



## Les marchés mondiaux des titres d'emprunt sont à un tournant : les conséquences pour le Canada

Réflexions et perspectives à la suite de l'assemblée générale et du congrès annuels de l'ICMA

Amsterdam  
4 et 5 juin 2015

N° 85

En tant que président et chef de la direction de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM) ainsi que président du conseil d'administration de l'International Council of Securities Associations (ICSA), je suis honoré et fier de sensibiliser l'opinion internationale au secteur des valeurs mobilières du Canada et à nos marchés des capitaux et de les faire connaître à travers le monde.

Dans le cadre de mes fonctions, je profite de chaque occasion pour insister sur une plus grande coopération et une coordination plus étroite sur le plan réglementaire entre les divers pays afin de faciliter les opérations transfrontalières et augmenter la liquidité et la profondeur du marché.

J'ai participé les 4 et 5 juin 2015 à l'assemblée générale et au congrès annuels de l'International Capital Market Association (ICMA) tenus à Amsterdam – peut-être l'évènement par excellence pour être à la fine pointe des tendances sur les marchés des titres d'emprunt dans le monde et en Europe et pour savoir quelle direction prendra la réforme réglementaire.

La première impression qui se dégage des exposés et discussions informelles au cours de cet évènement est que le marché et les conditions économiques n'ont pas beaucoup changé au cours des quelques dernières années. Un grand nombre d'économies développées sont prises dans une trappe à liquidité avec de faibles taux d'intérêt incapables de stimuler les investissements ou la consommation. Les conférenciers ont souligné que depuis plusieurs années le marché primaire des obligations privées de qualité est solide parce que les sociétés profitent des taux relativement bas pour emprunter des capitaux à des fins de refinancement et d'acquisitions. Pendant ce temps, les marchés secondaires – sur lesquels les investisseurs peuvent acheter des titres et actifs vendus par d'autres investisseurs plutôt que par les sociétés émettrices (et des négociants principaux désignés proposent continuellement des cours acheteurs et vendeurs pour des opérations de taille raisonnable) – sont restés anémiques. Cela résulte de divers facteurs, le plus important étant le durcissement des exigences

sur les fonds propres et le levier financier imposées aux teneurs de marché.

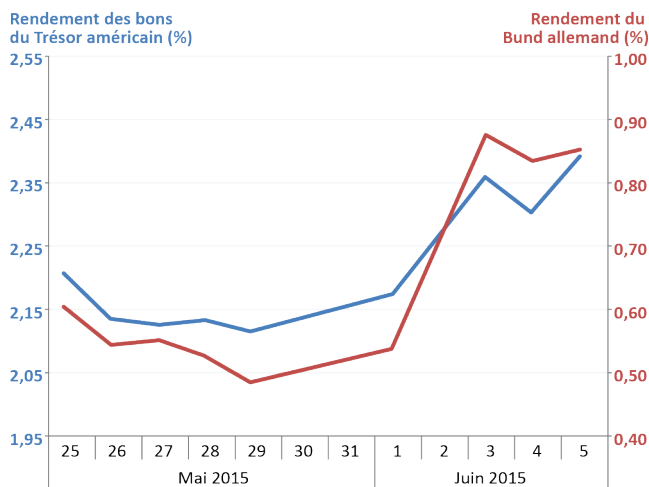
Cependant, on ne peut pas toujours se fier aux premières impressions. Au cours du congrès qui a duré une journée et demie, de nouvelles idées ont émergé des discussions.

Les marchés mondiaux des titres d'emprunt sont à un tournant important alors que les investisseurs et les intermédiaires s'attendent à des changements économiques et financiers imminents. Ce qui inquiète les participants au marché c'est l'importance des chocs et leur impact considérable sur les marchés des capitaux à cause de la faible liquidité des marchés.

Premièrement, la forte remontée des rendements des obligations à long terme (le rendement du Bund allemand 10 ans a bondi et les rendements des obligations 10 ans en Amérique du Nord ont aussi considérablement augmenté) montre la nervosité des marchés et annonce d'autres données économiques positives. L'augmentation de la volatilité est devenue évidente au printemps dernier et on s'attend à ce qu'elle persiste dans un avenir prévisible.

