

Rapport annuel de 2024 sur les marchés des capitaux

Comité sur les risques systémiques des ACVM

30 janvier 2025

Table des matières

Contexte.....	1
Sommaire.....	2
Taux de référence	5
Compensation	6
Obligations de sociétés.....	11
Innovations perturbatrices.....	15
Fonds négociés en bourse	20
Fonds de couverture.....	22
Courtiers en placement.....	26
Organismes de placement collectif.....	28
Dérivés de gré à gré	31
Fonds d'investissement privés	36
Titrisation.....	39

Contexte

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), organisme-cadre des autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières, ont pour mission d'améliorer, de coordonner et d'harmoniser la réglementation des marchés des capitaux du Canada. Leurs principaux objectifs sont les suivants : 1) protéger les investisseurs; 2) favoriser l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés, et 3) réduire les risques systémiques.

En 2009, les ACVM ont instauré le Comité sur les risques systémiques en tant que principal organe d'analyse et de surveillance des risques émergents et systémiques. Ce comité regroupe des membres du personnel des autorités en valeurs mobilières de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Manitoba, du Nouveau-Brunswick, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario, du Québec et de la Saskatchewan.

En voici la composition actuelle :

Femi Alabi, CVMO
Omid Atabati, ASC
Nouhou Ballo, AMF
Philippe Bergevin, AMF (coprésident)
John Bulmer, CVMO (coprésident)
Jean-Paul Calero, AMF
Steven Clow, ASC
Alexandre d'Aragon, AMF
Mario Houle, AMF
Junjie Jiang, NSSC
Wes Kyle, ASC
Peter Lamey, NSSC
Abel Lazarus, NSSC
Andrew Lee-Poy, CVMO
Jalil El Moussadek, CVMO
Graham Purse, FCAA
Paul Redman, CVMO
Colin Targett, FCNB
Eric Thong, BCSC
Greg Toczyłowski, CVMO
Patrick Weeks, CVMM
Steven Weimer, ASC

Le présent rapport annuel analyse les tendances récentes sur les marchés financiers et les principales vulnérabilités des marchés des capitaux au Canada. Il expose également les efforts que déploient les ACVM pour atténuer ces vulnérabilités et les risques connexes. Les opinions qui y sont exprimées émanent des membres du Comité sur les risques systémiques et ne représentent pas nécessairement les positions officielles des membres des ACVM.

Sommaire

En 2024, les grandes économies du monde se sont montrées résilientes, résistant aux vents contraires persistants causés par le resserrement des taux directeurs des banques centrales amorcé en 2022. À mesure que l'année a avancé, les pressions inflationnistes se sont atténuées, ce qui a permis aux grandes banques centrales de commencer à normaliser leurs taux directeurs pour permettre un atterrissage en douceur de l'économie. Aux États-Unis, la croissance a été particulièrement vigoureuse, tandis que dans d'autres économies avancées, la conjoncture s'est avérée relativement plus modérée. Au Canada, la croissance du PIB a été limitée; elle devrait d'ailleurs s'établir autour de 1,3 % en 2024. La création d'emplois, elle, n'a pas suivi le rythme de la croissance de la

population, ce qui a entraîné une augmentation du taux de chômage, qui a atteint 6,6 %. En 2025, on s'attend à une certaine reprise de la croissance économique canadienne à la faveur des taux d'intérêt plus bas, qui stimuleront un raffermissement graduel des dépenses de consommation et des investissements résidentiels.

Les indices boursiers ont enregistré des gains considérables en 2024, particulièrement aux États-Unis. En effet, les marchés américains ont une fois de plus surpassé leurs pairs. L'indice S&P 500 a gagné 23 % l'an dernier, porté par les résultats des titres technologiques. Le S&P/TSX a bien fait également, s'appréciant de 18 % l'année dernière grâce au rendement solide des secteurs de la finance et de l'énergie, les deux plus importants de l'indice. Globalement, les conditions de négociation sont demeurées plutôt stables sur les marchés financiers au cours de l'année écoulée. En août, la volatilité s'est en revanche envolée sur les marchés boursiers, bien que ce pic ait été de relativement courte durée, tandis que sur le marché obligataire, elle demeure élevée depuis le début de l'augmentation des taux d'intérêt en 2022.

Notre évaluation a montré que les baisses de taux d'intérêt des banques centrales jumelées à la résilience de l'économie mondiale se sont traduites par une atténuation des risques liés à la stabilité financière sur les marchés des capitaux canadiens. Selon notre enquête de 2024 sur les risques systémiques, réalisée en novembre dernier, les participants au marché sont moins préoccupés par les risques liés à la stabilité financière que l'an dernier. Ainsi, moins de 60 % d'entre eux se sont dits de « légèrement préoccupés » à « très préoccupés » par la stabilité du système financier canadien, soit une baisse de 6 points de pourcentage par rapport à l'an dernier. Des macrorisques importants persistent néanmoins, notamment ceux qu'engendrent l'éventuel retour des pressions inflationnistes, les incertitudes sur la scène géopolitique découlant des guerres en Ukraine et au Moyen-Orient de même que les tarifs douaniers que la nouvelle administration américaine menace d'imposer sur les exportations canadiennes.

Notre rapport annuel de 2024 met par ailleurs en exergue les tendances et les vulnérabilités suivantes :

- **Taux d'intérêt de référence :** Le passage du taux *Canadian Dollar Offered Rate* (le taux CDOR) au taux *Canadian Overnight Repo Rate Average* (le taux CORRA) s'est fait sans heurts; le taux CDOR a été publié pour la dernière fois le 28 juin 2024.
- **Compensation :** Poursuivant son ascension, l'activité de compensation est demeurée résiliente. Nous continuons de surveiller l'importance croissante de certaines contreparties centrales dispensées, la mise en œuvre du projet de modernisation des services de postnégociation par la CDS, l'incidence de l'abrègement du cycle de règlement ainsi que la nature procyclique des exigences de constitution de marges.
- **Obligations de sociétés :** Les émissions nettes d'obligations de sociétés non financières ont augmenté en 2024. Grâce à la fin d'un cycle marqué par des taux d'intérêt élevés, la pression sur le bilan et la notation de crédit des sociétés non financières a diminué.
- **Innovations perturbatrices :** S'appuyant sur un marché vigoureux en 2023, la capitalisation des cryptoactifs a poursuivi sa hausse, ce qui a entraîné un accroissement des risques liés à la stabilité financière. Puisque le recours accru à l'intelligence

artificielle dans la négociation, la gestion des actifs et les interactions avec les clients s'accompagne à la fois de défis et de possibilités, une surveillance réglementaire s'impose.

- **Fonds négociés en bourse** : Le marché canadien des fonds négociés en bourse (FNB) a poursuivi sa croissance, augmentant sa part de marché dans le secteur des fonds d'investissement. Dans l'ensemble, le marché des FNB est demeuré résilient malgré des pics de volatilité, tant sur les marchés boursiers que sur les marchés des titres à revenu fixe.
- **Fonds de couverture** : Le total des actifs nets des fonds de couverture a augmenté en 2023, à la faveur de rendements solides sur les marchés des capitaux. Les participants au marché, notamment les fonds de couverture étrangers, ont intensifié leurs opérations d'arbitrage comptant-terme au Canada. Les fonds de couverture recourent davantage à l'effet de levier que les autres fonds, mais leur utilisation de cette stratégie demeure faible et stable.
- **Courtiers** : Les courtiers en placement continuent d'enregistrer des gains importants au chapitre des produits et de la rentabilité, ce qui s'explique par la hausse des revenus d'intérêts. La faillite d'un grand courtier interconnecté pourrait avoir de vastes répercussions. Le niveau d'effet de levier des courtiers appartenant à des établissements non bancaires demeure relativement bas, et des mesures appropriées sont en place pour éviter de telles faillites.
- **Organismes de placement collectif (OPC)** : Les actifs nets du secteur canadien des OPC ont affiché une croissance saine en 2024. Le risque de liquidité des fonds d'investissement fait toujours l'objet d'une surveillance particulière de la part des autorités de réglementation, surtout les fonds à revenu fixe. Le profil de risque de crédit de ces fonds est demeuré relativement constant au cours de l'année écoulée et s'est généralement amélioré depuis le choc de la COVID-19.
- **Dérivés de gré à gré** : Le marché des dérivés de gré à gré au Canada a maintenu sa croissance en 2024, année qui a été marquée par le passage du taux CDOR au taux CORRA dans les marchés des dérivés du pays. Les autorités de réglementation effectueront une surveillance régulière des nouveaux taux de référence, en plus de suivre le risque de liquidité lié aux marges dans le contexte canadien.
- **Fonds d'investissement privés** : La popularité des fonds d'investissement privés sous le régime d'une dispense de prospectus, qui investissent dans des titres de capitaux propres ou de créance de sociétés fermées, dans l'immobilier ou dans des infrastructures, a bondi au cours des dix dernières années. Les placements de ces fonds seraient devenus moins liquides avec le temps, semble-t-il, mais ces derniers auraient ajusté leurs profils de rachat en conséquence. Certains fonds d'investissement privés, cependant, affichent toujours des asymétries de liquidité entre la liquidité de leurs placements et leurs conditions de rachat.
- **Titrisation** : L'encours total dans le marché canadien de la titrisation privée demeure relativement stable. Ce marché est toujours axé sur les cartes de crédit, les prêts

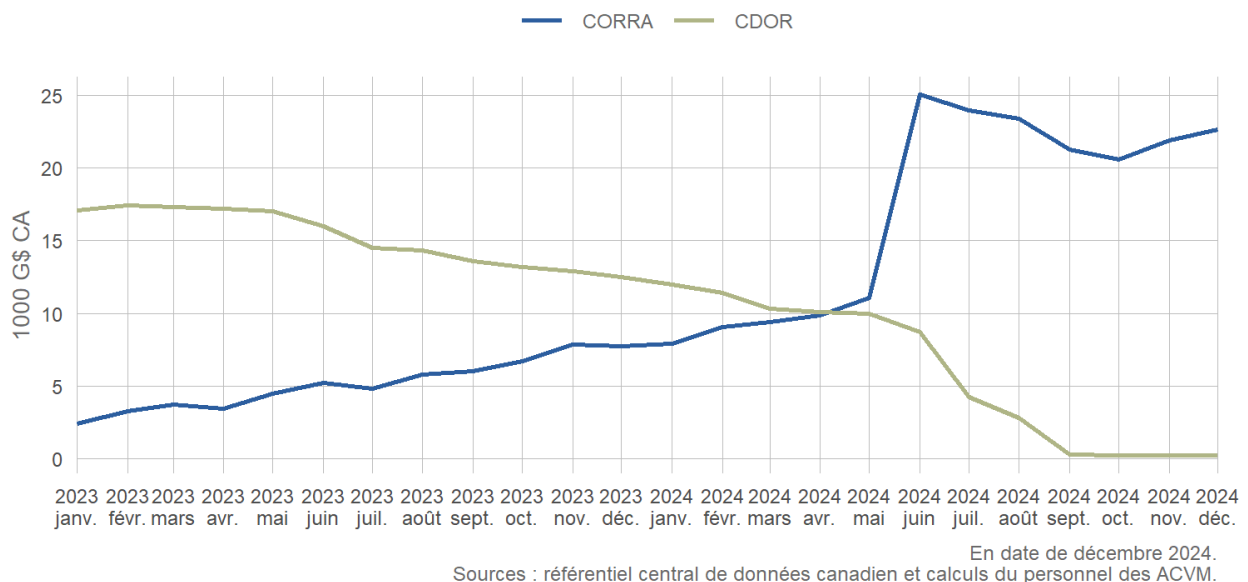
hypothécaires et les prêts automobiles. En dépit d'une conjoncture économique difficile, les actifs titrisés ont continué d'afficher une qualité de crédit relativement bonne.

Taux de référence

Le passage du taux CDOR au taux CORRA s'est fait sans heurts, et le taux CDOR a été publié pour la dernière fois le 28 juin 2024. La quasi-totalité de l'exposition au taux CDOR avait été transférée au taux CORRA avant la date de l'abandon du taux, tandis que la transition d'une petite partie des contrats a eu lieu plus tard mais avant la fin du mois de septembre, à savoir la dernière date où le taux CDOR a été effectivement établi. L'encours notionnel des dérivés de gré à gré indexés sur le taux CORRA atteint actuellement entre 20 et 25 billions de dollars approximativement.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) ont désigné le taux CORRA à terme comme taux d'intérêt de référence désigné, et CanDeal Benchmark Administration Services Inc. en tant que son administrateur d'indice de référence désigné. L'usage de ce taux est limité aux opérations de crédit commercial, aux prêts et aux dérivés servant à la couverture de ces produits. En 2025, la Banque du Canada entreprendra son examen quinquennal de la méthode de calcul du taux CORRA pour veiller à ce qu'il demeure représentatif du marché auquel il se rapporte, et s'assurer que la source des données et les fournisseurs de celles-ci demeurent optimaux pour le calcul du taux de référence. La Banque du Canada administre le taux CORRA depuis le 15 juin 2020.

Figure 1 – Encours notionnel des dérivés de gré à gré indexés sur le taux CORRA et sur le taux CDOR



L'abandon du taux CDOR a entraîné la disparition du marché des acceptations bancaires. Correspondant à environ 20 %, soit approximativement 90 milliards de dollars,

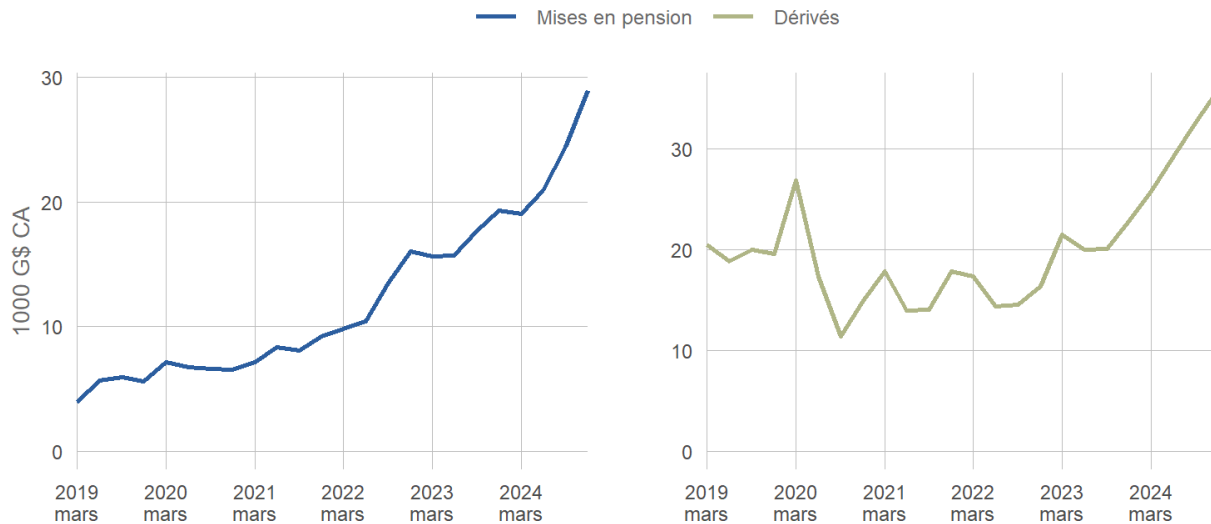
de l'encours notionnel du marché monétaire canadien, ce marché était relativement important, particulièrement pour les échéances à un mois. Comme il n'existait pas de substitut unique aux acceptations bancaires, elles ont été remplacées par une combinaison de produits financiers du marché monétaire, comme les bons du Trésor, les billets de dépôt au porteur et les billets de trésorerie adossés à des actifs.

