



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

# LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 107

## Marchés mondiaux du crédit : Risques d'accentuation de la fragmentation, Brexit et préoccupations entourant la liquidité

Échos du 49<sup>e</sup> congrès de l'ICMA | 4-5 mai 2017



### FAITS SAILLANTS

Les marchés mondiaux composent avec la fragmentation des marchés des produits dérivés négociés de gré à gré depuis le début des réformes du G20. Les négociations sur le Brexit, la montée du protectionnisme et une déréglementation inégale des marchés financiers menacent d'accentuer cette fragmentation.

Il est trop tôt pour prévoir l'effet du Brexit sur l'accès du Royaume-Uni au marché unique en matière de services financiers. Les possibilités vont d'un arrangement d'accès compliqué à un paiement du Royaume-Uni en échange de l'accès au marché unique européen. Chose certaine, le suspense durera jusqu'à la fin.

Les banques centrales, par l'intermédiaire de la BRI et du CSF, surveillent étroitement la liquidité des marchés des pensions, d'importance cruciale. On ignore pour le moment s'il y aura des mesures correctives et, le cas échéant, quelle en sera la nature.

Au début de mai, j'ai assisté à l'assemblée générale annuelle (AGA) et au congrès de l'International Capital Market Association (ICMA), qui représente plus de 500 institutions financières des côtés acheteur et vendeur présentes sur les marchés financiers internationaux. L'ICMA établit des conventions et des normes pour les marchés internationaux des titres d'emprunt depuis près de cinquante ans.

Dans le cadre de l'AGA et du congrès de l'ICMA, des allocutions et des tables rondes d'experts ont exposé des observations et des points de vue sur de grands dossiers liés aux marchés mondiaux et à leur réglementation.

### UNE FRAGMENTATION INQUIÉTANTE DES MARCHÉS MONDIAUX

La prospérité mondiale dépend de marchés financiers ouverts qui facilitent les échanges commerciaux internationaux et l'investissement transfrontalier. Des marchés financiers hautement intégrés, en particulier ceux du crédit, sont menacés de fragmentation par un éventail de facteurs. La Commission européenne a jusqu'ici accordé une grande importance à l'intégration des marchés financiers européens dans le cadre de l'initiative de l'Union des marchés des capitaux (UMC). L'UMC prévoit des mesures visant à améliorer le fonctionnement des marchés financiers par une harmonisation accrue des régimes d'information, fiscaux et d'insolvabilité ainsi que des lois sur les valeurs mobilières de l'UE.

Les grands objectifs de l'UMC sont de diversifier les sources de financement pour les PME, d'améliorer les incitatifs pour les petits et les grands investisseurs et de stimuler la formation de capital et la croissance en Europe. De plus, promouvoir une normalisation accrue de l'information pour encourager le financement par les marchés de crédits bancaires titrisés aiderait les banques à reconditionner leurs prêts commerciaux et à s'en défaire; cela stimulerait l'activité de prêt à la petite entreprise.

Ces efforts pour renforcer les marchés du crédit européens sont maintenant mis en péril. L'issue du vote sur le Brexit, la montée du populisme et du protectionnisme en Europe et ailleurs et les appels à la déréglementation et au démantèlement de réglementations existantes menacent de fragmenter les marchés financiers européens et mondiaux et ainsi de réduire l'efficacité de ces marchés et de faire augmenter les coûts d'intermédiation.

#### 1. Le Brexit

Les chances que le Royaume-Uni et l'Union européenne des vingt-sept (UE27) en viennent à un accord mutuellement acceptable suscitent de plus en plus d'incertitude et de pessimisme dans un contexte où les représentants de l'UE insistent sur des modalités de retrait fermes (comme la négociation dans un court délai de deux ans). Cela dit, la décision de Theresa May de tenir une élection générale le 8 juin pourrait être positive pour les négociations, car une forte majorité donnerait au gouvernement britannique le mandat de faire des compromis sur le contrôle de l'UE en matière d'immigration et sur la compétence de la Cour de justice de l'Union européenne, pour garder l'accès au marché unique.

