois pour obtenir un taux solide au moyen de la méthode de calcul de niveau 1, le volume d'opérations est beaucoup plus faible que prévu. Par conséquent, la Bourse de Montréal et CSIR envisagent de modifier les contrats existants des teneurs de marché pour augmenter le volume des opérations pour les contrats à terme de 1 mois et ainsi assurer la viabilité à long terme du taux CORRA à terme.

M. Munn réitère au Forum l'importance pour tous les participants exposés au risque lié au taux CORRA à terme de soutenir les contrats à terme de 1 mois fondés sur le taux CORRA.

4. Mise à jour du Groupe consultatif sur le taux CORRA

Un représentant de la Banque du Canada fait le point sur les travaux réalisés par le [Groupe consultatif sur le taux CORRA](#). Il informe le Forum que le réexamen de la méthode de calcul du taux CORRA, effectué tous les cinq ans, porte sur trois changements potentiels : i) la méthode utilisée pour exclure du calcul du taux CORRA l'effet des opérations sur obligations négociées « au rabais », c'est-à-dire le taux retenu pour la troncation; ii) l'inclusion des opérations de pension effectuées avec la Banque dans le calcul; et iii) le seuil du volume d'opérations requis pour passer au taux de recharge. Cependant, il souligne que la barre pour

changer le calcul est haute, car le taux est considéré comme représentatif du taux du financement à un jour sur le marché général des pensions pour les titres du gouvernement du Canada, qu'il est censé suivre. Il mentionne aussi que le Forum sera tenu au courant de l'avancement du réexamen et que tout changement majeur ayant une incidence sur la méthode de calcul (p. ex., le taux calculé quotidiennement) nécessiterait une consultation publique.

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

Les coprésidents du Groupe consultatif informent le Forum que 11 participants, dont un dépositaire, se sont joints au Service canadien de gestion des garanties (SCGG), le service tripartite lancé récemment par TMX et Clearstream. Plus de 20 autres participants au marché seront intégrés en deux vagues au cours de l'été et de l'automne, et plus de 35 participants devraient être actifs dans le système d'ici la fin de l'année, y compris deux dépositaires supplémentaires. Ainsi, le volume des opérations de pension effectuées par l'intermédiaire du SCGG devrait augmenter considérablement.

Les coprésidents font aussi le point sur les travaux menés par les différents sous-groupes depuis la dernière réunion du Forum. Ils mentionnent qu'un nouveau chantier sera créé au sein du sous-groupe des dépositaires pour examiner le processus de règlement actuel.

Les coprésidents mentionnent qu'un nouveau sous-groupe permanent sera formé en juin pour assurer la gouvernance de la pénalité en cas d'échec de règlement pour les titres du gouvernement du Canada. Le cadre prévoyant une pénalité en cas d'échec de règlement a été approuvé et publié par le Forum en janvier 2024. Ce nouveau sous-groupe aidera d'abord la Caisse canadienne de dépôt de valeurs (CDS) à mettre en place l'infrastructure nécessaire pour suivre et signaler les échecs de règlement et supervisera la période d'essai de 12 mois qui devrait commencer vers la fin de 2025 ou le début de 2026. Durant la période d'essai, la CDS commencera à publier les taux d'échec et à produire des rapports mensuels indiquant quel serait le montant de la pénalité si elle était en place. Aucune pénalité ne devra être payée durant la période d'essai. Il incombe aussi au sous-groupe de déterminer si (ou quand) la pénalité devrait prendre effet, sous réserve de l'approbation du Groupe consultatif et du Forum, ou si elle devrait rester inactive une fois la période d'essai de 12 mois terminée.

De plus, les coprésidents soulignent que, maintenant que le projet de modernisation des services de postnégociation de la CDS a été mené à bien, le Groupe consultatif mettra sur pied un petit groupe de travail pour conseiller la CDS sur les changements requis pour faciliter l'émission d'une obligation à taux variable T+0 à court terme fondée sur le taux CORRA, initiative proposée par le Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires en 2023. Cet instrument refléterait les caractéristiques des certificats de dépôt Yankee à taux variable, émis actuellement par les banques canadiennes sur le marché américain.

Les coprésidents demandent aux membres du Forum de nommer des personnes de leur organisation pour i) le nouveau sous-groupe chargé de la pénalité en cas d'échec de règlement, ii) le chantier sur le processus de règlement au sein du sous-groupe lié aux dépositaires, et iii) le groupe de travail axé sur les obligations à taux variable T+0 à court terme fondées sur le taux CORRA. De plus ils annoncent qu'ils communiqueront avec l'ensemble du secteur financier canadien dans le but d'obtenir d'autres candidatures pour les trois initiatives du Groupe consultatif. Ils proposent que les entreprises envoient le nom des personnes intéressées au Secrétariat du Forum.

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 travaille avec FTSE Russell et la Bourse de Montréal pour créer des contrats à terme sur écart de crédit canadiens. Les contrats à terme suivront un indice des écarts de crédit, développé par FTSE Russell, et reposeront sur un panier d'obligations de premier rang émises par les six grandes banques canadiennes. Le comité mentionne que le lancement des contrats est prévu pour le premier trimestre de 2026, sous réserve des approbations applicables. Il informe le Forum que le groupe aimerait renommer le projet et utiliser « contrats à terme sur écart de crédit canadiens » à partir de maintenant.

De plus, le comité directeur souligne que l'introduction d'un nouveau produit nécessite du temps et 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.

7. Divers

Le Réseau virtuel pour la finance durable informe le Forum sur ses nouveaux chantiers, en soulignant que celui sur les obligations autochtones a suscité beaucoup d'intérêt de la part de diverses parties prenantes.

La Banque du Canada avise le Forum que l'Organisme canadien de réglementation des investissements met sur pied un groupe de spécialistes pour revoir les relevés et publications du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM) et peut-être les modifier. Les participants du côté acheteur sont invités à manifester leur intérêt à participer à ce projet auprès du [Secrétariat du Forum](#).

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
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 1

William Marshall, chef de la stratégie relative aux taux américains, Goldman Sachs
Ian Pollick, directeur général et chef de la stratégie sur les titres à revenu fixe, les devises et les produits de base, Marchés des capitaux CIBC

Point 2

Andrew Munn, chef des indices de référence, CanDeal Services d'administration des indices de référence inc.

Banque du Canada

Toni Gravelle, coprésident
Wendy Chan, secrétaire
Annick Demers
Jean-Philippe Dion
Grahame Johnson
Sheryl King
Stéphane Lavoie
Nick Leswick
Harri Vikstedt