Pour faciliter l'abandon des acceptations bancaires, le Gouvernement du Canada a instauré de manière temporaire un bon du Trésor d'un mois. De la même façon, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) a mis en place des billets adossés à des sûretés générales, une forme de mise en pension. Les mises en pension sont également considérées comme un substitut éventuel aux acceptations bancaires, particulièrement pour les échéances de moins d'un mois. Pour faciliter leur utilisation en tant que produit d'investissement, TMX et Clearstream ont lancé un service de pensions sur titres tripartites au Canada. Il convient de noter que certains fonds d'investissement – qui étaient les plus grands utilisateurs d'acceptations bancaires en raison de leurs échéances plus courtes – se sont ressentis plus fortement que d'autres de la disparition des acceptations bancaires. Les ACVM continuent d'observer comment les fonds du marché monétaire s'adaptent à cette nouvelle réalité.

Compensation

Dans le secteur canadien de la compensation, les dérivés, les mises en pension et les titres au comptant sont compensés par des participants au marché canadiens par l'intermédiaire de contreparties centrales canadiennes et étrangères. La présente rubrique porte sur l'activité et les sûretés fournies par des participants au marché établis en Ontario par l'intermédiaire des 12 contreparties centrales reconnues ou dispensées de l'obligation de reconnaissance à titre d'« agence de compensation » en Ontario; elle donne un aperçu fiable et représentatif de l'ensemble des activités de compensation au Canada.

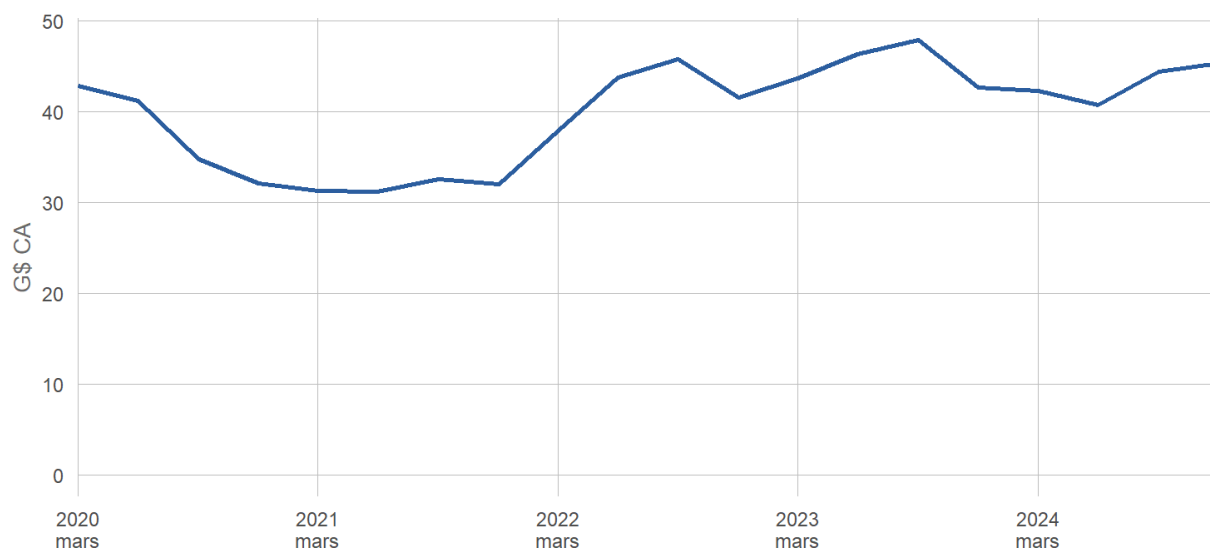
Figure 2 – Valeur notionnelle des mises en pension de titres et des dérivés compensés par des contreparties centrales reconnues ou dispensées de l’obligation de reconnaissance en Ontario



En date de décembre 2024.
Sources : données de la CVMO communiquées par les contreparties centrales et calculs du personnel des ACVM.

De façon globale, l’activité de compensation poursuit sa tangente haussière observée au cours des dernières années. La valeur notionnelle des dérivés compensés s’est établie à près de 36 billions de dollars au quatrième trimestre de 2024, en hausse comparativement au sommet enregistré pendant la pandémie, à savoir 27 billions de dollars au premier trimestre de 2020. De plus, la valeur des mises en pension de titres à revenu fixe compensés a atteint près de 29 billions de dollars (voir la figure ci-dessus), une augmentation marquée par rapport aux dernières années. Les sûretés fournies constituent une mesure plus précise des expositions des participants au risque de contrepartie centrale découlant principalement des variations de l’activité de compensation et de la volatilité des marchés. Le montant total des exigences de sûretés s’élevait à environ 45 milliards de dollars à la fin du quatrième trimestre de 2024, ce qui correspond aux moyennes historiques (voir la figure ci-après).

Figure 3 – Sûretés fournies aux contreparties centrales reconnues ou dispensées de l’obligation de reconnaissance en Ontario



En date de décembre 2024.

Sources : données de la CVMO communiquées par les contreparties centrales et calculs du personnel des ACVM.

Les chambres de compensation d’importance systémique¹ sont plus interconnectées et la perturbation de leurs services est davantage susceptible d’affecter la stabilité financière. Trois chambres de compensation, soit la CDS, la CDCC et LCH Limited (LCH), sont reconnues par certaines autorités en valeurs mobilières provinciales et font l’objet d’une surveillance de celles-ci². Les systèmes de compensation exploités par ces chambres de compensation sont également désignés comme d’importance systémique et soumis à la surveillance de la Banque du Canada³.

¹ Se reporter à l’article 2.2 du chapitre 2 du *Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation* pour connaître les facteurs permettant aux ACVM de déterminer si une chambre de compensation est d’importance systémique pour les marchés des capitaux d’un territoire donné.

² La CDS et la CDCC sont reconnues par l’AMF, la British Columbia Securities Commission (BCSC) et la CVMO. Quant à la LCH, elle est reconnue par l’AMF et la CVMO. La principale autorité de réglementation de la LCH est la Banque d’Angleterre. Par ailleurs, certains membres compensateurs étrangers donnant accès aux participants canadiens à des contreparties centrales étrangères peuvent aussi revêtir une importance cruciale.

³ Dans ce contexte, les chambres de compensation s’entendent des contreparties centrales et des systèmes de règlement de titres. La Banque du Canada a également désigné d’autres types d’infrastructures de marchés financiers.

Bien que la composition du groupe de contreparties centrales d'importance systémique soit demeurée inchangée au cours de la dernière décennie, certaines contreparties centrales dispensées semblent gagner en importance au Canada. Les autorités en valeurs mobilières provinciales qui ont dispensé ces entités surveillent périodiquement leurs activités et le risque que celles-ci posent aux marchés des capitaux canadiens (compte tenu de facteurs tels que le nombre de membres compensateurs et de clients au pays, les volumes des opérations compensées, les sûretés fournies, etc.). Les contreparties centrales dispensées au Canada sont habituellement désignées à titre d'infrastructures de marchés financiers d'importance systémique dans d'autres territoires d'envergure, comme les États-Unis, le Royaume-Uni, le Japon et certains pays de l'Union européenne, et elles sont assujetties à des règles prudentielles et de surveillance renforcées⁴.

Il est essentiel de suivre l'évolution du fonctionnement des contreparties centrales d'importance systémique. Un projet majeur, appelé projet de modernisation des services de postnégociation, est en cours à la CDS; il vise la modernisation complète de son infrastructure technologique. Fixée initialement au second semestre de 2023, la mise en œuvre du projet de modernisation est maintenant prévue pour le premier semestre de 2025⁵. En outre, plusieurs contreparties centrales envisagent de recourir davantage à l'impartition ou de passer à l'infonuagique, ce qui viendrait concentrer le risque sur un petit groupe de fournisseurs de services infonuagiques. En 2022, le G7 a révisé un ensemble de lignes directrices relatives à la gestion des risques cybernétiques liés à des tiers afin de fournir aux autorités un cadre orientant les politiques publiques ainsi que les activités de réglementation et de surveillance⁶. Par ailleurs, le CPIM-OICV a mis sur pied un nouveau groupe de travail sur la résilience opérationnelle, qui se concentre sur deux axes de travail : celui sur la cyberrésilience traitera des risques cybernétiques visant les infrastructures de marchés financiers (IMF), tandis que celui sur le risque lié aux tiers et la résilience opérationnelle s'attardera aux risques pour les IMF découlant de l'impartition et du recours à des tiers fournisseurs de services.

⁴ La CVMO dispense actuellement un certain nombre de contreparties centrales de l'obligation de reconnaissance au moyen de décisions de reconnaissance assorties de conditions et a conclu un protocole d'entente avec chacune des autorités du territoire d'origine afin de faciliter l'échange d'information. Elle rencontre ces autorités régulièrement ou au besoin.

⁵ Le projet de modernisation des services de postnégociation a été reporté à une date postérieure à l'abrégement, au Canada, du cycle de règlement standard des opérations sur titres de deux jours ouvrables à un jour après la date de l'opération, qui a eu lieu le 27 mai 2024.

⁶ Banque centrale européenne, *Groupe des sept (G7) – Éléments fondamentaux pour la gestion des risques cybernétiques liés à des tiers dans le secteur financier*, octobre 2022, [G7-cyber-risk-management-gestion-risques-cybernetiques-fra.pdf](#).

Les exigences en matière de constitution de marges applicables aux contreparties centrales peuvent accentuer le stress financier. Ces dernières années, des inquiétudes ont refait surface quant à la nature procyclique des exigences en matière de constitution de marges et à la possibilité qu'elles amplifient ce stress. Ces inquiétudes ont émergé en raison de la volatilité accrue des marchés pendant la pandémie et d'événements survenus récemment sur les marchés des marchandises et des titres à revenu fixe depuis l'invasion russe de l'Ukraine, des faillites de la Silicon Valley Bank et de Credit Suisse ainsi que du conflit au Moyen-Orient. Plusieurs projets ont été mis en branle dans le but de s'attaquer à cette vulnérabilité. Au Canada, les contreparties centrales canadiennes sont tenues⁷ de revoir et d'améliorer, régulièrement et au besoin, leurs modèles de constitution de marges pour demeurer résilientes en périodes de volatilité extrême⁸. En Amérique du Nord, l'abrègement du cycle de règlement standard a contribué à la réduction du risque de contrepartie auquel est exposé le système et, de ce fait, à celle des exigences de sûretés s'appliquant aux contreparties centrales du marché au comptant. Les données de la CDS ont indiqué une baisse d'environ 27 % du fonds des adhérents du règlement net continu (RNC), et de 23 % du fonds de défaillance du RNC⁹. À l'international, le CBCB, le CPIM et l'OICV ont conjointement publié en septembre 2022 leur rapport définitif sur l'examen des pratiques de constitution de marges des contreparties centrales¹⁰. Et, en janvier 2025, deux rapports définitifs¹¹ traitant de la procyclicité des marges, et plus particulièrement de la transparence des modèles de constitution de marges des contreparties centrales et l'élaboration de mesures anti-procyclicité, ont été publiés.

En règle générale, les vulnérabilités associées à la compensation par contrepartie centrale sont considérées comme faibles. Les contreparties centrales se sont révélées résilientes lors des récentes périodes de tension sur les marchés, fortes de leur capacité à composer avec des initiatives sectorielles d'importance comme la transition réussie au

⁷ Au Canada, les chambres de compensation réglementées sont assujetties au *Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation*, <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/24-102/2020-06-19/2020juin19-24-102-vofficielle-fr.pdf>.

⁸ Ces changements peuvent également aider à assurer une plus grande stabilité des ressources recueillies auprès des participants au marché tout au long du cycle.

⁹ CDS, *Règlement à T+1 : une nouvelle ère pour les marchés financiers canadiens*, <https://www.cds.ca/solutions/cds-key-initiatives/t-1?lang=fr>.

¹⁰ CBCB-CPIM-OICV, *Review of margining practices*, septembre 2022, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d537.htm>.

¹¹ CBCB-CPIM-OICV, *Transparency and responsiveness of initial margin in centrally cleared markets: review and policy proposals*, janvier 2025, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD783.pdf> et CPIM-OICV, *Streamlining variation margin in centrally cleared markets – examples of effective practices*, janvier 2025, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD784.pdf>.

cycle de règlement de un jour après l'opération¹². Cependant, il convient de se pencher davantage sur les travaux réalisés à l'international pour comprendre le potentiel d'amplification des tensions qu'ont leurs pratiques en matière de constitution de marges. Le projet de modernisation des services de postnégociation de la CDS représente d'importants changements pour les systèmes et les processus, dont la mise en œuvre se doit d'être harmonieuse afin de réduire au minimum les perturbations sur les marchés de valeurs.