La proposition initiale du Royaume-Uni pour obtenir l'accès au marché unique européen serait l'établissement d'une équivalence de la réglementation des marchés financiers entre le Royaume-Uni et l'UE27; on prévoirait un mécanisme de règlement des différends par un tiers indépendant. On ignore encore si cela serait réalisable ni même accepté par les négociateurs. Une autre solution consisterait, pour les entreprises actives au sein de l'UE qui ne seraient pas encore agréées, à avoir des filiales distinctes, et donc agréées, capitalisées et dotées en personnel à la fois au Royaume-Uni et au sein de l'UE27.

Le scénario où les risques associés au Brexit seraient les plus grands est celui de l'absence d'accord où le Royaume-Uni devrait s'en remettre, pour ses échanges commerciaux avec l'UE27, aux règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) – à savoir l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT) et l'Accord général sur le commerce des services (GATS). Il pourrait aussi en résulter une importante divergence réglementaire entre le Royaume-Uni et l'UE27, qui ferait augmenter les coûts pour les entreprises actives dans deux territoires de compétence plutôt que dans le marché unique comme c'est le cas actuellement, et pourrait conduire le Royaume-Uni à établir une réglementation moins stricte ou différente – à niveler par le bas – pour attirer des entreprises non européennes sur son territoire. Cela serait préoccupant du point de vue de la stabilité financière et poserait un risque réel de fragmentation des marchés européens. Cette fragmentation s'aggraverait encore si les contreparties centrales et les marchés de négociation étaient tenus d'implanter leur siège sur le territoire de l'UE27 et d'y exercer leurs activités.

Il est difficile de prévoir comment les négociations sur le Brexit évolueront au cours des deux prochaines années. De l'avis général, les deux parties pratiqueront la politique de la corde raide, mais s'entendront in extremis. L'accord comprendrait des arrangements transitionnels qui éviteraient des dislocations et des interruptions pour les marchés et les entreprises. Un observateur respecté proche de l'appareil gouvernemental européen a fait un commentaire intrigant selon lequel la France et l'Allemagne tiennent beaucoup à un règlement financier – qui pourrait atteindre 100 milliards d'euros selon des estimations de dirigeants de l'UE – en contrepartie de l'accès du Royaume-Uni au marché unique, du contrôle de l'immigration et de la souveraineté du droit britannique. Un règlement financier suffisant pour les membres de l'UE27 pourrait permettre à ceux-ci d'amortir l'impact d'ajustements et d'entreprendre des réformes structurelles primordiales. La question d'une « pénalité de retrait » est dépeinte dans les médias britanniques comme une punition infligée au Royaume-Uni pour sa sortie de l'UE. Un accord négocié sur un règlement financier pourrait cependant être la clé du maintien de relations commerciales fortes entre l'UE27 et le Royaume-Uni et d'une séparation acceptable. Vu le court délai de négociation imparti, les arbitrages se poursuivront sans doute jusqu'à la toute fin.

## 2. La montée du populisme et du protectionnisme

Le rejet du Partenariat transpacifique (PTP) par les États-Unis, le piétinement des négociations sur un partenariat transatlantique de commerce et d'investissement entre les États-Unis et l'UE, la renégociation de l'ALÉNA et d'autres mesures destinées à entraver les échanges commerciaux internationaux, en réponse à des pressions politiques et populistes, vont nuire aux flux financiers transfrontaliers et entraîner le découplage de marchés régionaux. Cela

touche particulièrement l'Amérique du Nord et le continent européen.

L'issue des élections récentes aux Pays-Bas et en France peut donner à penser que le populisme régresse; tout dépendra en fait des suites que donneront des gouvernements centristes à leur volonté affirmée d'entreprendre des réformes structurelles nécessaires – des marchés du travail et des finances publiques, par exemple – pour améliorer l'investissement dans le secteur privé et stimuler la croissance.

Ce qui risque le plus de causer la désintégration de l'économie et des marchés financiers de l'UE n'est peut-être pas le Brexit, mais la persistance d'une profonde divergence de vues entre la France et l'Allemagne sur les conditions d'une prospérité économique étendue. Un important homme d'affaires de l'UE a d'ailleurs souligné cette préoccupation dans une allocution à l'AGA de l'ICMA. Ces deux pays, membres fondateurs de l'UE et de son prédécesseur, la Communauté économique européenne, travaillent de concert depuis plus de 60 ans à construire un marché européen unique intégré et une zone monétaire unifiée. Leurs philosophies économiques et leurs orientations stratégiques divergentes des dix dernières années mènent cependant l'Allemagne à se demander si les deux plus grands États de l'UE sont toujours alignés. On considère que le président français nouvellement élu, Emmanuel Macron, a une « fenêtre d'opportunité » pour entreprendre les réformes structurelles dont a besoin l'économie française pour promouvoir la formation de capital dans le secteur privé, améliorer une productivité insuffisante et stimuler la croissance. Ces réformes sont une condition préalable pour que la France et l'Allemagne président ensemble à la révision du cadre de la zone euro pour établir une véritable union bancaire, des marchés financiers intégrés et un cadre budgétaire mieux intégré.