### Flambée des rendements obligataires

Rendements 10 ans des bons du Trésor américain et du Bund allemand



Source : Bloomberg

Deuxièmement, la reprise économique mondiale reste disparate, ce qui crée des lacunes dans les performances économiques qui entraînent des politiques monétaires différentes. L'élargissement des écarts de taux d'intérêt augmentera la volatilité des marchés de change.

Troisièmement, le risque de défaut de la Grèce et de sa sortie de la zone euro, et un ensemble de préoccupations géopolitiques – le retour de la guerre froide avec la Russie, le chaos au Moyen-Orient et les tensions dans la mer de Chine méridionale – n'ont fait qu'accroître l'incertitude.

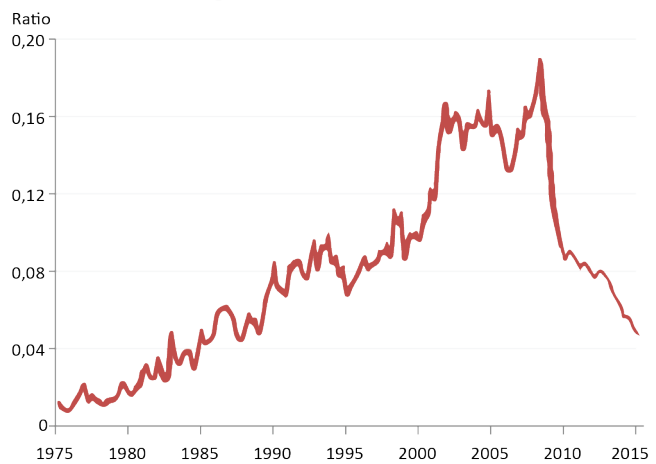
Et pour terminer, l'économie chinoise est aux prises avec des défis de taille. L'incertitude est omniprésente, les opinions sont partagées entre une légère croissance et la persistance d'une performance économique anémique. Pour le reste du monde, il est important de savoir ce qui se passera en Chine à cause de l'impact sur l'épargne mondiale et la demande de matières premières.

#### **Effondrement de la liquidité du marché des titres d'emprunt**

L'accroissement de la volatilité des taux d'intérêt et l'augmentation de l'incertitude sur les perspectives des marchés et de l'économie mondiale exercent d'autres pressions sur la liquidité des marchés des titres d'emprunt. La disponibilité constante des cours acheteurs et vendeurs pour des opérations de taille raisonnable se limite généralement aux titres d'emprunt de qualité émis par des sociétés à grande capitalisation.

#### **Tarissement de la liquidité sur le marché obligataire**

Bons du Trésor détenus par les courtiers vs l'ensemble des bons du Trésor négociables



Source : Deutsche Bank

La direction que prennent les autres réformes envisagées sur les marchés des titres d'emprunt aggravera probablement le problème de liquidité sur les marchés secondaires. Même si une bonne partie de la réforme est déjà en place, elle ne vise surtout qu'à améliorer la solidité et la stabilité du système bancaire avec des règles plus sévères sur les fonds propres, des exigences accrues de liquidités et des restrictions sur le levier financier. Le système bancaire est maintenant plus résistant aux chocs financiers et économiques qu'il ne l'était il y a six ans. Les

réformes ont aussi augmenté la protection des investisseurs : les institutions doivent être plus transparentes et fournir plus d'informations sur les produits et honoraires, et mise en œuvre de règles de normes de conduite régissant les rapports entre les conseillers et leurs clients.

#### **Mesures réglementaires : diminueront-elles davantage la liquidité?**

Les organismes de réglementation canadiens ont suivi leurs homologues européens et américains. L'accent a été mis sur la mise en œuvre des exigences de l'Accord de Bâle III et de la vaste réglementation découlant du modèle de relation client conseiller (MRCC). Les organismes de réglementation canadiens ont aussi renforcé les règles sur les critères d'inscription et les normes professionnelles sur les marchés des capitaux.

Les organismes de réglementation canadiens et leurs homologues internationaux ont aussi rendu obligatoire un nouveau cadre réglementaire pour la négociation et la compensation des dérivés de gré à gré et ils se sont conformés aux exigences du G20 sur les référentiels centraux pour surveiller les activités de négociation des dérivés de gré à gré. La réforme s'est surtout fait remarquer par un manque de coordination dans la mise au point d'un manuel de réglementation harmonisé qui soit cohérent avec l'internationalisation des marchés des dérivés de gré à gré.