Obligations de sociétés

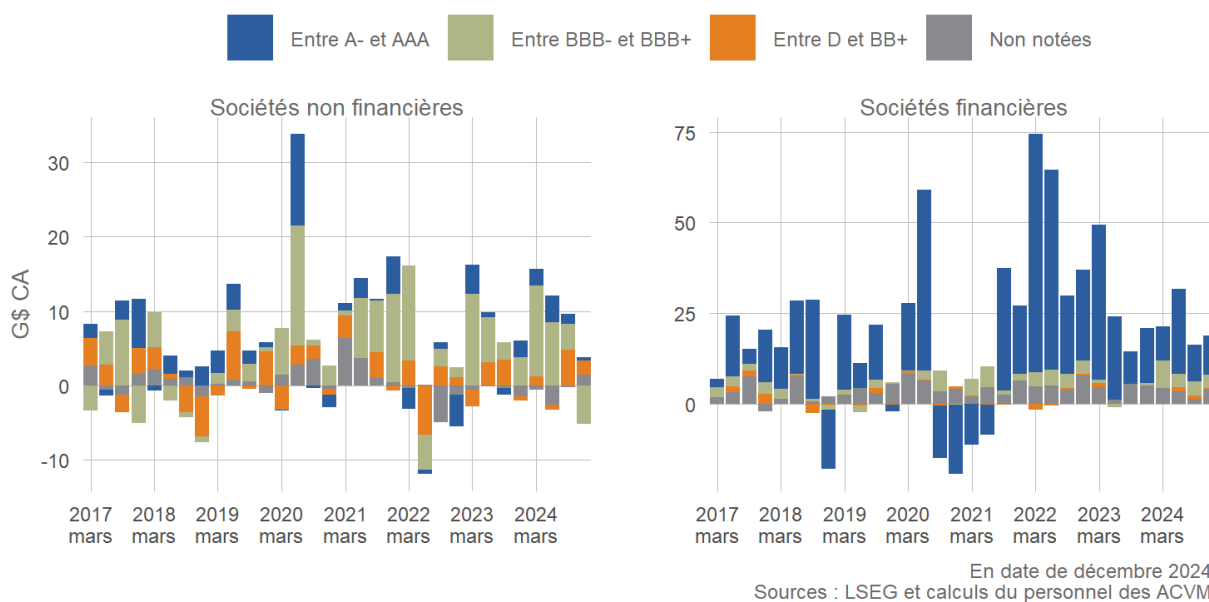
Les émissions nettes d'obligations par des sociétés non financières canadiennes ont augmenté en 2024. Deux ans plus tôt, ces émissions nettes avaient connu une forte baisse par suite de la flambée des taux d'intérêt. En 2023, grâce à la stabilisation des taux et de l'inflation, elles ont commencé à rebondir. Puis, en 2024, elles ont pu progresser encore davantage, à la faveur des attentes des marchés financiers à l'égard des baisses de taux d'intérêt de la Banque du Canada et d'autres banques centrales ailleurs dans le monde. Ces baisses se sont effectivement matérialisées, les banques centrales ayant déterminé que l'inflation était redescendue dans les fourchettes cibles et que les perspectives économiques montraient des signes de ralentissement. Après avoir grimpé dans le sillage de la pandémie, les investissements dans les obligations étrangères à haut rendement demeurent actuellement faibles.

La proportion d'émissions nettes récentes de sociétés non financières dont la notation se situe entre BBB- et BBB+ par rapport à celles dont la notation est de A- à AAA est plus élevée qu'avant la pandémie. L'émission d'obligations assorties de notations plus faibles constitue une tendance qui pourrait indiquer que les sociétés ont éprouvé davantage de tensions financières au cours des dernières années, comme le montre la hausse des taux d'insolvabilité et des ratios du service de la dette. Toutefois, les ratios de levier des sociétés non financières ne semblent pas élevés par rapport à la moyenne sur 10 ans, ce qui donne à penser que la conjoncture économique, les taux d'intérêt élevés et la fin du programme du Compte d'urgence pour les entreprises canadiennes pourraient constituer des facteurs expliquant la multiplication des situations d'insolvabilité.

Parallèlement, en 2024, les émissions nettes d'obligations de sociétés financières sont redescendues aux niveaux pré-pandémiques. Ce recul peut être corrélé avec l'intérêt faiblissant des entreprises et des ménages pour les emprunts bancaires dans un contexte marqué par des taux d'intérêt élevés. Grâce aux bilans solides et diversifiés des sociétés financières, les émissions nettes d'obligations de ces entités continuent, pour la plupart, d'être assorties de notations se situant entre A- et AAA.

¹² Après le passage au cycle de règlement à un jour, les échecs du règlement net continu (RNC) à la CDS se sont situés dans le bas des moyennes historiques, ce qui illustre que les marchés des capitaux canadiens se sont bien adaptés au cycle abrégé.

Figure 4 – Obligations de sociétés : émissions nettes par notation¹³

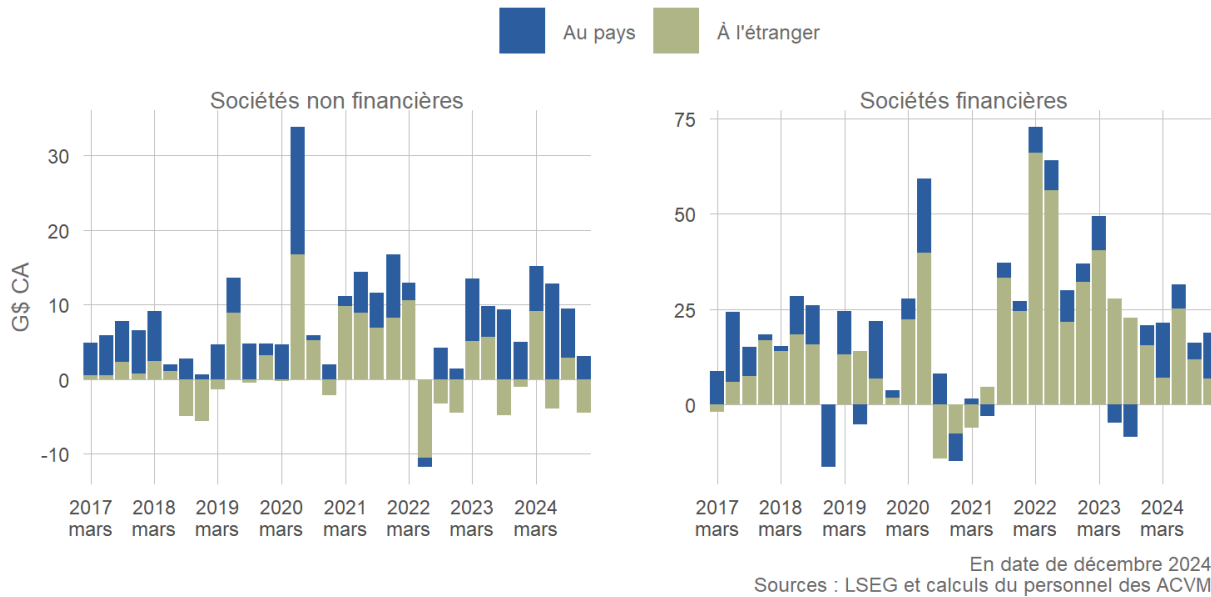


Sur les marchés étrangers, les émissions nettes de sociétés financières ont augmenté, mais celles des sociétés non financières demeurent relativement faibles.

Les sociétés financières recourent de plus en plus aux marchés étrangers, ce qui peut s'expliquer, entre autres facteurs, par un financement plus abordable et la capacité de réaliser des émissions à plus grande échelle hors du Canada. Quant aux sociétés non financières, la plupart réunissent des fonds au pays, bien que certaines d'entre elles se tournent vers le marché américain des obligations à haut rendement.

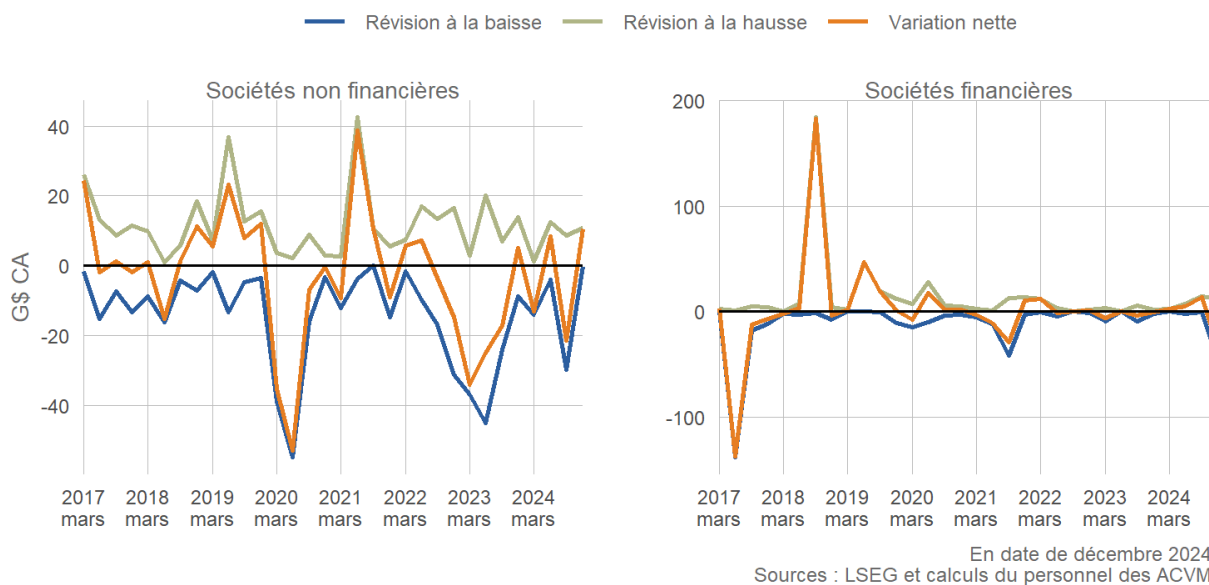
¹³ Les notations sont fondées sur toutes celles publiées à l'égard des obligations et recueillies par LSEG (p. ex., Moody's, Fitch, DBRS, etc.), sauf celles de S&P en raison de restrictions liées aux licences.

Figure 5 – Obligations de sociétés : émissions nettes par marché



En valeur monétaire, encore davantage d’obligations de sociétés non financières ont vu leur notation baisser en 2024 suivant d’importantes décotes en 2023. Cette situation pourrait cadrer avec un retour relatif à une économie prévisible, bien que les perspectives soient moroses, particulièrement en ce qui concerne l’inflation et la politique monétaire.

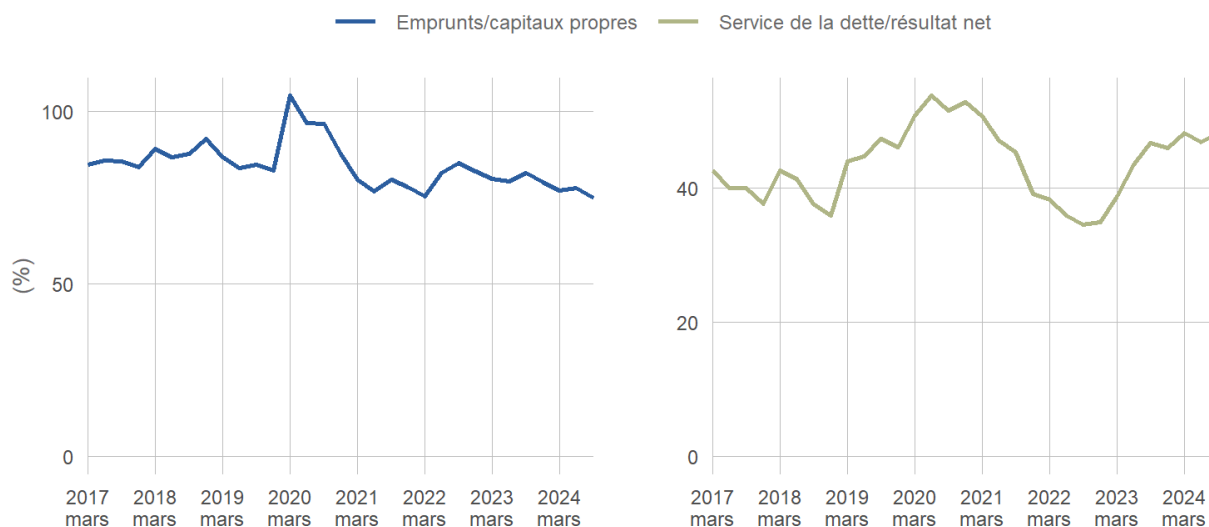
Figure 6 – Obligations de sociétés : variation des notations



L'alourdissement du fardeau financier des sociétés non financières observé ces deux dernières années découle en grande partie des taux d'intérêt élevés, les niveaux d'endettement étant demeurés stables. Il semblerait donc que la faiblesse des notations des obligations émises par les sociétés non financières ces dernières années ne soit pas directement liée aux données fondamentales, car la solvabilité sous-jacente de ces entreprises ne s'est pas détériorée du point de vue du bilan. Heureusement, comme environ les deux tiers des obligations figurant au bilan des sociétés non financières arrivent à échéance dans cinq ans ou plus¹⁴, celles-ci ont été dans une grande mesure protégées d'un renouvellement de leurs dettes obligataires lors du pic des taux d'intérêt enregistré en 2023. En revanche, à long terme, le rendement des obligations devrait demeurer aux niveaux pré-pandémie, ce qui signifie que les sociétés non financières pourraient continuer de voir leurs frais d'intérêt augmenter à mesure qu'elles refinanceront leur structure d'endettement.

¹⁴ Banque du Canada, *Rapport sur la stabilité financière – 2024*, mai 2024, banqueducanada.ca/2024/05/rapport-sur-la-stabilite-financiere-2024/.

Figure 7 – Sociétés non financières : service de la dette et effet de levier



En date de septembre 2024.

Sources : Statistique Canada, Capital IQ et calculs du personnel des ACVM.

Dans l'ensemble, les marchés des obligations de sociétés sont peu vulnérables. La flambée des taux d'intérêt en 2022 puis le maintien de ces taux élevés en 2023 ont mis une pression financière considérable sur les sociétés non financières et leurs notations. L'année 2024 a toutefois marqué la fin de ce cycle haussier, l'inflation ayant diminué et les perspectives économiques s'étant assombries. Si les taux d'emprunt devenaient modérés, les notations pourraient s'améliorer au cours de l'année, malgré la persistance d'autres facteurs d'incertitude comme les perspectives économiques et l'incidence du renouvellement des obligations plus anciennes à des taux plus élevés. Bien que les sociétés financières émettent la plupart de leurs obligations à l'extérieur du Canada, celles-ci demeurent assorties de notations figurant majoritairement dans une fourchette de A- à AAA, ce qui atténue les effets des sautes d'humeur des marchés étrangers.