## 3. Déréglementation et réformes

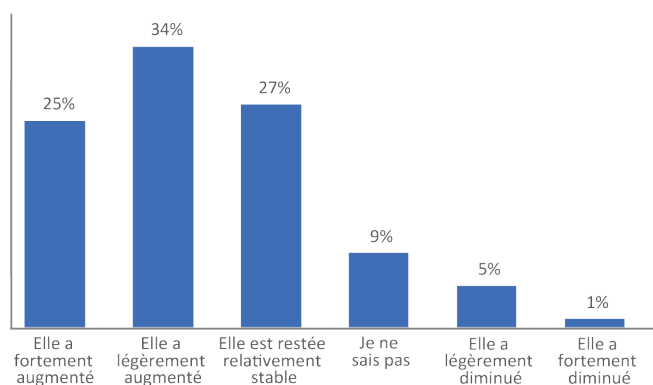
Les organismes de supervision multinationaux des marchés financiers mondiaux, dont le Conseil de stabilité financière (CSF) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), ainsi que les organismes de réglementation américains et européens, sont plongés dans un vaste examen de la réglementation mise en place après la crise financière mondiale de 2007-2008. Ils procèdent à l'analyse et aux consultations nécessaires pour déterminer si les réformes sont allées trop loin et ont, de ce fait, freiné la croissance mondiale et eu des conséquences non désirées. Cet exercice progresse plus ou moins vite selon le territoire de compétence, et certains organismes de réglementation manifestent une inertie considérable, considérant qu'un retour en arrière exagéré dans les réformes pourrait menacer la stabilité financière. Au-delà des risques d'accentuation de l'instabilité financière, l'effort de déréglementation est compliqué par le fait qu'il est peu coordonné entre territoires

de compétence. Cela pose un risque de fragmentation des marchés mondiaux, une déréglementation plus rapide sur certains marchés que sur d'autres pouvant entraîner des inefficacités et des coûts pour les intermédiaires, de même que l'interruption de flux de capitaux transfrontaliers.

## LIQUIDITÉ DES MARCHÉS DES OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS ET DES PENSIONS

Le débat se poursuit entre les acteurs des marchés et le milieu de la réglementation sur l'existence de signes de détérioration de la liquidité des marchés de la dette. Les participants du marché sont préoccupés par la diminution de la liquidité des marchés du crédit et des opérations de pension, en particulier en cas de tensions sur les marchés. La détérioration de la liquidité se manifeste par la diminution du nombre de titres négociés liquides, la difficulté accrue d'exécuter des opérations de grande ampleur, l'adoption de la négociation pour le compte de tiers sur les marchés du crédit et le nombre grandissant de titres de créance qui ne sont pas négociés du tout. Une analyse quantitative formelle a donné des résultats contrastés : des études commandées par le secteur (PwC et Oliver Wyman) concluent que les marchés du crédit sont beaucoup moins liquides depuis quelques années, alors que des études d'organismes de réglementation sur le même sujet (SEC, OICV et CSF) concluent généralement que la liquidité se maintient assez bien. Les organismes de réglementation reconnaissent cependant des problèmes de liquidité isolés se manifestant par la difficulté d'exécuter des transactions de grande taille et le grippage intermittent des marchés des pensions, surtout en cas de tensions sur les marchés. Les causes des problèmes de liquidité restent toutefois un sujet de débat.

