



RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Montréal, bureau de la Corporation Fiera Capital, le 4 septembre 2025, de 16 h à 18 h

Le Forum souhaite la bienvenue à Jason Cope, responsable des titres à revenu fixe et des taux pour les marchés mondiaux chez Polar Asset Management Partners.

1. Évolution récente du marché obligataire

Le Forum accueille Nathaniel Rosenbaum, stratège du crédit de premier rang aux États-Unis chez J.P. Morgan Securities, pour discuter du contexte actuel et des perspectives du marché des obligations de sociétés de qualité.

M. Rosenbaum indique s'attendre à ce que les écarts de taux des obligations de qualité ne s'élargissent que légèrement d'ici la fin de 2025, par rapport à leurs niveaux actuels qui sont particulièrement serrés. Il souligne que la majorité des investisseurs continuent de se concentrer non pas sur les écarts serrés, mais plutôt sur les rendements effectifs, qui restent élevés et entraînent une forte demande. Selon M. Rosenbaum, l'incidence des droits de douane sur le bénéfice des entreprises a été gérable. La croissance des revenus a ralenti, mais reste robuste et soutient les écarts de taux des obligations de qualité. Parallèlement, les données de JPM sur les cartes de crédit indiquent que les dépenses de consommation aux États-Unis restent vigoureuses, ce qui laisse supposer que les droits de douane ont eu une incidence limitée jusqu'à présent. Il souligne que la réduction des prix du pétrole a été un facteur important derrière le comportement des consommateurs. Même si les droits de douane reçoivent beaucoup d'attention, M. Rosenbaum note que la santé des consommateurs américains reste le facteur le plus important pour l'économie des États-Unis, puisque les importations ne représentent que 14 % de leur PIB.

M. Rosenbaum fait remarquer que les baisses de taux d'intérêt de la Réserve fédérale ont habituellement un effet légèrement positif sur les écarts de taux des obligations de qualité, et son scénario de référence en prévoit trois. Il souligne que l'un des plus grands risques pesant sur ce scénario serait un affaiblissement considérable de l'économie américaine avec la baisse de rendements qui en résulterait, ce qui découragerait la demande des investisseurs. Il y a aussi un risque entourant les activités de fusion et d'acquisition. M. Rosenbaum précise qu'un renforcement substantiel de l'économie américaine pourrait stimuler ces activités, et que la flambée d'émissions qui en résulterait pourrait causer un élargissement important des écarts de crédit.

M. Rosenbaum conclut sa présentation en soulignant plusieurs facteurs techniques favorables aux écarts de crédit aux États-Unis. Il y a la demande d'obligations de sociétés américaines qui, au pays comme à l'étranger, est plus diversifiée que celle des bons du Trésor; les entrées attendues visant des fonds obligataires du marché monétaire à mesure que la Réserve fédérale se mettra à réduire les taux; l'amélioration de la valeur relative que représente la détention d'obligations américaines de qualité pour les investisseurs étrangers; et le fait que les États-Unis sont le seul marché où l'offre de produits de crédit à long terme est suffisante.

2. Le point sur le marché des fonds obligataires négociés en bourse

Matt Montemurro (directeur général et chef des FINB de titres à revenu fixe et d'actions chez BMO Gestion mondiale d'actifs), Simon Gourde (directeur général, cochef des Produits structurés et des FNB d'obligations, Banque Nationale du Canada) et Dennis Jang (directeur général, cochef de la négociation des titres hypothécaires d'agences et chef de la négociation des FNB d'institutions financières, Citigroup Global Markets) se joignent au Forum pour discuter du marché des fonds de titres à revenu fixe négociés en bourse. Des représentants de la Banque du Canada présentent également leurs travaux sur les FNB d'obligations, réalisés en mars 2020.