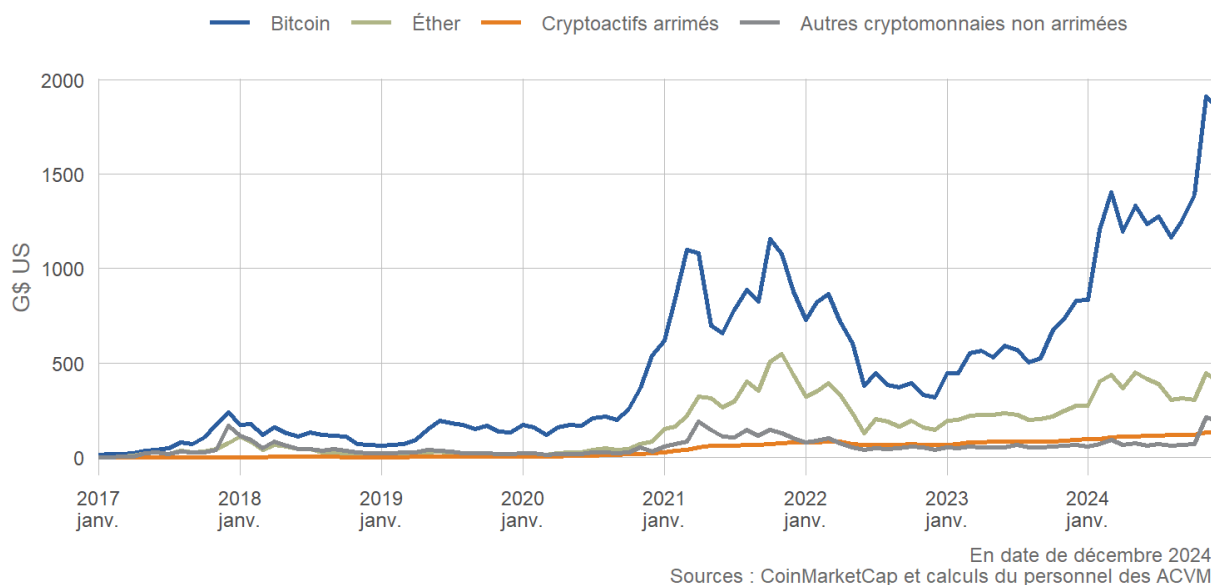
Innovations perturbatrices

Marchés des cryptoactifs et de la finance décentralisée

Forte de ses résultats solides en 2023, la capitalisation de marché des cryptoactifs a poursuivi son ascension. À la fin de janvier 2025, elle totalisait ainsi environ 3,5 billions de dollars américains, soit une hausse de 120 % depuis le début de l'année. Cet accroissement découlait de la décision de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis, prise au début janvier, d'autoriser 11 fonds négociés en bourse (FNB) de bitcoins au comptant. À la fin du premier semestre de 2024, ces FNB détenaient environ 865 000 bitcoins d'une valeur approximative de 52 milliards de dollars américains. Au Canada, 16 FNB de cryptoactifs, tous investis en bitcoins, en éthers ou dans ces deux cryptomonnaies, sont désormais inscrits à la cote de la Bourse de Toronto et leur capitalisation atteignait environ 7,2 milliards de dollars en date de décembre 2024. Réflétant les attentes à l'égard d'un assouplissement de la réglementation des cryptoactifs,

la valeur de ces actifs a atteint de nouveaux sommets à la suite de l'élection de Donald Trump.

Figure 8 – Capitalisation de marché des cryptoactifs



En juillet 2024, la SEC a également approuvé les premiers FNB d'éthers au comptant, après avoir lancé les FNB de contrats à terme sur éthers en 2023. Ces nouveaux FNB de cryptoactifs représentent un changement notable dans la façon dont les investisseurs institutionnels peuvent accéder aux cryptoactifs et permet un afflux plus important de capitaux dans le marché venant de participants au marché qui hésitent à investir directement dans les cryptoactifs. Les investisseurs individuels se tournent de plus en plus vers les FNB de cryptoactifs, dont l'accès est plus facile que la détention directe de cryptoactifs.

Cependant, cette popularité soudaine pourrait rimer avec une hausse des risques pour la stabilité financière. À mesure que les cryptoactifs deviendront de plus en plus imbriqués dans les marchés financiers classiques, il sera important de surveiller les vulnérabilités comme l'interconnectivité, la liquidité du financement de même que le risque de rachat et le risque opérationnel.

En ce qui concerne la liquidité du financement, les cryptoactifs arrimés à une valeur, ou cryptomonnaies stables, demeurent une importante préoccupation. Bien qu'ils ne représentent que 6 % du marché total, les cryptoactifs arrimés à une valeur inquiètent du fait de leur liquidité et de leur dépendance aux réserves financières traditionnelles. Une situation comme celle s'étant produite mars 2023, quand l'USD Coin a brièvement perdu son rattachement à sa valeur de référence après la révélation par son émetteur, Circle, de son exposition à la Silicon Valley Bank en faillite, illustre la façon dont les faiblesses structurelles des cryptoactifs arrimés à une valeur peuvent causer des perturbations sur les marchés.

La finance décentralisée a également connu un regain au début de 2024. Avec une valeur totale immobilisée de près de 120 milliards de dollars américains, elle compte pour environ 3 % du marché mondial des cryptoactifs. Malgré cette croissance, la finance décentralisée en constitue un segment mineur et dont l'importance a faibli depuis 2021, alors que sa valeur totale immobilisée avait atteint 174 milliards de dollars américains. Le marché de la finance décentralisée fait l'objet de préoccupations permanentes quant à sa sécurité, à la protection des investisseurs et au fait que ses protocoles ne prévoient pas de reddition de comptes envers des autorités de réglementation. Si elle n'est pas encore assez populaire pour menacer sérieusement la stabilité financière, la finance décentralisée doit tout de même faire l'objet d'une surveillance constante.

En 2024, l'OICV et les ACVM ont continué d'affiner leur approche réglementaire. Les deux organisations progressent dans l'élaboration de leurs cadres de réglementation du secteur des cryptoactifs, qui visent à accroître la protection des investisseurs et à gérer les éventuels risques systémiques que pose la croissance rapide des actifs numériques. À la fin de 2023, l'OICV a publié ses recommandations en matière d'encadrement des marchés de cryptoactifs et d'actifs numériques¹⁵ et de la finance décentralisée¹⁶. Celles-ci forment un cadre réglementaire robuste et cohérent pour parer aux principaux risques liés aux marchés des cryptoactifs. En décembre 2023, le conseil de l'OICV a approuvé la feuille de route sur la mise en œuvre des cryptoactifs destinée à promouvoir l'application concrète de ces recommandations par ses membres. La phase 1, qui doit être achevée en 2024, prévoit le recensement des approches réglementaires existantes en matière de cryptoactifs afin de brosser un portrait clair du paysage actuel. Ces travaux mèneront à l'élaboration et à la mise à l'essai d'une méthode d'évaluation des recommandations pour les marchés des cryptoactifs et des actifs numériques, qui auront lieu lors de phases subséquentes¹⁷.

Intelligence artificielle et marchés financiers

L'intelligence artificielle (IA) transforme le secteur financier. Promettant des gains majeurs, comme l'accroissement de l'efficacité opérationnelle, l'amélioration de la conformité réglementaire, la personnalisation des produits financiers et le perfectionnement des capacités d'analyse de données, l'IA pose également de défis tels que la sécurité des données, la dépendance envers des tiers, le risque de corrélation, les risques cybernétiques et les biais dans la prise de décision. Bien que cette façon de faire s'accompagne de risques, d'importantes sociétés financières ont adopté l'IA générative

¹⁵ OICV, *Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets, Final Report*, FR11/2023, 16 novembre 2023, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD747.pdf>.

¹⁶ OICV, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralized Finance (DeFi)*, FR/14/2023, décembre 2023, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD754.pdf>.

¹⁷ OICV, *Update to IOSCO 2023-24 Work programme March 2024 – March 2025 Workplan*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD764.pdf>.

dans le but d'améliorer leurs activités internes et leurs conseils financiers. Un sondage réalisé par Mercer a indiqué que 91 % des gestionnaires d'actifs recourent à l'IA dans leurs processus d'investissement ou ont l'intention de commencer à le faire¹⁸.

L'adoption de l'IA est en croissance au Canada. Selon l'indice mondial d'adoption de l'IA 2023¹⁹, établi par Morning Consult pour le compte d'IBM, le déploiement de l'IA dans les grandes organisations canadiennes est passé de 34 % en avril 2023 à 37 % en novembre de la même année. Une proportion supplémentaire de 48 % des entreprises du pays explorent toujours l'utilisation. Dans un rapport sur la recherche expérimentale et les cas d'usage en intelligence artificielle, la CVMO a analysé l'incidence de l'IA sur la prise de décision des investisseurs individuels dans le cadre d'une simulation de placement en ligne²⁰. Elle a ainsi dégagé trois grands cas d'utilisation de l'IA propres aux investisseurs individuels à partir de sa revue de la littérature et de son analyse de l'environnement réalisées dans le cadre de son premier volet de recherche : l'aide à la décision, l'automatisation ainsi que les escroqueries et les fraudes. L'étude a révélé qu'il n'existait pas de différence importante entre l'observation des conseils prodigués par un humain et ceux provenant strictement d'une IA, ce qui suggère que les investisseurs canadiens pourraient se montrer ouverts à suivre des recommandations fondées sur l'IA.

La CVMO s'est également penchée sur l'utilisation des systèmes d'IA au sein des marchés des capitaux canadiens²¹. Ses travaux lui ont permis de déterminer que l'IA est principalement utilisée pour améliorer des produits et services existants plutôt que pour en créer de nouveaux. L'adoption de systèmes d'IA par les participants aux marchés des capitaux vise trois principaux objectifs : les améliorations de l'efficacité, la production de revenus et l'atténuation des risques. Parmi les applications de l'IA, mentionnons la répartition des actifs, l'établissement de prévisions en matière de cours et de liquidité, les activités de couverture, l'exécution et la surveillance d'opérations, la négociation à haute vitesse, l'analyse du marché des contrats à terme ainsi que la vente et la commercialisation.

¹⁸ Mercer, *Mercer Investments' AI integration in investment management 2024 global manager survey*, 2024, <https://www.mercer.com/insights/investments/portfolio-strategies/ai-in-investment-management-survey/>.

¹⁹ IBM, *Canadian businesses saw uptick in AI Adoption in 2023 vs. global peers*, janvier 2024, <https://canada.newsroom.ibm.com/2024-01-10-Canadian-businesses-saw-uptick-in-AI-Adoption-in-2023-vs-global-peers>.

²⁰ CVMO, *Intelligence artificielle et l'investissement de détail : Cas d'usage et recherche expérimentale*, septembre 2024, <https://www.osc.ca/fr/investisseurs/recherches-et-rapports-sur-les-investisseurs/intelligence-artificielle-et-l-investissement-de-detail>.

²¹ CVMO, *L'IA dans les marchés financiers : exploration des cas d'utilisation en Ontario*, octobre 2023, <https://www.osc.ca/fr/industry/artificial-intelligence/lia-au-sein-des-marches-financiers>.

L'IA a le potentiel d'influer considérablement sur les économies et les marchés financiers, mais l'ampleur de ces répercussions et le moment où elles seront ressenties sont incertains. Si les études préliminaires tendent à démontrer que les incidences de l'IA sur la productivité sont positives, des analyses plus poussées s'imposent. Dans certains secteurs, l'IA pourrait stimuler la productivité et la création d'emplois, mais elle pourrait aussi avoir pour effet de déplacer des travailleurs, d'aggraver les inégalités au sein des marchés financiers et éventuellement d'accroître certaines vulnérabilités du secteur financier. Les autorités de réglementation concernées doivent donc surveiller ces répercussions et ajuster leurs exigences en conséquence²². Le Conseil de stabilité financière (CSF) demande aux autorités financières du pays et aux organismes internationaux de resserrer leur surveillance de l'évolution de l'IA, d'évaluer la convenance des cadres de réglementation financière existants et d'améliorer leurs capacités de réglementation et de supervision²³.

Au Canada, les ACVM ont publié des indications sur la façon dont la législation en valeurs mobilières s'applique à l'utilisation des systèmes d'IA par les participants aux marchés²⁴. Ces indications ne créent pas de nouvelle obligation légale; elles portent sur les points clés à considérer pour les personnes inscrites, les émetteurs assujettis, les marchés et les autres participants aux marchés qui utilisent des systèmes d'IA, et font ressortir l'importance de la transparence, de la reddition de comptes et de l'atténuation des risques pour favoriser l'équité et l'efficacité des marchés.

L'IA générative pourrait fournir de l'information inexacte ou trompeuse et exacerber des risques existants, comme le risque de volatilité. Ainsi, l'IA générative peut soulever des préoccupations quant à l'effet de troupeau susceptible de se produire sur les marchés financiers si les extraits de modèles sont très corrélés et accentuent la dépendance envers quelques sociétés technologiques dominantes. De plus, les algorithmes d'IA, particulièrement ceux employés dans la négociation à haute vitesse, réagissent instantanément aux fluctuations du marché en fonction de critères qui ne sont pas toujours transparents ou bien compris. Dans des environnements où les choses évoluent rapidement, cette situation peut donner lieu à des décisions qui amplifient involontairement les fluctuations du marché.

²² Banque du Canada (Tiff Macklem), *L'intelligence artificielle, l'économie et les banques centrales*, septembre 2024, <https://www.banqueducanada.ca/2024/09/intelligence-artificielle-economie-et-banques-centrales/>.

²³ CSF, *The Financial Stability Implications of Artificial Intelligence*, 14 novembre 2024, <https://www.fsb.org/uploads/P14112024.pdf>.

²⁴ ACVM, *Avis 11-348 du personnel des ACVM et de consultation, Applicabilité du droit canadien des valeurs mobilières à l'utilisation des systèmes d'intelligence artificielle dans les marchés des capitaux*, 5 décembre 2024, <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2024/2024dec05-11-348-avis-acvm-fr.pdf>.

Les modèles d'apprentissage profond, souvent employés dans la négociation assistée par IA, fonctionnent comme des « boîtes noires » dont les mécanismes internes ne sont pas facilement compris. En raison de cette opacité, il est difficile pour les participants au marché et les organismes de réglementation de comprendre les décisions prises, ce qui empêche la gestion des risques et la correction des erreurs dans les systèmes fonctionnant avec l'IA. Par ailleurs, comme c'est le cas pour tous les modèles, l'efficacité des modèles de négociation propulsés par l'IA dépend de la qualité des données avec lesquelles ils ont été entraînés. Si les données historiques utilisées contiennent des biais, le modèle pourrait reproduire ces distorsions dans ses stratégies de négociation.