**Variation de la proportion d'obligations de sociétés négociées pour le compte de tiers au cours des deux dernières années**  
(% de répondants au sondage qui négocient des obligations de sociétés)



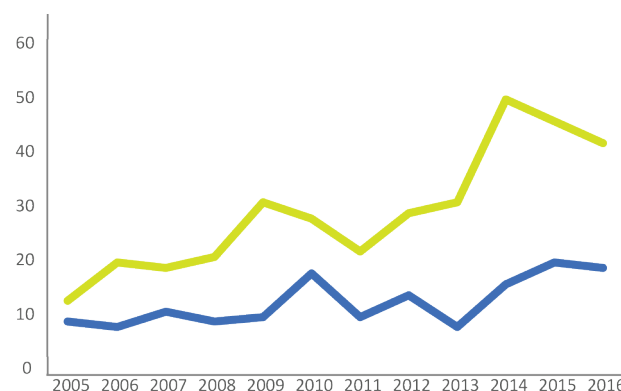
Source : Banque du Canada, Résultats de l'enquête du Forum canadien des titres à revenu fixe sur les questions de liquidité, de transparence et d'accès touchant le marché canadien des titres à revenu fixe, octobre 2016

Des acteurs des marchés soutiennent qu'il faudra procéder à une analyse plus détaillée pour tirer des conclusions formelles sur le problème de la liquidité. À leur avis, cet exercice devrait adopter une approche plus segmentée – par exemple, s'intéresser à différentes catégories d'obligations de sociétés (par région, notation et catégorie) – et porter une grande attention à l'intégrité

des données. Des enquêtes qualitatives portant sur les marchés secondaires devraient aussi, selon eux, s'ajouter à l'analyse quantitative.

Pour les participants du marché, les exigences de fonds propres et de liquidité de Bâle III sont la principale cause de la diminution des stocks d'obligations et des garanties disponibles, contribuant à la baisse de l'activité de tenue de marché. Les organismes de réglementation ont une position moins catégorique, concluant que la liquidité des marchés est généralement inchangée et que les signes de détérioration de la liquidité sur certains marchés reflètent des facteurs dépassant les seules réformes réglementaires récentes, dont l'adoption de stratégies de portefeuille « acheter et conserver » et la baisse de rentabilité de la tenue de marché associée à la faiblesse des taux d'intérêt. De plus, même s'il est déterminé que les réformes nuisent à la liquidité, les organismes de réglementation seront réticents à faire des concessions, car ils estimeront que le coût du démantèlement des normes de fonds propres et de liquidité et le risque accru d'instabilité financière l'emportent sur les avantages d'une meilleure liquidité des marchés.

**Négociation électronique d'obligations de sociétés de qualité**  
(% du volume du marché total)



Source : Greenwich Associates, 2016 North American Fixed-Income Research Study

Il semble y avoir consensus, même parmi les organismes de réglementation, sur le fait que les marchés des pensions sont particulièrement vulnérables aux chocs, comme en témoignent le grippage des marchés qu'ont provoqué les craintes pour l'économie chinoise en janvier 2016 et une paralysie similaire survenue pour d'autres raisons à la fin de 2016. Les marchés des pensions facilitent la tenue de marché en permettant à des opérateurs de financer des positions acheteur et vendeur et de couvrir des positions vendeur sur le marché. Dans un environnement de faiblesse des taux d'intérêt, l'achat et la vente de titres avec effet de levier sur des marchés des pensions fonctionnant efficacement sont essentiels à la rentabilité de la tenue de marché.

Les banques centrales sont particulièrement préoccupées par les tendances concernant la liquidité des marchés des pensions, étant donné l'importance de ces marchés pour soutenir la tenue

de marché et la liquidité du marché obligataire secondaire, pour transposer la politique monétaire et pour faciliter l'émission d'obligations souveraines. Au cours de la dernière année, la Banque des règlements internationaux (BRI) a entrepris une vaste étude de la structure et du fonctionnement des marchés mondiaux des opérations de pension. Cette étude n'a pas dégagé de conclusions fermes quant à l'ampleur de la diminution de la liquidité sur ces marchés. Le CSF continue de solliciter des commentaires des acteurs des marchés sur l'évolution de ceux-ci. Il semble clair, cependant, que les banques centrales, sans doute en coordination avec la BRI, examineront de près les causes des perturbations récentes des marchés et les signes de diminution de la liquidité sur les marchés des pensions. S'il est déterminé que les exigences de fonds propres et de liquidité de Bâle III, notamment le ratio structurel de liquidité à long terme (Net Stable Funding Ratio ou NSFR) et le ratio de levier supplémentaire, entravent le fonctionnement des marchés des pensions, il se pourrait que des ajustements discrets et prudents soient faits pour favoriser le bon fonctionnement des marchés, d'une manière qui ne menacerait pas la stabilité financière dans son ensemble.