Cependant, les organismes de réglementation ne font que commencer à s'occuper des marchés institutionnels de titres d'emprunt. Les réformes courent un risque énorme de diminuer davantage la déjà faible liquidité des marchés. La formulation des règles devrait donc se faire avec la plus grande prudence, en consultation étroite avec les praticiens et en tenant compte de leurs suggestions.

La transparence – qui consiste à fournir aux investisseurs institutionnels et de détail plus d'informations sur les opérations sur obligations – est une priorité du programme de réformes. Dans l'UE, la transparence des opérations sur obligations fait partie des consultations en cours sur la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II). On s'attend à ce que les organismes de réglementation canadiens suivent les orientations établies par les organismes de réglementation européens et américains. Les organismes de réglementation américains proposent l'élargissement de TRACE, le système actuel de transparence des opérations sur obligations (qui permet à tous les investisseurs de consulter les données sur les opérations, incluant le prix, le rendement et la taille de toutes les opérations sur obligations), pour inclure les informations sur les opérations de titres adossés à des actifs, et des consultations sont en cours pour commencer à publier les données sur les opérations de titres adossés à des créances immobilières résidentielles et commerciales, de même que sur les opérations de titres garantis par des créances, de titres adossés à des obligations et de titres adossés à des prêts.

Les organismes de réglementation comprennent bien qu'il faut faire un compromis entre une transparence accrue des

informations avant et après l'opération, et les conséquences négatives possibles de publier les stocks de titres des teneurs de marché. En se rendant compte des enjeux, il est probable que les organismes de réglementation exigeront plus de transparence pour les titres de créance liquides. Même si, en théorie, l'approche paraît judicieuse, les organismes de réglementation européens se sont rendu compte déjà de la difficulté à établir une définition opérationnelle de la liquidité et à concevoir des règles pratiques basées sur le regroupement de titres présumés liquides pour augmenter la transparence.

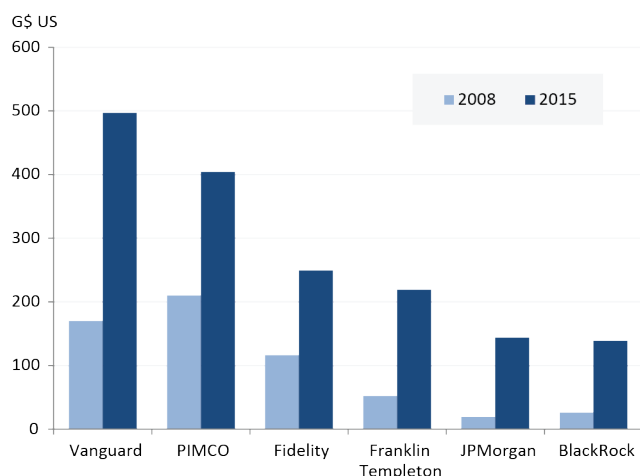
La deuxième mesure est la mise en place d'un comité sur les marchés équitables et efficaces, le Fair and Effective Markets Review, qui a publié son rapport définitif le 10 juin 2015. Il prévoit 21 recommandations pour aider à restaurer la confiance sur les marchés institutionnels de titres à revenu fixe, de change et de matières premières (FICC). Le comité a été mis sur pied en juin 2014 par le chancelier de l'Échiquier et le gouverneur de la Banque d'Angleterre pour aider à restaurer la confiance sur ces marchés dans la foulée d'un certain nombre de cas récents de scandales financiers très médiatisés. Le comité recommande l'adoption d'un ensemble de normes internationales communes pour les pratiques de négociation sur les marchés FICC, l'application du code criminel britannique à un plus grand nombre d'instruments financiers sur les marchés FICC pour les individus et sociétés qui commettent des infractions sur ces marchés, et la création d'un nouveau conseil des normes sur les marchés FICC comprenant la participation d'un large éventail de sociétés internationales et britanniques et d'utilisateurs finaux et prévoyant des interactions continues avec les autorités pour : faire un tour d'horizon et déceler de nouveaux risques contre lesquels les normes du marché pourraient être renforcées; s'occuper des zones grises de certaines pratiques de négociation; encourager l'application de normes, notamment par le partage et l'adoption de bonnes pratiques dans les structures de contrôle et gouvernance des divers secteurs d'activité sur les marchés FICC; et participer à l'harmonisation des normes à l'échelle internationale.