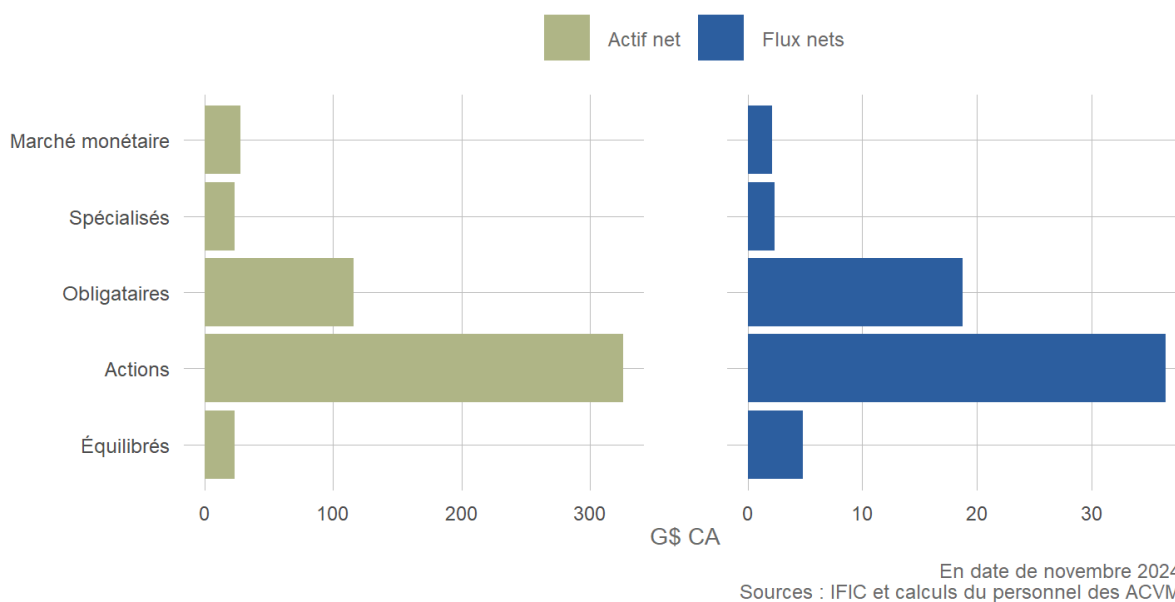
L'intégration croissante de l'IA à la négociation, à la gestion d'actifs et aux interactions avec la clientèle présente à la fois des possibilités et des défis, ce qui met en évidence la nécessité d'une surveillance réglementaire pour gérer les risques émergents. Le portrait global de l'utilisation de l'IA en finance évolue rapidement, et cette croissance doit faire l'objet d'un encadrement réglementaire approprié pour que les risques connexes puissent être gérés. Le secteur financier doit notamment s'attaquer aux éventuels échecs de transactions causés par des corrélations, particulièrement dans des environnements de négociation automatisés à haute vitesse.

Fonds négociés en bourse

Le marché canadien des FNB a continué de croître, affichant des rendements positifs et des entrées nettes. En novembre 2024, l'actif net total des FNB canadiens se chiffrait à 515 milliards de dollars, contre 382 milliards de dollars à la fin de 2023. Au cours des 11 premiers mois de 2024, les entrées nettes des FNB, attribuables principalement aux FNB d'actions et d'obligations, se sont établies à 65 milliards de dollars et ont considérablement surpassé les entrées nettes des OPC. Bénéficiant de rendements positifs et d'entrées relativement importantes, la part de marché des FNB a poursuivi sa croissance. Ce marché représente aujourd'hui environ 17 % de l'actif net des OPC, contre environ 12 % en 2020²⁵.

²⁵ En date de décembre 2023. Ne tient compte que des fonds avec prospectus distincts. Source : sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO.

Figure 9 – Actif net et flux nets des FNB, depuis le début de l’année



Le marché canadien des FNB est demeuré résilient au cours de la dernière année.

Parmi les principaux risques que nous surveillons dans ce marché figure le risque que la liquidité sur les marchés primaires et secondaires s’amenuise advenant un choc financier majeur, par exemple en présence d’écarts acheteurs-vendeurs notables et d’un volume d’opérations faible. Des épisodes passés de tensions financières, dont le choc financier lié à la COVID-19, ont toutefois montré que le marché canadien des FNB, même s’il peut connaître une baisse de sa liquidité et une hausse de ses frais de transactions, demeure relativement résilient dans de telles circonstances.

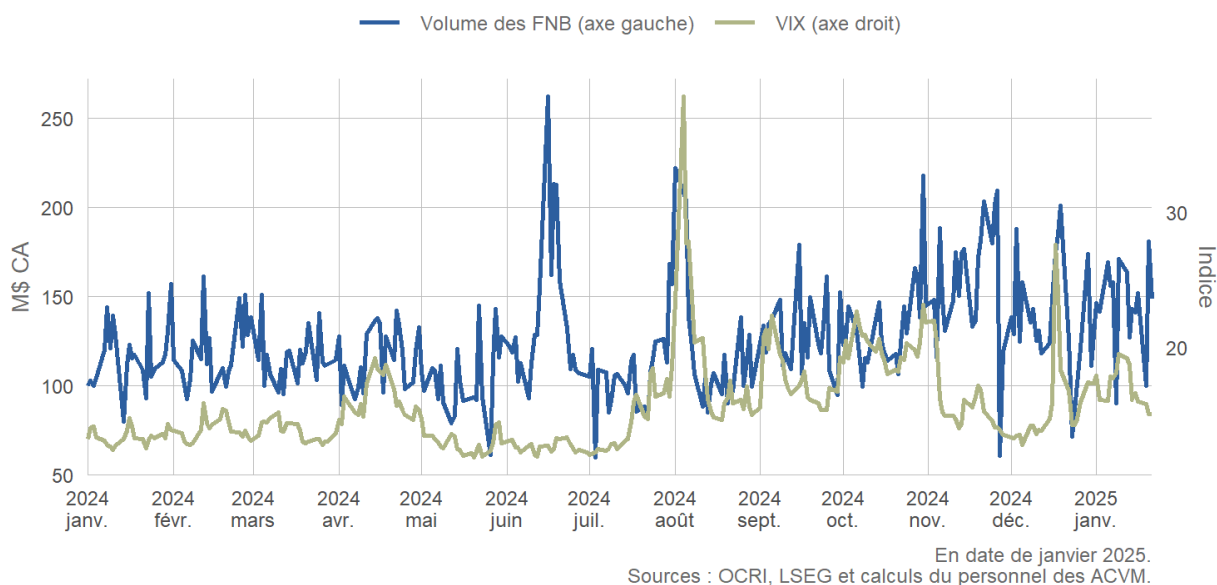
Bien que les marchés financiers aient été en grande partie stables au cours de l’année écoulée, ils ont connu des pics de volatilité. Les marchés boursiers ont affiché un tel pic en août, et la volatilité a considérablement augmenté sur les marchés des titres à revenu fixe depuis le début de la hausse des taux d’intérêt en 2022. L’activité de négociation des FNB est demeurée vigoureuse, particulièrement lorsque la volatilité a atteint un sommet (voir la figure ci-dessous).

Entre autres tendances, nous notons la croissance des FNB actifs au Canada et ailleurs. À la suite de modifications réglementaires apportées par la SEC en 2019, qui ont facilité l’approbation des FNB actifs, ceux-ci ont enregistré une forte progression aux États-Unis. Au Canada, les FNB actifs, à savoir des FNB gérés par des gestionnaires de portefeuille qui ont un mandat discrétionnaire, représentent approximativement 24 % de tous les FNB canadiens et 11 % en ce qui a trait à l’actif net²⁶. La majorité de ces FNB actifs

²⁶ En date de décembre 2023. Source : sondage sur les fonds d’investissement de la CVMCO.

sont à revenu fixe et ont tendance à investir dans des obligations d'État et des obligations de sociétés de qualité supérieure en Amérique du Nord.

Figure 10 – Volume de négociation des FNB et indice de volatilité (VIX)



Comme nous l'avons souligné dans notre dernier rapport annuel, certains gestionnaires de FNB actifs ne divulguent pas totalement la composition du portefeuille de leurs FNB. Bien que la plupart des gestionnaires de FNB la communiquent quotidiennement au public, certains ne le font pas à cette fréquence. Selon le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO, environ 50 % des FNB actifs ne divulguent pas tous les jours la composition de l'actif net total de leur portefeuille au public. Lorsque la composition du portefeuille d'un FNB est présentée au public fréquemment, les fournisseurs de liquidités, autres que les participants autorisés, peuvent accentuer la concurrence et contribuer à la réduction des écarts entre les cours et la valeur liquidative ainsi que des écarts acheteurs-vendeurs.

Globalement, les FNB actifs, y compris ceux qui ne divulguent pas quotidiennement la composition de leur portefeuille, sont résilients. La vaste majorité des FNB actifs ont à leur disposition au moins quatre participants autorisés pour effectuer des opérations permettant de soutenir leur résilience. Selon notre analyse, les FNB actifs se sont montrés résilients durant les récents épisodes de tensions, même s'ils affichent habituellement des écarts acheteurs-vendeurs plus grands et un volume d'opérations moins élevé que ceux des autres FNB.

Fonds de couverture

L'actif net total des fonds de couverture a progressé en 2023 grâce aux rendements élevés des marchés boursiers. Les souscriptions et les rachats se sont essentiellement contrebalancés, ce qui s'est traduit par des entrées nettes peu élevées. En revanche, les OPC

alternatifs et les FNB alternatifs sous le régime de prospectus, qui usent de stratégies semblables, obtiennent des entrées nettes considérablement plus importantes des investisseurs et affichent une croissance plus rapide. Puisque leurs titres sont placés au moyen d'un prospectus et qu'ils sont assujettis à un plafond d'effet de levier et à d'autres obligations réglementaires (Règlement 81-102), ils posent toutefois moins de risques que les fonds de couverture.

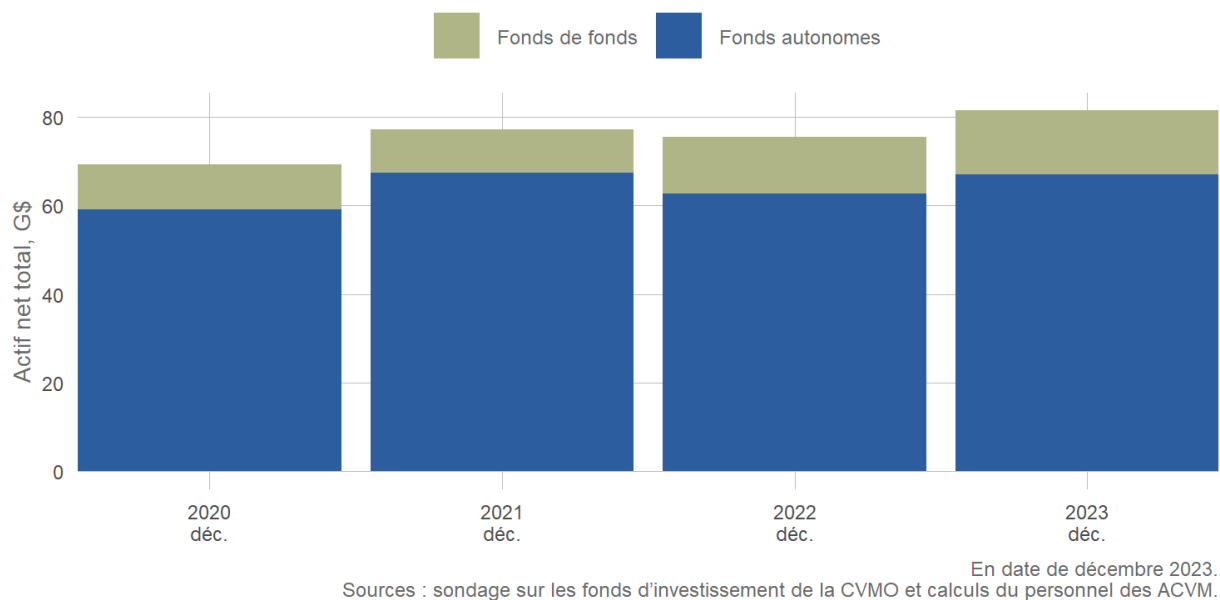
L'actif net total des fonds de couverture a atteint près de 82 milliards de dollars, soit une modeste proportion de 2 % de l'actif net total des fonds d'investissement canadiens en date de décembre 2023 (voir ci-dessous). Ce chiffre constitue vraisemblablement une surestimation de la taille du secteur des fonds de couverture au Canada comparativement aux sources de données de tiers, étant donné que tous les fonds dispensés de prospectus dont l'endettement brut figurant au bilan excède 200 %²⁷ doivent être catégorisés comme des fonds de couverture ou des fonds d'investissement privés dans le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO²⁸. Par conséquent, les fonds « en gestion commune » utilisant un levier seraient considérés comme des fonds de couverture dans le sondage. Au total, les fonds de couverture canadiens ne représentent que 3 % de la taille de ces mêmes fonds aux États-Unis, dont l'actif net total s'établissait à près de 2 billions de dollars américains en date de décembre 2023²⁹.

Figure 11 – Actif net total des fonds de couverture canadiens

²⁷ Le levier brut figurant au bilan s'entend des positions acheteur et vendeur figurant au bilan par rapport à l'actif net total. Ce calcul exclut les valeurs notionnelles des dérivés.

²⁸ Parmi les autres types de fonds dispensés de prospectus, on trouve les fonds en gestion commune, les fonds du marché monétaire dispensés et les fonds de sociétés en commandite d'actions accréditives.

²⁹ FRED – Banque de Réserve fédérale de Saint-Louis (États-Unis), *Hedge Funds; Total Net Assets; Asset, Level*, 11 octobre 2024, <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL622000003Q>.

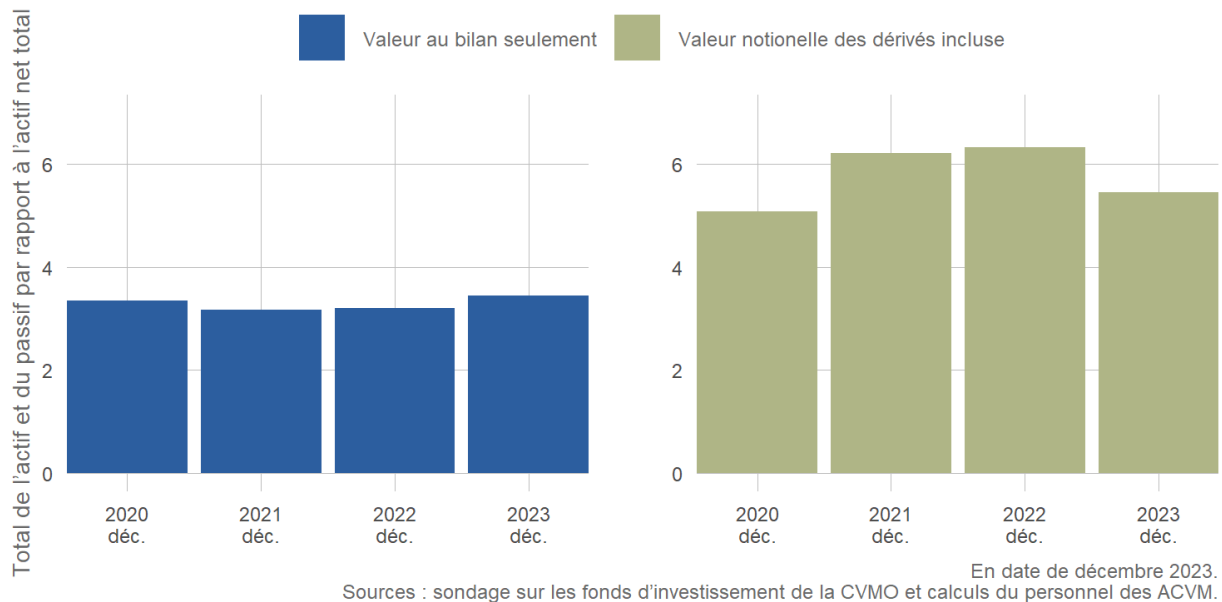


Malgré leur taille modeste, les fonds de couverture ont une incidence disproportionnée sur les marchés financiers du fait de leurs activités d'emprunt.