## TECHNOLOGIES FINANCIÈRES

Il a été question dans les présentations faites au congrès de l'ICMA de la place grandissante qu'occupent les technologies dans la négociation de titres à revenu fixe. Une bonne partie de ces technologies soutiennent des plateformes de négociation électronique. Bien que ces plateformes représentent encore moins de 20 pour cent du volume de négociation sur les marchés des titres d'emprunt, les participants des marchés comptent de plus en plus sur elles comme sources de liquidité, la tenue de marché traditionnelle se détériorant. La négociation électronique est actuellement dominée par Bloomberg et MarketAxess, mais une multitude de petits joueurs sont en quête de percées.

Les intervenants de marché ont du mal à exécuter des transactions de la taille qu'ils souhaiteraient ou à la fréquence qu'ils le voudraient sur les plateformes de négociation ouvertes à tous les acteurs (sans restrictions pour les participants côté acheteur), ce qui reflète l'incapacité de repérer des sources de liquidité par le biais des plateformes de négociation. En même temps, les plateformes fonctionnant par demande de cotation (telles que Tradeweb) limitent l'éventail des titres négociés.

La plus grande transformation en cours sur les marchés secondaires est le phénomène du « renseignement sur la liquidité », qui consiste, pour des plateformes électroniques, à indiquer à des acheteurs et à des vendeurs de titres donnés l'emplacement exact de poches de liquidité disséminées sur les marchés obligataires, grâce à des rapprochements établis en mariant technologies de négociation, mégadonnées et algorithmes. Les logiciels ont une capacité de prédiction permettant de suivre des offres d'achat et de vente et de repérer des sources de liquidité pour des obligations données. Des sociétés telles qu'Algomi et Mosaic Smart Data ouvrent la marche dans ce secteur en émergence.

## UNE ANNÉE D'APPLICATION DE NOUVEAUX CADRES

L'année 2017 sera une année d'application de nouveaux cadres réglementaires pour les marchés financiers européens. Le gigantesque exercice de refonte de la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF II) est maintenant achevé, et les entreprises ont jusqu'en janvier 2018 pour se conformer aux nouvelles règles. Celles-ci sont complexes et de vaste portée, couvrant les exigences d'information applicables aux courtiers, les exigences de transparence pré-négociation et post-négociation pour les titres d'emprunt et de participation ainsi que la séparation des coûts de recherche, généralement intégrés dans les frais de transaction.

Les exigences précises à respecter pour se conformer à la MIF II ne sont pas toujours claires. Les obstacles à la pleine conformité sont grands compte tenu des changements que les entreprises devront apporter à leurs pratiques et des technologies de l'information nécessaires. De plus, on n'a pas encore fait l'inventaire complet des coûts supplémentaires liés aux changements réglementaires ni celui des conséquences non désirées.

## CONCLUSION

Au cours des années qui ont suivi la crise financière de 2007-2008, les acteurs des marchés mondiaux des titres d'emprunt ont eu deux grands motifs de préoccupation : la possibilité que les réformes de la réglementation aillent trop loin, et les changements structurels que la concurrence et les technologies pourraient entraîner pour les marchés financiers. Les réformes réglementaires ont ratisé large (transparence, pratiques et conduite du marché), surtout au sein de l'UE, avec les cadres MIF I et II. Les marchés ont aussi changé considérablement, notamment avec l'essor de la négociation électronique et la compensation par contreparties centrales.

L'une des plus grandes menaces pour la stabilité et l'efficacité des marchés mondiaux est peut-être maintenant d'ordre politique. Le contexte politique perturbe les marchés à l'heure où s'intensifient un sentiment anti-immigration et des pressions populistes d'opposition à la mondialisation et à la libéralisation des échanges. Cette montée du populisme, en entravant les échanges commerciaux et la croissance, fragmente les marchés mondiaux du crédit et amplifie les inefficiences des flux financiers.

Je trouve intéressantes les paroles de l'ancien président de la Réserve fédérale américaine Ben Bernanke, qui se disait récent troublé par le fait que les marchés, jusqu'à la dernière minute, restent très indifférents au risque politique.

Avec mes salutations distinguées,



Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Mai 2017