



INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA  
ASSOCIATION CANADIENNE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES

# LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 128



## FAITS SAILLANTS :

Les perturbations des échanges commerciaux causées par le différend entre les États Unis et la Chine et l'avenir du Brexit restreignent les possibilités d'une croissance mondiale et minimisent les taux d'intérêt, qui sont devenus négatifs en Europe, ce qui complique la politique monétaire.

La faible liquidité des marchés européens des pensions, par rapport à la liquidité des marchés des pensions au Canada et aux États Unis, témoigne en partie de l'absence d'un solide marché d'obligations souveraines sous jacent en Europe.

La situation du Canada n'est pas différente de la situation de l'Europe ni de celle des États Unis. Il faut établir des normes et des définitions communes pour renforcer la liquidité : du marché des obligations vertes; et du marché des obligations de développement durable qui tiennent compte des dimensions environnementale, sociale et économique des activités de développement (ESG).

## Défis auxquels font face actuellement les marchés mondiaux des titres d'emprunt et leurs impacts sur le Canada : observations effectuées lors de la 51<sup>e</sup> assemblée générale annuelle de l'International Capital Market Association

L'assemblée générale annuelle de l'International Capital Market Association (ICMA) qui s'est tenue entre le 15 et le 17 mai a examiné les répercussions sur les marchés financiers : des événements géopolitiques; des changements de politiques économiques; de la poursuite de la réforme réglementaire. Les risques géopolitiques, les soucis de liquidité, de même que la poursuite de la réforme réglementaire, particulièrement la refonte des indices de référence financiers, continuent de se répercuter sur les marchés mondiaux des titres d'emprunt. Sur le plan des risques, la montée des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait nuire à l'économie mondiale et se propager sur les marchés obligataires et les marchés des actions. De même l'incertitude croissante de la conjoncture au Moyen Orient et la volatilité appréhendée des cours du pétrole. En même temps, les négociations du Brexit qui se prolongent font craindre le spectre d'une fragmentation du marché accompagnée de pertes d'efficacité, et elles ont augmenté l'incertitude sur le marché. Pour plusieurs des personnes, en grande partie européennes, présentes aux assemblées de l'ICMA, le départ du R. U., qui possède la plus grande économie et les plus importants marchés financiers en Europe, marginalisera le R. U. en Europe et dans l'économie mondiale et il augmentera la pression sur les pays de la zone euro encore très endettés et dépourvus de marchés des capitaux suffisamment profonds pour recapitaliser les banques et financer les dépenses d'investissement.

Une croissance mondiale atone, une inflation inexistante et des banques centrales complaisantes sont contemporaines d'une chute brutale des rendements obligataires partout au monde. Le rendement d'environ 30 % de la dette souveraine mondiale est négatif, une valeur de quelque 10 T\$US, la majorité se retrouvant dans la zone euro et au Japon. Cependant, les rendements négatifs ne sont pas l'apanage des obligations souveraines. Les rendements de plus de 700 G\$US d'emprunts de sociétés, surtout dans la zone euro, sont inférieurs à zéro.

Les taux d'intérêt négatifs nuisent aux efforts déployés par les banques centrales qui chercheront à contrer une nouvelle récession par une autre diminution de taux. De plus, une politique fiscale paralysée par des déficits et un endettement importants limite aussi les possibilités de faire face à des replis importants.

Dette à rendement négatif



Source : Indice Bloomberg Barclays de toute la dette mondiale à rendement négatif

Malgré les réformes en profondeur du G20 au cours des dix années qui ont suivi la crise financière, et le renforcement réussi de la résilience du système bancaire mondial, des doutes persistent sur le maintien de la liquidité en cas de crises, particulièrement s'il s'agit de marchés de crédit peu actifs. Lorsque les sûretés de qualité sont devenues de plus en plus rares, il n'est resté qu'une mince couche de liquidité sur les marchés européens des pensions. Plutôt qu'un mode de financement sur les marchés, les opérations de pension sont devenues davantage un mécanisme de transmission pour attirer les sûretés, rares et de plus en plus dispendieuses, pour satisfaire aux obligations des banques sur les fonds propres et aux exigences de marge des contreparties centrales de compensation. Avant la crise financière, les opérations

de pension étaient souvent utilisées par les banques et les investisseurs qui devaient beaucoup emprunter pour acheter des instruments financiers.

Les participants au marché ont souligné qu'il y a une pénurie de titres liquides à court terme très bien notés qui sont nécessaires pour augmenter les sûretés sur les marchés et améliorer le fonctionnement des marchés des pensions. Les titres assortis de sûretés ne seront pas offerts en Europe tant que les pays de la zone euro auront le pouvoir de gérer leur politique fiscale et d'emprunter en émettant leur propre dette souveraine. C'est pourquoi certains participants au marché ont demandé la création d'un titre européen synthétique basé sur la titrisation de la dette souveraine de la zone euro, avec un tiers intermédiaire qui achètera, directement ou sur le marché, les obligations souveraines des pays membres de la zone euro ayant la meilleure notation de crédit (pondération selon le PIB). L'acheteur, de préférence un organisme public avec une crédibilité financière préférentielle, émettra des « obligations européennes » garanties par des crédits souverains, ce qui augmentera la quantité des sûretés les mieux notées disponibles. Ces discussions n'ont pas abouti à des mesures concrètes.