Comme les fonds de couverture recourent à l'effet de levier, leur actif totalise 164 milliards de dollars, soit près du double de leur actif net. De nombreux fonds de couverture ont également une exposition considérable aux dérivés par opposition aux autres fonds d'investissement. L'effet de levier est principalement utilisé par les fonds de couverture autonomes qui détiennent directement des titres, plutôt que par les fonds de fonds qui investissent dans d'autres fonds. Le levier des fonds de couverture autonomes demeure relativement faible et stable depuis 2020 (voir la figure ci-dessous).

Figure 12 – Levier brut des fonds de couverture autonomes³⁰

³⁰ Le levier d'un fonds de couverture peut être calculé selon deux méthodes. Dans les deux cas, le total de l'actif et le total du passif dont les porteurs de parts ne sont pas responsables sont inclus dans le numérateur, et l'actif net total constitue le dénominateur. Dans la première méthode (graphique de droite), les valeurs notionnelles des dérivés sur taux d'intérêt, des dérivés de change et des autres dérivés sont incluses. La seconde approche (graphique de gauche) ne se concentre que sur le levier figurant au bilan; elle tient compte de la valeur marchande ou de la juste valeur de toutes les positions, mais exclut la valeur notionnelle des positions sur dérivés.



Les fonds de couverture emploient également, dans une large mesure, l'effet de levier synthétique que procurent les marchés des dérivés. Contrairement à d'autres fonds qui investissent surtout dans des dérivés de change et sur taux d'intérêt, certains fonds de couverture prennent aussi d'importantes positions dans des dérivés sur actions, des dérivés de crédit et des dérivés sur marchandises.

Le tableau de bord du sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO contient des données détaillées sur les fonds canadiens, notamment les fonds de couverture. On y présente des données regroupées concernant le nombre de fonds, leur taille, la composition de leur portefeuille par catégorie d'actifs, leur exposition notionnelle aux dérivés et leur profil de liquidité. Il est possible d'y affiner ses recherches par type de fonds (fonds de couverture) et par stratégie de placement (actions, titres à revenu fixe)³¹.

Cadran avec les résultats observés ailleurs dans le monde, les opérations d'arbitrage comptant-terme ont enregistré une forte croissance au Canada. Les participants au marché, y compris les fonds de couverture étrangers³², ciblent les écarts de prix des obligations d'État sur les marchés au comptant et à terme. Comme les écarts de prix entre ces deux marchés sont faibles, les participants aux opérations d'arbitrage

³¹ CVMO, tableau de bord du sondage sur les fonds d'investissement, <https://public.tableau.com/app/profile/osc.ifs/viz/OSCIInvestmentFundSurvey/Summary?publish=yes>.

³² Les fonds de couverture étrangers qui investissent dans les marchés canadiens de titres à revenu fixe et de dérivés pourraient ne pas être réglementés par les autorités en valeurs mobilières du pays s'ils ne satisfont pas à leurs critères d'inscription. Par exemple, certains fonds de couverture étrangers pourraient n'avoir aucun investisseur canadien, alors qu'il s'agit d'un critère d'inscription essentiel.

comptant-terme utilisent l'effet de levier afin d'en accroître le rendement attendu. Pour obtenir cet effet de levier, ils empruntent des liquidités au moyen de mises en pension pour lesquelles ils fournissent des obligations d'État à titre de sûretés. Ce type d'arbitrage est complexe et nécessite l'exécution d'opérations dans des marchés distincts, notamment l'achat d'obligations de gré à gré et la vente de contrats à terme sur obligations par l'intermédiaire de la Bourse de Montréal³³. Les autorités compétentes s'efforcent d'obtenir un portrait plus clair du volume global des opérations comptant-terme au pays de même que des risques connexes.

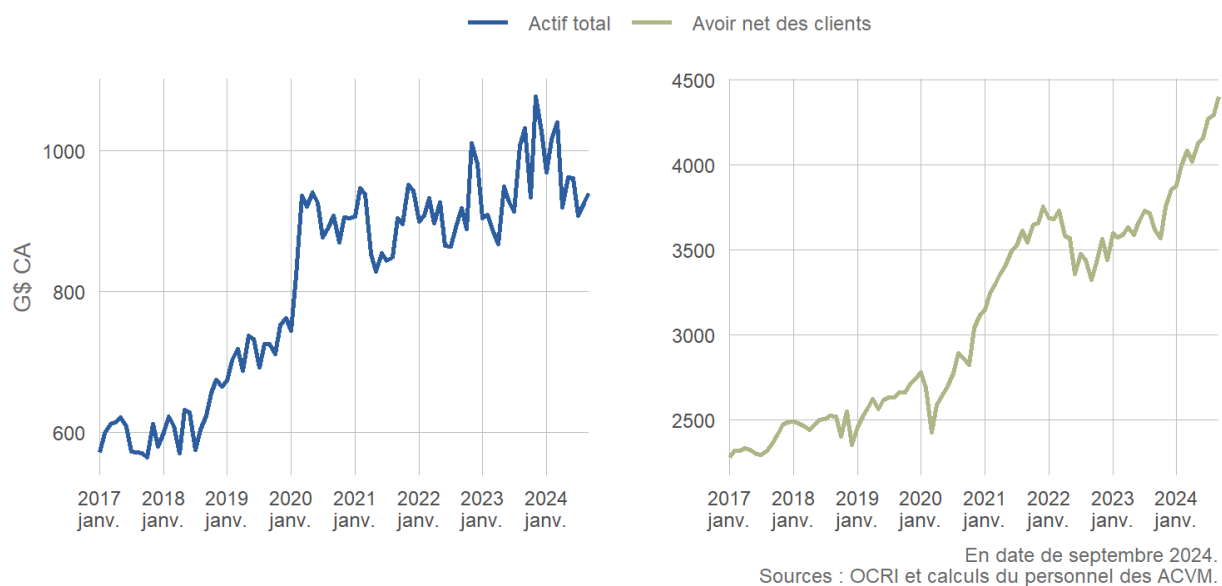
Les fonds de couverture qui utilisent l'effet de levier peuvent exposer leurs contreparties financières à des risques, contrairement aux autres fonds d'investissement sans effet de levier. C'est pourquoi il est important d'en surveiller la taille et le recours au levier. Les risques de rachat sont généralement bien gérés, étant donné que la plupart des fonds de couverture, comme l'indique le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMQ, détiennent des titres cotés en bourse et exigent des investisseurs qu'ils donnent un préavis avant de demander le rachat de leurs titres. Globalement, le secteur canadien des fonds de couverture reste de petite taille et se caractérise par une croissance attribuable aux rendements ainsi que par un levier faible et stable.

Courtiers en placement

Les courtiers en placement continuent d'afficher de solides gains au chapitre du chiffre d'affaires et de la rentabilité, grâce à la hausse des revenus d'intérêts. Au cours des neuf premiers mois de 2024, la croissance du chiffre d'affaires des courtiers a été relativement élevée, affichant une hausse de 15 %. Ces augmentations ont été enregistrées dans l'ensemble des segments, la plupart y ayant contribué fortement, notamment les revenus d'intérêts, les commissions et les activités de négociation principales. Dans l'ensemble, le nombre de sociétés et d'employés est demeuré à peu près inchangé par rapport à l'an dernier. L'augmentation de la valeur des titres de capitaux propres en 2024, toutefois, a propulsé l'avoir net des clients à de nouveaux sommets (voir la figure ci-dessous).

Figure 13 – Avoir net des clients et actif total des courtiers inscrits auprès de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI)

³³ Andreas Uthemann et Rishi Vala, *Quelle est la part de l'arbitrage comptant-terme sur le marché canadien des obligations d'État?*, Banque du Canada, juin 2024, <https://www.banqueducanada.ca/2024/06/note-analytique-personnel-2024-16/>.



La principale vulnérabilité associée aux courtiers en placement est l'incidence potentielle de la faillite d'un grand courtier. La forte interconnexion entre les grands courtiers qui recourent de façon importante à l'effet de levier, lesquels sont généralement détenus par des banques, et leurs contreparties pourrait avoir de vastes répercussions.

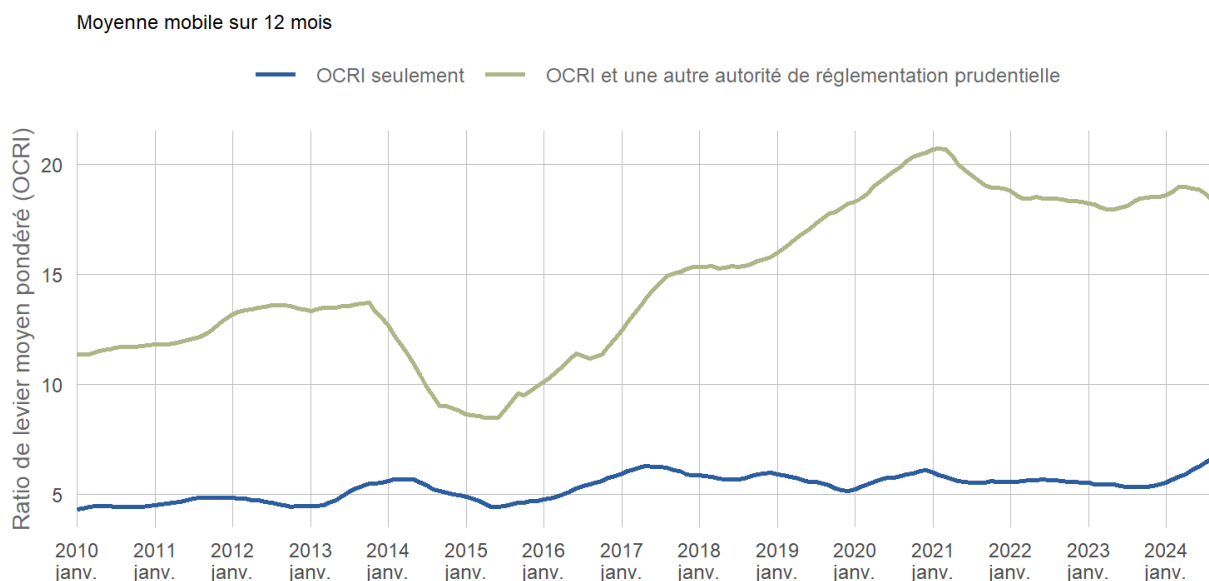
Des mesures visant à prévenir de telles faillites sont en place. Parmi les mesures notables, mentionnons l'inspection approfondie des courtiers par l'OCRI, la surveillance de la situation financière consolidée des banques mères par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et la supervision des institutions financières sous réglementation provinciale par les autorités provinciales de réglementation prudentielle.

Le Fonds canadien de protection des investisseurs (FCPI) protège les investisseurs. Il assure, sous réserve de limites prescrites, la protection des clients des courtiers membres de l'OCRI qui ont subi ou pourraient subir des pertes financières à la suite de l'insolvabilité de l'un de ces membres. Enfin, les actifs des clients détenus par les courtiers sont conservés dans des comptes distincts et transférables, de sorte qu'ils peuvent être facilement transférés d'un courtier à un autre.

Une plus grande utilisation de l'effet de levier par les courtiers pourrait accroître les vulnérabilités et les répercussions potentielles sur les contreparties en cas de faillite. Les plus importants courtiers au Canada sont détenus par des banques, lesquelles sont sous la surveillance du BSIF, qui effectue une supervision prudentielle de leurs bilans consolidés. L'effet de levier figurant au bilan consolidé des banques est demeuré stable

depuis 2010³⁴, tandis que l'effet de levier des filiales de courtage détenues par des banques s'est accru depuis 2015, atteignant un sommet au début de 2021. À l'inverse, l'effet de levier des courtiers non bancaires est resté faible (voir la figure ci-dessous).

Figure 14 – Effet de levier des courtiers en placement canadiens selon les autorités de contrôle



En date de septembre 2024.
Sources : OCRI et calculs du personnel des ACVM.

Les cybermenaces, qui demeurent un enjeu pour les courtiers, comptent parmi les autres vulnérabilités des courtiers en placement. Ces derniers doivent investir massivement dans la cybersécurité pour s'adapter aux avancées technologiques. En vertu de la législation en valeurs mobilières, les courtiers en placement doivent se doter de plans de reprise après sinistre et de continuité des activités afin d'atténuer l'incidence des risques de perturbation découlant de cyberévénements et d'autres enjeux opérationnels.

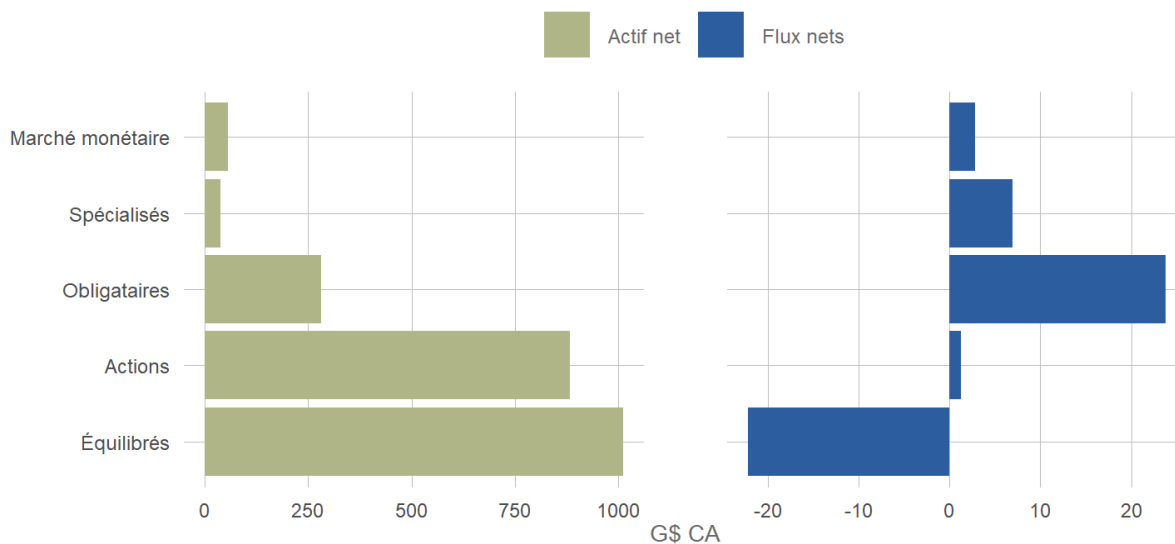
Organismes de placement collectif

En 2024, les actifs gérés des OPC canadiens ont augmenté à un rythme sain. En novembre 2024, l'actif net total des OPC s'établissait à 2,3 billions de dollars, soit une hausse de 17 % par rapport à décembre 2023 attribuable aux gains élevés sur les marchés boursiers. Le secteur a également attiré des entrées nettes de 12,6 milliards de dollars depuis le début de l'année, comparativement à des sorties nettes d'environ 51 milliards de dollars pour la période correspondante de l'année précédente, ce qui illustre l'amélioration des perspectives économiques (voir la figure ci-dessous). Les fonds obligataires ont affiché

³⁴ Statistique Canada, *Comptes du bilan national*, tableau 36-10-0580-01, Banques à charte, https://www150.statcan.gc.ca/t1/tbl1/fr/tv.action?pid=3610058001&request_locale=fr.

les entrées nettes les plus élevées, tandis que les fonds équilibrés ont enregistré des sorties relativement importantes.