M. Montemurro commence la discussion en donnant un aperçu de la croissance du marché des fonds négociés en bourse (FNB) au Canada, notant que dans le segment des titres à revenu fixe, c'est le secteur des obligations de sociétés qui a connu la plus forte croissance et la plus forte hausse d'activité chez les investisseurs institutionnels. Il décrit ensuite l'écosystème des FNB et explique les trois niveaux de liquidité de ces fonds, ainsi que le mécanisme de création et de remboursement des FNB. Le premier niveau de liquidité des FNB se produit naturellement entre les acheteurs et les vendeurs de FNB sur le marché boursier, tandis que le deuxième niveau de liquidité est fourni par des teneurs de marché spécialisés, qui sont chargés de publier les offres d'achat et de vente sur le marché. Le troisième niveau de liquidité passe par le mécanisme de création et de rachat de parts, qui permet aux teneurs de marché de contrebalancer l'offre ou la demande en créant ou en rachetant des parts et en continuant de créer des marchés. M. Montemurro mentionne également qu'il y a trois façons de faire fonctionner le mécanisme de création et de rachat. La forme la plus courante est le transfert¹ en nature passant par un panier quotidien standard établi par l'émetteur du FNB. Il est également possible d'effectuer une opération au comptant², c'est-à-dire d'envoyer de l'argent comptant à l'émetteur du FNB, qui interagit à son tour directement sur le marché en achetant ou en vendant des titres. Enfin, on peut également créer de nouvelles parts de FNB en constituant un panier personnalisé d'obligations adapté aux besoins du portefeuille de l'émetteur.

M. Gourde fait part de son point de vue en tant que teneur de marché de FNB. Il souligne que l'empreinte des FNB sur le marché obligataire canadien a augmenté de façon constante, mais qu'elle demeure relativement faible en pourcentage, soit autour de 2,4 %. Il explique ensuite la différence entre la valeur liquidative et les cours acheteur-vendeur des FNB d'obligations. La valeur liquidative se calcule soit en fonction de prix composites provenant de plusieurs contributeurs, soit en fonction de prix évalués par des spécialistes de la tarification. En revanche, les cours acheteur-vendeur intègrent la liquidité des obligations sous-jacentes et dépendent du cadre et des contraintes de création et de rachat des parts. Ces cours sont actualisés sur une base intrajournalière, sont négociables et agissent comme un mécanisme transparent de découverte des prix sur le marché obligataire. M. Gourde souligne également que les coûts de négociation des FNB sont généralement répercutés sur les investisseurs via l'écart acheteur-vendeur. À l'inverse, dans le cas des fonds communs de placement, les coûts de négociation sont généralement internalisés et répartis entre les autres détenteurs de parts.

M. Jang présente le point de vue d'un teneur de marché pour les FNB américains. Il souligne que la négociation au comptant d'obligations aux États-Unis est largement passée de la négociation vocale à la négociation électronique, ce qui a aussi soutenu la croissance des opérations de portefeuille. Le nombre

¹ Les titres sont transférés sans être vendus sur le « marché ».

² Les transactions au comptant occasionnent généralement des frais supplémentaires.

d'éléments inclus dans une opération de portefeuille typique et la taille des opérations ont tous deux eu tendance à augmenter. Il souligne que pour les FNB de titres à revenu fixe, la connaissance du produit sous-jacent est importante, et que certaines entreprises du secteur regroupent leur fonction chargée de ces FNB avec celle chargée des titres à revenu fixe pour tirer parti de ses connaissances spécialisées, contrairement au Canada où la plupart des entreprises placent leur fonction chargée des FNB de titres à revenu fixe avec celle chargée des actions. M. Jang conclut sa présentation en décrivant certaines des innovations récentes et des possibilités de croissance qui sont apparues dans le secteur des FNB aux États-Unis. Elles comprennent la conversion continue de fonds communs de placement en FNB, les FNB à effet de levier composés de titres garantis par des prêts, les FNB de titres à revenu fixe fiscalement avantageux et les produits de FNB jetonisés.

Des représentants de la Banque du Canada présentent au Forum leurs travaux sur le comportement des FNB d'obligations en mars 2020. Ils font remarquer que l'écart entre les prix des FNB et leur valeur liquidative respective a bondi en mars 2020 au Canada et aux États-Unis. Les mesures qu'ont prises les banques centrales avec leurs programmes d'achat d'obligations de sociétés, tant la Banque fédérale de réserve de New York que par la [Banque du Canada](#), ont contribué à réduire cet écart. Les présentateurs soulignent aussi que les FNB d'obligations canadiennes et les fonds communs de placement ont rééquilibré leurs portefeuilles différemment pendant cette période. Les fonds communs de placement ont réduit leurs liquidités et leurs obligations du gouvernement du Canada tout en faisant augmenter leurs avoirs en titres de créance autres que ceux de l'État, tandis que les FNB ont réduit leurs positions sur tous les types d'obligations et ont fait légèrement augmenter leurs liquidités.