La troisième mesure est la ventilation des frais pour les services rendus aux clients, comme la recherche sous-jacente aux conseils, qui sont intégrés dans les écarts entre les cours vendeur et acheteur. Dans l'UE, cette exigence fait partie des obligations du MiFID II, alors qu'au Canada elle est incluse dans les exigences du MRCC. La ventilation des frais ayant trait à la négociation des titres à revenu fixe générera des coûts de conformité importants.

Ces prochaines réglementations risquent de réduire les activités de tenue de marché et de diminuer davantage la faible liquidité des marchés des titres d'emprunt. Il est probable que la faiblesse des marchés secondaires augmentera la volatilité des rendements obligataires, car il y aura ou bien un renforcement de la croissance et une augmentation des taux d'inflation, ou une détérioration de la croissance et des tensions déflationnistes. Les chocs des taux d'intérêt pourraient se répercuter rapidement dans toutes les catégories d'actifs,

notamment les FNB d'obligations, et accentuer la baisse des taux d'intérêt alors qu'augmenteront les pressions de vente. Les conséquences sur les marchés des titres d'emprunt pourraient être graves.

#### Les plus grands fonds communs d'obligations Actifs gérés en 2008 et 2015



Source : Morningstar

#### Institutions financières non bancaires : s'occuper de leurs risques systémiques

Les réformes ont sûrement réussi à rendre le système bancaire plus résistant aux chocs sur les marchés, mais des inquiétudes subsistent au sujet du risque systémique des institutions financières non bancaires notamment les grands fonds d'investissement gérés comme les grands fonds de couverture et fonds de placements privés, les fonds souverains, les fonds communs de placement et les caisses de retraite. Plusieurs fonds d'investissement gérés ont été en difficulté lors de la dernière crise financière alors que des fonds de couverture et fonds de placements privés de plus petite taille ont fait banqueroute et que des fonds de plus grande taille ont demandé de l'aide. Si la taille des actifs gérés est relativement modeste, l'impact de leur vente sur les marchés financiers et sur le nombre de faillites sera limité, ce qui exclut le risque systémique. Cependant, les grands fonds d'investissement gérés représentent un sérieux risque systémique sur les marchés des capitaux en cas d'effondrement subit du cours des actifs se répercutant sur toutes les catégories d'actif. Les grands fonds communs de placement, même s'ils ne sont que des mandataires, peuvent représenter un risque systémique sur les marchés selon l'importance de la chute du cours des actifs et des demandes des clients pour retirer leurs fonds.

Le Financial Stability Board (FSB) examine actuellement le risque systémique des institutions financières non bancaires et quelles seraient les protections réglementaires appropriées. Le Canada suivra probablement l'exemple du FSB et des autres pays pour adopter d'autres réglementations sur les grandes institutions du côté acheteur considérées comme représentant un risque systémique.

## L'union des marchés des capitaux de l'UE : des leçons pour le Canada?

Les décideurs politiques en Europe cherchent de nouvelles façons pour libérer le potentiel du continent. Au cœur du problème européen, le manque de sources de capital disponibles pour les petites et moyennes entreprises (PME) – surtout pour les entreprises en démarrage innovatrices à forte croissance. De plus, il y a des obstacles particuliers qui nuisent au financement des projets d'infrastructure à long terme qui sont indispensables pour maintenir la compétitivité de l'Europe.

Il devient évident que l'économie européenne est trop dépendante des banques pour mobiliser des capitaux et que des sources de capitaux plus consistantes et plus diverses sont nécessaires pour financer l'économie réelle. L'objectif de l'union des marchés des capitaux est de diminuer les coûts de mobilisation des capitaux et la forte dépendance au financement bancaire dans les 28 pays de l'UE. Évidemment, les réglementations sont encore nécessaires pour la mise en place d'un système financier avec allocation efficiente des capitaux par l'intermédiaire des marchés.