Figure 15 – Actif net et flux nets des OPC depuis le début de l’année



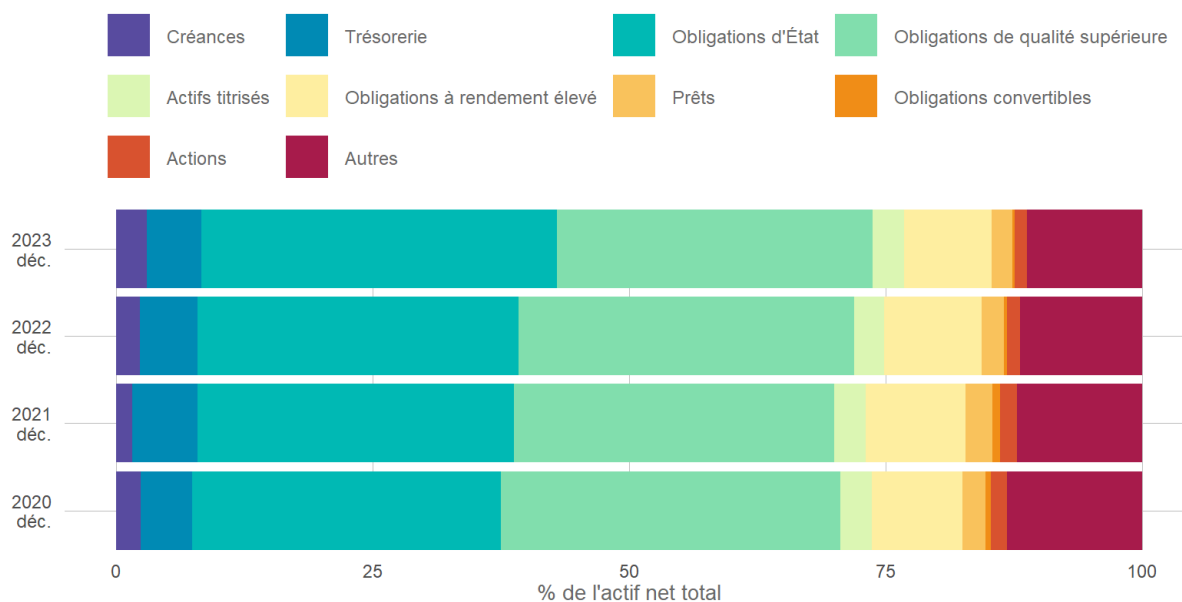
En date de novembre 2024.
Sources : IFIC et calculs du personnel des ACVM.

Nous surveillons notamment le risque que les gestionnaires d’OPC aient à composer avec des asymétries de liquidité lorsqu’ils investissent dans des actifs moins liquides. Confrontés à des sorties massives, les gestionnaires d’OPC pourraient ne pas être en mesure de rembourser les investisseurs de manière ordonnée si les actifs sous-jacents sont moins liquides, en particulier dans le cas de certains instruments à revenu fixe. C’est pourquoi nous concentrons notre surveillance sur les OPC à revenu fixe. Les risques de liquidité associés à ce type d’OPC sont restés relativement stables au cours de la dernière année.

Le profil de risque de crédit des OPC à revenu fixe est resté relativement constant durant l’année écoulée. À la suite du choc lié à la pandémie de COVID-19, ces fonds avaient augmenté leur exposition à des obligations dont le risque de crédit était plus élevé et les échéances plus longues, dont des obligations de sociétés. Cette tendance s’est inversée dans les dernières années et, plus récemment, le profil de risque de crédit et d’échéance de ces fonds a été relativement stable.

Les OPC à revenu fixe continuent de détenir une grande proportion de leur actif dans des instruments relativement liquides. Environ 43 % de leurs portefeuilles sont investis dans des créances, de la trésorerie ou des obligations d’État (voir la figure ci-dessous). De plus, selon les gestionnaires de fonds, plus ou moins 64 % de leur actif peut être liquidé en une journée dans des conditions de négociation normales. Compte tenu de la stabilité historique des flux des OPC à revenu fixe, nous sommes d’avis que les risques de liquidité auxquels ils sont exposés demeurent faibles.

Figure 16 – Répartition de l’actif des OPC à revenu fixe



En date de décembre 2023.
Sources : sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO et calculs du personnel des ACVM.

À l’international, le risque de liquidité touchant les fonds d’investissement continue de faire l’objet d’une attention particulière. À la fin de 2023, l’OICV a publié son rapport définitif fournissant des indications sur la conception et l’utilisation d’outils de gestion de la liquidité anti-dilution par les gestionnaires de fonds ouverts³⁵. Ces indications visent à favoriser un plus grand recours à ces outils par les gestionnaires afin d’atténuer la dilution pour les investisseurs et d’estomper l’éventuel avantage du précurseur découlant d’une asymétrie de liquidité structurelle. Les ACVM poursuivent leurs travaux pour s’assurer que leur cadre réglementaire entourant la gestion du risque de liquidité est approprié et conforme aux normes internationales.

Entre autres tendances, nous constatons que les OPC alternatifs, bien qu’ils constituent une part relativement peu importante du marché, ont crû ces dernières années. L’actif net total des OPC qui adoptent des stratégies alternatives, notamment les ventes à découvert, les emprunts et l’utilisation de dérivés, se chiffre actuellement à environ 26 milliards de dollars. Les OPC alternatifs offrent ces stratégies de placement, qui sont généralement associées aux fonds de couverture, mais dans le cadre de placements effectués au moyen d’un prospectus à la suite de modifications réglementaires mises en

³⁵ OICV, *Anti-dilution Liquidity Management Tools – Guidance for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, décembre 2023, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD756.pdf>.

œuvre par les ACVM en 2019³⁶. Quelque peu plus risqués que les OPC classiques, les OPC alternatifs constituent toutefois une très petite proportion du marché dans son ensemble et sont assujettis à des limites à l'effet de levier, contrairement aux fonds de couverture sous le régime d'une dispense de prospectus. Enfin, nous surveillons l'incidence de la disparition du marché des acceptations bancaires sur les fonds du marché monétaire, lesquels ont enregistré une croissance depuis 2022 à la faveur de la hausse des taux d'intérêt.

Dérivés de gré à gré

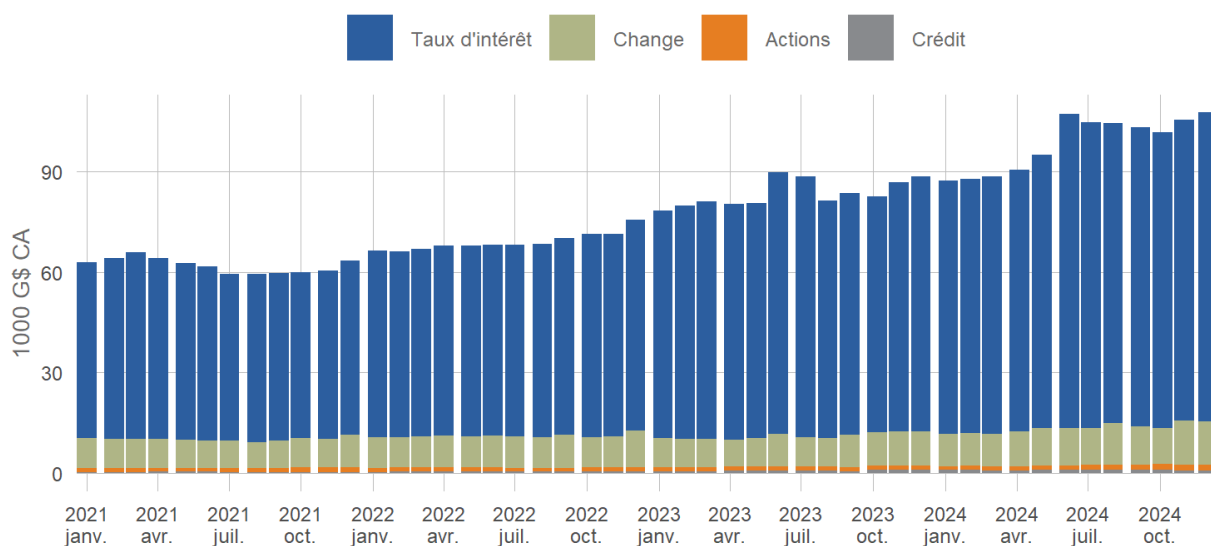
Le marché des dérivés de gré à gré au Canada a poursuivi sa progression en 2024. Au 31 décembre 2024, l'encours notionnel total de l'ensemble des produits dérivés de gré à gré, exclusion faite des dérivés sur marchandises³⁷, dont l'une des contreparties était canadienne a atteint 107 billions de dollars, soit une hausse de 21,5 % par rapport à l'année précédente³⁸. Cette croissance est principalement attribuable aux dérivés sur taux d'intérêt, qui ont bondi de 21 %, quoique toutes les catégories d'actifs ont progressé d'une année à l'autre (voir la figure ci-dessous). Selon l'encours notionnel, la plus grande partie des positions est constituée de dérivés sur taux d'intérêt, mais les dérivés de change comptent pour la majorité du volume de négociation.

³⁶ *Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement*, <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/81-102/2024-08-31/2024aout31-81-102-ig-vconsolidee-fr.pdf>.

³⁷ L'encours notionnel des dérivés sur marchandises n'est pas fourni en raison de la complexité des calculs nécessaires pour l'établir.

³⁸ Données provenant du référentiel central de données canadien colligées par la CVMQ.

Figure 17 – Encours notionnel total des dérivés de gré à gré canadiens par type de contrat



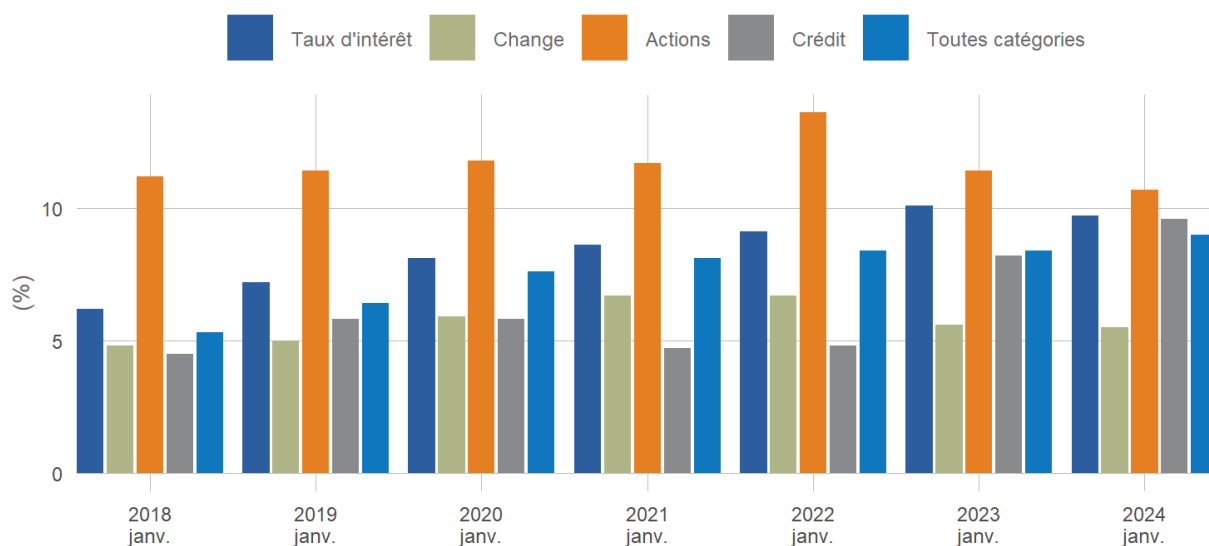
En date de décembre 2024.
Sources : référentiel central de données canadien et calculs du personnel des ACVM.

La part du marché mondial des dérivés de gré à gré que détient le Canada n’a cessé de grandir ces dernières années. Au chapitre de l’encours notionnel mondial, la part du Canada est passée d’environ 5,3 % en 2018 à 9 % en 2024^{39, 40}. Toutes les catégories de dérivés canadiens ont vu leur part du marché mondial augmenter pendant cette période de cinq ans (voir la figure ci-dessous).

³⁹ Banque des règlements internationaux, *OTC Derivatives Statistics*, https://data.bis.org/topics/OTC_DER.

⁴⁰ Ces chiffres peuvent être gonflés en raison des méthodes de calcul différentes de la Banque des règlements internationaux et des référentiels centraux, mais les données indiquent tout de même une tendance à la hausse.

Figure 18 – Part des dérivés de gré à gré canadiens en proportion de l’encours notionnel mondial



En date de janvier 2024.
Sources : Banque des règlements internationaux, référentiel central de données canadien et calculs du personnel des ACVM.

Cette année, le passage du taux CDOR au taux CORRA a constitué un événement majeur pour les marchés des dérivés du Canada. En effet, son incidence a été considérable. Le taux CDOR et le taux CORRA sont des taux d’intérêt de référence utilisés dans la plupart des dérivés libellés en dollars canadiens, qu’il s’agisse des swaps fixes-variables ou indexés sur le taux à un jour ou des dérivés sur actions ou sur marchandises à des fins de financement, entre autres. Cette transition posait un risque opérationnel potentiellement important : si elle n’avait pas été exécutée correctement, des contrats en cours auraient pu se trouver sans taux de remplacement et les contreparties concernées, sans certitude quant à leurs flux de trésorerie ou à leur exposition.