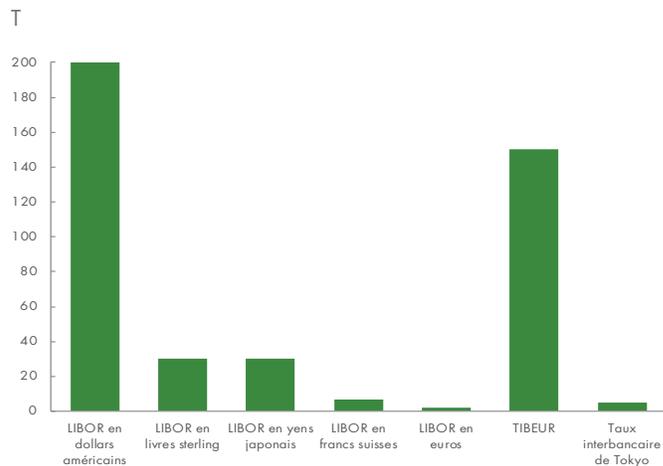
La pénurie de sûretés a été beaucoup moins sévère sur les marchés canadiens à court terme à cause de la quantité importante d'obligations gouvernementales de référence, particulièrement les obligations à 5 ans. Le marché des pensions s'est révélé plus liquide et plus profond, avec une forte demande pour le financement au jour le jour tant de la part des courtiers que des institutions du côté acheteur qui en ont besoin pour accroître l'effet de levier et augmenter les rendements sur les marchés dont les écarts sont serrés entre les cours acheteur et vendeur et qui offrent des conditions de financement attrayantes. Cependant, il faut souligner qu'il n'y a pas de marché des pensions à plus d'un jour réellement important au Canada. L'accès aux emprunts est limité par l'obstacle important que constituent les taux élevés exigés pour modifier la composition des portefeuilles, car le coût du capital de certaines modifications est élevé. Les intermédiaires de marché et les institutions du côté acheteur en Europe et en Amérique du Nord devront faire face à une autre série de réformes qui exerceront une pression supplémentaire sur la liquidité et les emprunts. Il s'agit des nouvelles propositions, formulées dans le cadre de l'Accord de Bâle, sur le ratio de liquidité à long terme (NSFR) et la revue fondamentale du portefeuille de négociation (FRTB).

Une autre priorité des régulateurs est de mettre en place un marché solide et liquide d'obligations de développement durable qui tiennent compte des dimensions environnementale, sociale et économique des activités de développement (ESG) et d'obligations vertes pour que les projets sociaux de développement durable ESG puissent se financer sur les marchés financiers. Au cours des prochaines années, l'Europe aura besoin d'un projet d'investissement vert de grande envergure pour se conformer à ses obligations prévues dans l'Accord de Paris adopté en vertu de la Convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques. Un marché des obligations vertes liquide et efficient est tributaire d'indications précises sur : les

critères d'une obligation verte (Qu'est-ce qu'une obligation verte?); les indices de pertinence et les informations à fournir sur les dimensions environnementale, sociale et économique des activités de développement (ESG); les normes sur les informations à fournir dans les prospectus; les informations à fournir sur « l'usage des produits de l'émission »; les informations à fournir sur les questions climatiques. Le marché des obligations vertes et des obligations ESG au Canada est petit, mais en expansion, et on déploie actuellement des efforts pour établir des normes communes afin d'aider les entreprises à émettre ces obligations. Comme l'Europe, le Canada prévoit des projets d'investissement verts de grande envergure pour satisfaire aux préoccupations climatiques et stimuler la croissance économique.

Peut être, la priorité réglementaire absolue sur les marchés mondiaux des titres d'emprunt est le remplacement de l'indice de référence LIBOR utilisé partout (la valeur nominale brute de tous les instruments financiers liés au LIBOR en dollars américains est d'environ 200 T\$US, environ dix fois le PIB des États-Unis) par des taux d'intérêt sans risque de référence. Le remplacement exigera un effort concerté et harmonisé des principaux pays développés pour en arriver à mettre au point des taux de référence sans risque, ou presque sans risque, qui soient robustes. Le succès du remplacement dépendra de la campagne de sensibilisation menée auprès des investisseurs, des émetteurs et d'autres participants au marché pour les informer de la nécessité d'abandonner l'indice de référence LIBOR, car après 2021, le panel de banques ne sera plus soumis à l'obligation de fournir des estimations servant à calculer le LIBOR. On encourage les participants au marché à utiliser dorénavant pour les emprunts les nouveaux taux financiers de référence : taux de financement au jour le jour garanti (SOFR) aux États-Unis; indice du taux moyen pondéré au jour le jour de la livre sterling (SONIA) au Royaume Uni; taux à court terme de la zone euro (€STR); taux moyen suisse au jour le jour (SARON) en Suisse; taux moyen de Tokyo au jour le jour (TONA) au Japon. Les prochaines étapes consisteront à régler les problèmes réglementaires, juridiques, fiscaux et opérationnels/systèmes.

Valeur des instruments financiers liés au LIBOR et à d'autres indices de référence semblables



Source : International Swaps and Derivatives Association inc.

Le Canada participe pleinement aux efforts déployés par plusieurs pays pour mettre au point des taux de référence sans risque conformes aux normes de l'OICV. Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (TARCOM) de la Banque du Canada a été créé pour définir et élaborer un nouveau taux de référence sans risque à terme pour les opérations en dollars canadiens qui pourrait être utilisé parallèlement au taux offert en dollar canadien (CDOR). Le TARCOM a proposé des améliorations au taux des opérations de pension à un jour (CORRA) et il cherche à établir si un taux de référence sans risque à terme pour les opérations au jour le jour en dollars canadiens est nécessaire et, le cas échéant, ce qu'il faut faire pour le mettre au point. Le TARCOM a constitué un sous groupe responsable des taux de référence complémentaires pour évaluer les choix en matière d'amélioration du CORRA. Mener des campagnes de sensibilisation sur les réformes mondiales des indices fait partie intégrante du mandat du TARCOM.

Veillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Juin 2019