Il sera intéressant d'observer quelles leçons le Canada retiendra de cette mesure pour mettre sur pied un marché de titres à haut rendement. L'objectif premier en Europe est la standardisation des titres offerts pour faciliter la titrisation des obligations émises par les PME. De telles obligations émises seules auraient accès à un marché limité alors que si elles font partie d'un instrument titrisé, elles profiteront d'un effet de diversification et le marché pourrait être plus réceptif.

Par ailleurs, rendre obligatoire la standardisation pourrait restreindre le marché titrisé aux plus petits émetteurs parce que les plus grandes entreprises ne voudront pas perdre la souplesse des conditions et modalités d'emprunt (et elles n'ont pas besoin de le faire) lors de nouvelles émissions de titres.

### Conclusion : organismes de réglementation – faire preuve de circonspection

Les organismes de réglementation de plusieurs des pays membres du G20 ont fait beaucoup de progrès dans la mise en place de réformes qui renforcent la solidité et l'intégrité du système financier. L'accent a été mis principalement sur l'adoption de normes plus sévères sur les fonds propres, les liquidités et le levier financier pour permettre au système de surmonter des chocs financiers et minimiser le risque systémique. Dans l'UE, les réformes prévoient des mesures pour mettre en place un seul manuel de réglementation, regrouper les activités de supervision à la Banque centrale européenne (BCE), et dresser des plans de sortie de crise bancaire. Alors que le système bancaire est dans une bien meilleure situation, les organismes de réglementation veulent maintenant s'occuper des grands fonds d'investissement gérés, notamment les fonds de couverture, les fonds de placements privés, les fonds communs de placement, les fonds souverains et les caisses de retraite. Il y a eu beaucoup de regroupements dans le secteur

de la gestion des actifs qui a entraîné la constitution de très grands fonds comme BlackRock (actifs de 4 T\$).

Il est difficile de croire que ces grands fonds ne puissent pas avoir un impact important sur le système financier en cas de crise, particulièrement l'impact des redressements des bilans sur les marchés financiers et de la réaction des participants au marché. C'est autant plus vrai qu'en présence d'une baisse du marché, il s'établit souvent une corrélation entre les prix des actifs. Le FSB examine actuellement le bien-fondé de l'adoption d'une autre réglementation sur les plus grandes sociétés de gestion d'actifs pour éviter que le système bancaire « parallèle » ne cause de problème systémique s'il survenait une autre crise financière.

Les organismes de réglementation de tous les pays ont réformé leurs marchés des dérivés de gré à gré (l'épicentre de la crise financière de 2008) en adoptant de nouvelles règles sur les activités de négociation, la compensation, le règlement, et la déclaration obligatoire de toutes les opérations de gré à gré sur les dérivés transmises à des référentiels centraux. Les organismes de réglementation en Europe, aux États-Unis et au Canada sont aussi intervenus dans les activités de gestion de patrimoine des particuliers. Ils veulent maintenant réformer les marchés institutionnels de titres d'emprunt dans le but d'augmenter la transparence des opérations sur les marchés de gré à gré et d'améliorer les pratiques commerciales en adoptant des règles plus sévères en matière de gouvernance et reddition de comptes et en mettant en œuvre de nouvelles règles et de meilleures normes et pratiques en matière de conduite et perfectionnement professionnels.

Ces réformes sur les marchés des titres d'emprunt sont mises en œuvre alors que les marchés des titres d'emprunt sont aux prises avec un effondrement sans précédent de la liquidité. Il est indispensable qu'avant d'adopter de nouvelles règles, les organismes de réglementation de l'UE, des États-Unis et du Canada prennent du recul et qu'ils examinent toute la réglementation pour établir l'effet cumulatif des règles post-crise sur la mobilisation des capitaux, la liquidité, les activités de négociation et qu'ils analysent l'impact de la mise en œuvre du MRCC au Canada. Il est aussi important qu'ils fassent preuve de la plus grande prudence pour éviter de causer d'autres dommages à la liquidité du marché et de rendre les marchés des titres d'emprunt et les marchés des dérivés encore plus vulnérables aux brusques fluctuations des taux d'intérêt et du cours des actifs.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Juin 2015