3. Mise à jour sur la couverture anticipée

Un représentant de la Banque du Canada fait le point sur le processus de [consultation](#) de l'OICV sur les opérations de couverture anticipée, notant que la version définitive du document d'orientation générale devrait être publiée en novembre. Ce document portera sur les marchés des titres à revenu fixe, des produits de base, des devises et des produits dérivés. Il souligne que ce document d'orientation de l'OICV s'adresse aux organismes de réglementation des valeurs mobilières (membres de l'OICV) et qu'il leur appartiendra de décider comment mettre en œuvre les lignes directrices dans leurs zones de compétence respectives.

Le secrétariat du Forum distribuera le document d'orientation définitif aux membres lorsqu'il sera publié.

4. Comité permanent de l'AMVI sur les marchés des capitaux

Les coprésidents du comité permanent de l'AMVI sur les marchés des capitaux donnent au Forum un aperçu de l'[Association des marchés de valeurs et des investissements](#) (AMVI), anciennement l'Institut des fonds d'investissement du Canada, et de ce nouveau comité permanent sur les marchés des capitaux. Les membres conviennent qu'il est important de collaborer avec l'AMVI et le nouveau comité sur les questions liées au marché canadien des titres à revenu fixe. Le coprésident du Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties et les pratiques du marché précise que l'AMVI participe au Groupe consultatif à titre d'observateur.

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 l'ajout de participants au Service canadien de gestion des garanties (SCGG) prend plus de temps que prévu parce que le secteur est occupé avec la [modernisation des services de postnégociation](#) entreprise par la Caisse canadienne de dépôt de valeurs (CDS), ce qui a retardé l'intégration de nouveaux clients. Ils mentionnent que de 20 à 25 participants, y compris certains participants d'envergure du côté acheteur, devraient être ajoutés au système d'ici la fin de l'année.

Les coprésidents indiquent qu'un chantier spécial est en voie de se terminer pour soutenir la création d'une obligation à taux variable T+0 à court terme fondée sur le taux CORRA, une initiative qui faisait suite à des travaux du Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires.

Les coprésidents mentionnent également que le sous-groupe qui sera responsable de la gouvernance de la pénalité en cas d'échec de règlement pour les titres du gouvernement du Canada est en voie d'être formé. Ce nouveau sous-groupe aidera d'abord la 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 dans la première moitié de 2026. La période d'essai consistera à tester le processus et à s'assurer que les frais sont correctement consignés; aucuns frais réels ne seront payés ou reçus pendant cette période de 12 mois. Il incombera aussi au sous-groupe de déterminer si (ou quand) la pénalité devrait prendre effet (et être payée), sous réserve de l'approbation du Groupe consultatif et du Forum, ou si elle devrait rester inactive (c.-à-d. calculée sans être payée) une fois la période d'essai terminée.

Autres points

Un représentant de la Banque du Canada informe le Forum des progrès du [réexamen de la méthode de calcul du taux CORRA](#). La Banque s'attend à en publier les résultats avant la fin de l'année; pour le moment, ils ne comprennent aucun changement à la méthode de calcul du taux CORRA.

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
Pablo Suárez, Citi Canada
TJ Sutter, Gestion de placements Connor, Clark & Lunn
Bronwyn Ward, Office d’investissement 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 (virtuel)
Chris Miller, Financière Banque Nationale
Vinayak Seshasayee, PIMCO
Jason Cope, Polar Asset Management Partners
Elaine Lindhorst, Gestion de Placements TD

Invités

Point 1

Nathaniel Rosenbaum, stratège du crédit de premier rang aux États-Unis, J.P. Morgan Securities

Point 2

Matt Montemurro, directeur général et chef des FINB de titres à revenu fixe et d’actions, BMO Gestion mondiale d’actifs
Simon Gourde, directeur général, cochef des Produits structurés et des FNB d’obligations, Banque Nationale du Canada
Dennis Jang, directeur général, cochef de la négociation des titres hypothécaires d’agences et chef de la négociation des FNB d’institutions financières, Citigroup Global Markets

Banque du Canada

Toni Gravelle, coprésident
Wendy Chan, secrétaire
Andreas Uthemann (virtuel)
Annick Demers
Jean-Philippe Dion (virtuel)
Grahame Johnson
Rishi Vala (virtuel)
Harri Vikstedt