L’adoption du taux CORRA comme taux de référence s’est faite sans heurts. L’analyse des données de référentiels centraux a montré que la transition s’est opérée de façon relativement harmonieuse, faisant ressortir l’utilité de ces données pour suivre les tendances et évaluer les éventuels risques à mesure que la date de la migration approchait (voir la rubrique « Taux de référence » ci-dessus pour en savoir plus).

L’adoption du nouveau taux CORRA à terme a permis de régler le problème dit de la pyramide inversée. La principale préoccupation concernant certains anciens taux d’intérêt de référence tenait au fait que le marché servant à établir le taux était de bien plus petite taille que celui pour lequel il était utilisé, ce qui avait pour effet d’accroître le potentiel de manipulation (le problème de la « pyramide inversée »). Le U.S. Dollar London Interbank Offered Rate (USD LIBOR), le taux CDOR et de nombreux autres taux interbancaires offerts présentaient ce même problème. Le taux CORRA à terme est né du besoin d’un taux d’intérêt de référence canadien prospectif; il a été conçu pour être calculé à partir des contrats à terme de un mois et de trois mois indexés sur le taux CORRA.

Les autorités de réglementation assureront une surveillance constante des nouveaux taux de référence. Pour éviter la résurgence du problème de la pyramide inversée avec le taux CORRA à terme, le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien a instauré des restrictions qui limitent son utilisation aux prêts et aux opérations de crédit commercial de même qu'aux dérivés connexes servant à leur couverture. À partir des données de référentiels centraux et de celles sur les contrats à terme indexés sur le taux CORRA de la Bourse de Montréal, les autorités de réglementation peuvent surveiller avec efficacité l'activité du marché de façon à repérer les pyramides inversées et y réagir au besoin.

Risque de liquidité lié aux marges

Les fortes fluctuations des taux d'intérêt et des cours du marché importants, de même que leurs répercussions sur les marchés, sont sources de risque systémique.

Les variations majeures de cours pourraient en effet avoir une incidence considérable sur les marchés des dérivés en raison des appels de marge. Par exemple, en 2022, lors des fortes hausses de taux d'intérêt au Royaume-Uni, les caisses de retraite – qui emploient des stratégies d'investissement guidées par le passif – détenant des portefeuilles de swaps de taux d'intérêt ont subi des pertes substantielles en valeur de marché qu'elles ont dû compenser en mettant en place des marges supplémentaires. Pour réunir rapidement les sommes importantes requises à cette fin (habituellement sous forme d'espèces au Royaume-Uni), il leur a fallu vendre des obligations, ce qui a fait chuter les cours des obligations britanniques et augmenter encore davantage les taux d'intérêt dans une boucle de rétroaction négative.

Les organismes de réglementation surveillent le risque de liquidité lié aux marges dans le contexte canadien. Les ACVM et d'autres autorités financières canadiennes ont entrepris d'évaluer l'incidence éventuelle d'un choc de taux d'intérêt majeur sur la valeur des portefeuilles de swaps afin de mieux comprendre le montant de marge qui pourrait s'avérer nécessaire. S'il se pose en grande partie au Royaume-Uni, ce risque existe également dans le système financier canadien du fait de nos grandes caisses de retraite et de nos importantes compagnies d'assurance, qui détiennent des quantités considérables de swaps de taux d'intérêt (voir la section sur les initiatives liées aux exigences de constitution de marges applicables aux contreparties centrales de la rubrique « Compensation »).

Évolution de la réglementation au Canada

Les projets réglementaires au Canada ont contribué à l'amélioration de la transparence et à l'atténuation du risque systémique. L'évolution du cadre réglementaire du pays suit celle des marchés des dérivés. Des modifications ont par

exemple été apportées aux règlements en matière de déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré⁴¹ et de compensation obligatoire de ces dérivés⁴².

Les règlements en matière de déclaration des opérations ont été modifiés pour qu'y soient incluses les normes de données mondiales à l'égard de la déclaration des dérivés de gré à gré⁴³. Ces changements ont permis d'harmoniser et de clarifier les exigences en matière d'éléments de données à déclarer, en plus d'établir des contrôles de la qualité qui ont accru la fiabilité des données sur les dérivés déclarées aux autorités de réglementation.

D'autres projets de modification ont été mis en branle afin d'actualiser la liste des dérivés obligatoirement compensables⁴⁴. Les modifications proposées reflètent le changement de taux d'intérêt de référence et l'importance systémique accrue de ces taux. Elles exigent également que les produits les plus populaires de l'indice CDS soient compensés au Canada, et ce, pour la première fois. Il est entendu que l'élargissement du périmètre des produits qui doivent être compensés par une contrepartie centrale contribue à assurer la stabilité financière.

Dans l'ensemble, le marché canadien des dérivés de gré à gré continue de fonctionner efficacement. Les participants au marché canadiens utilisent toujours ces dérivés comme outil important d'atténuation du risque et moyen efficace de s'exposer à divers marchés. Il reste nécessaire, toutefois, de surveiller ce marché en continu vu sa taille importante et l'interconnectivité au sein du système financier, en ciblant particulièrement les dynamiques et les tendances au chapitre des produits négociés, des contreparties actives et du niveau des risques connexes. Les ACVM continuent de surveiller les risques et la concentration sur le marché au moyen des données provenant des référentiels centraux,

⁴¹ Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés, <https://lautorite.qc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/instruments-derives/91-507-referentiels-centraux-et-la-declaration-de-donnees-sur-les-derives>.

⁴² Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale et instruction générale connexe, janvier 2017, <https://lautorite.qc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/instruments-derives/94-101-compensation-obligatoire-des-derives-par-contrepartie-centrale>.

⁴³ Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés, juillet 2024, <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/instruments-derives/reglements/91-507/2024-07-25/2024juil25-91-507-avis-publ-fr.pdf>.

⁴⁴ Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/instruments-derives/reglements/94-101/2024-09-19/2024sept19-94-101-avis-cons-fr.pdf>.

et elles poursuivent la mise en œuvre des obligations régissant la conduite des principaux participants au marché des dérivés de gré à gré⁴⁵.

Fonds d'investissement privés

La popularité des fonds d'investissement privés sous le régime d'une dispense de prospectus⁴⁶ a bondi au cours des dix dernières années, portée par la demande des investisseurs institutionnels. La valeur des fonds d'investissement privés canadiens est passée de 83 milliards de dollars en 2020 à 134 milliards de dollars en 2023 (voir la figure ci-dessous). Cependant, la taille de ce marché est vraisemblablement sous-estimée, puisque les données réglementaires ne tiennent pas compte des entités assimilables à des fonds structurés sous forme de sociétés fermées, qui ne sont pas visées par le sondage sur les fonds d'investissement de la CVMQ. Les données sur la collecte de capitaux de ces entités sont habituellement accessibles dans les déclarations de placement avec dispense, mais il n'existe pas de telles données structurées et exhaustives⁴⁷. Quoi qu'il en soit, tout indique que les fonds d'investissement privés et les entités assimilables à des fonds constituent un secteur en croissance au Canada comme à l'étranger⁴⁸.

⁴⁵ Le Règlement 93-101 sur la conduite commerciale en dérivés est entré en vigueur le 28 septembre 2024;

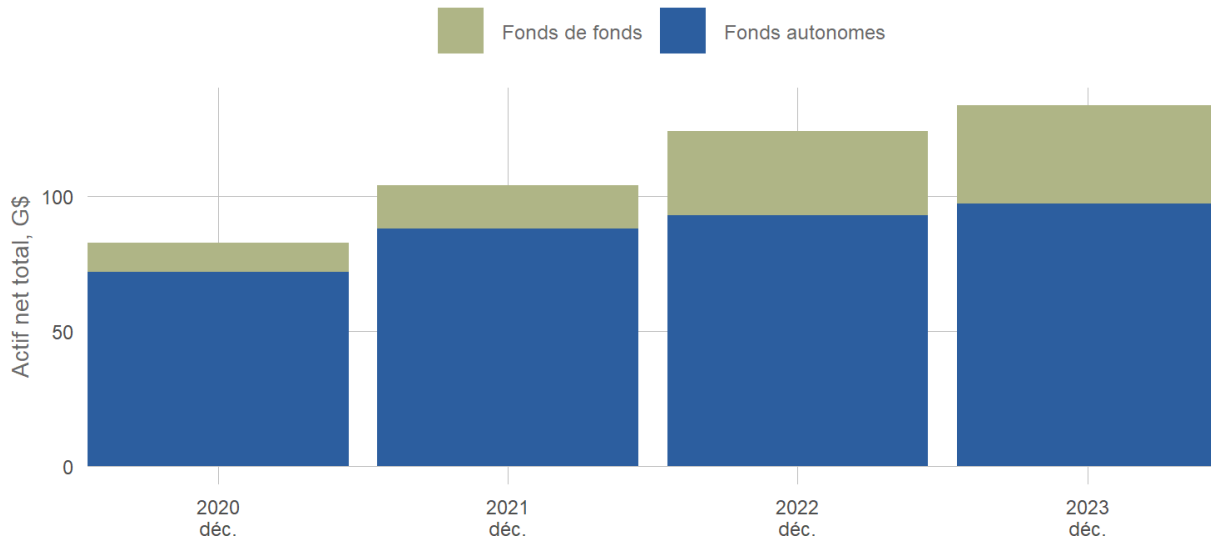
<https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/instruments-derives/reglements/93-101/2024-09-28/2024sept28-93-101-vofficielle-fr.pdf>.

⁴⁶ Les fonds d'investissement privés sont des fonds dispensés de prospectus qui investissent dans le capital-investissement, les créances privées, l'immobilier ou les infrastructures.

⁴⁷ ACVM, Déclarations de placement avec dispense, <https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/ressources/declarations-de-placement-avec-dispense/>.

⁴⁸ Fonds monétaire international, *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, octobre 2024, <https://www.imf.org/fr/Publications/GFSR/Issues/2024/10/22/global-financial-stability-report-october-2024>.

Figure 19 – Actif net total des fonds d'investissement privés

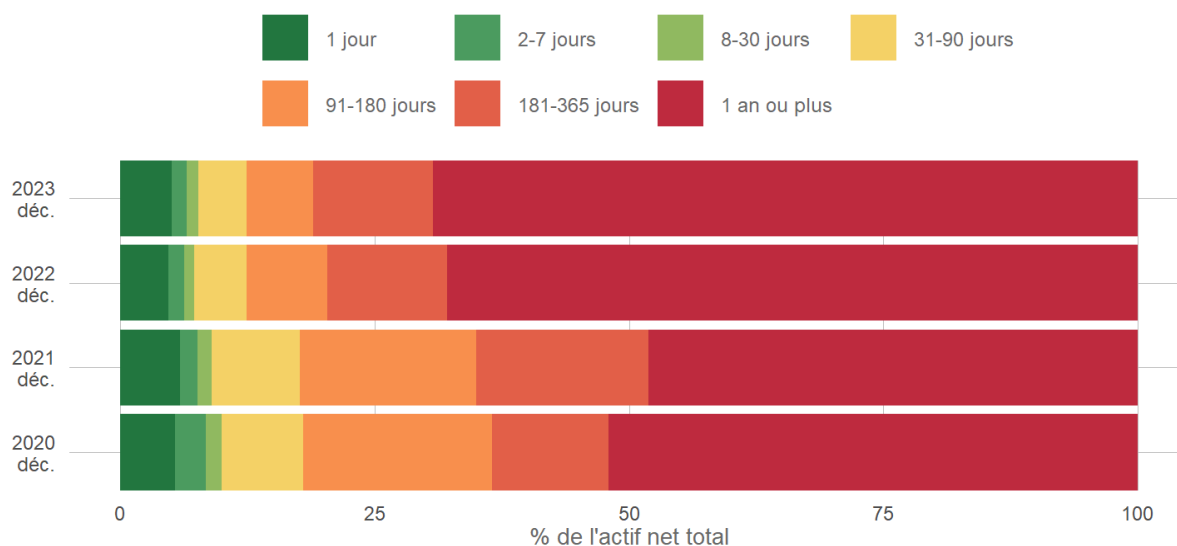


En date de décembre 2023.
Sources : sondage sur les fonds d'investissement de la CVMO et calculs du personnel des ACVM.

Les fonds d'investissement privés seraient devenus moins liquides au fil du temps.

Depuis 2020, la proportion des fonds d'investissement privés autonomes qui pourrait être vendue en moins d'un an a chuté, passant de 48 % en 2020 à 31 % en 2023 (voir la figure ci-dessous). Comme leurs portefeuilles ne sont pas liquides et que certains d'entre eux sont à capital fixe, les fonds d'investissement privés ne devraient pas être considérés comme convenant aux investisseurs qui souhaiteraient peut-être accéder rapidement à des liquidités.

Figure 20 – Liquidité des portefeuilles de fonds d’investissement privés autonomes



En date de décembre 2023.
Sources : sondage sur les fonds d’investissement de la CVMO et calculs du personnel des ACVM.

Les fonds d’investissement privés semblent ajuster leurs conditions de rachat à leur profil de liquidité. Les données du sondage sur les fonds d’investissement de la CVMO montrent que la proportion du total de l’actif net des fonds d’investissement privés autonomes qui peut faire l’objet d’un rachat dans un délai d’un an est passée de 74 % en 2020 à 64 % en 2023. Malgré les ajustements susmentionnés, les fonds d’investissement privés sont tout de même aux prises, globalement, avec des asymétries de liquidité, c’est-à-dire des situations où ils ne sont pas en mesure de vendre leurs titres en portefeuille assez rapidement pour satisfaire aux demandes de rachat des investisseurs.

Les augmentations soudaines des demandes de rachat pourraient inciter les fonds d’investissement privés et les entités assimilables à des fonds à suspendre leurs rachats afin de s’assurer que les investisseurs sont remboursés de façon ordonnée. La suspension des rachats est généralement une solution de dernier recours. En s’efforçant de mieux arrimer les conditions de rachat à la liquidité estimative des portefeuilles sous-jacents, les fonds d’investissement privés renforceraient leur capacité à répondre à la hausse des sorties de fonds des investisseurs suivant le processus de rachat normal.

Comme les fonds d’investissement privés investissent dans le capital-investissement, les créances privées, l’immobilier et les infrastructures, il est difficile de les évaluer de façon régulière. Par ailleurs, puisque les actifs de ces fonds ne sont pas liquides, les porteurs de parts qui demandent un rachat pourraient devoir patienter avant d’être remboursés. Malgré ces considérations relatives à la liquidité, les fonds d’investissement privés ont généralement très peu recours à l’effet de levier, ce qui limite leur exposition potentielle à des contreparties.

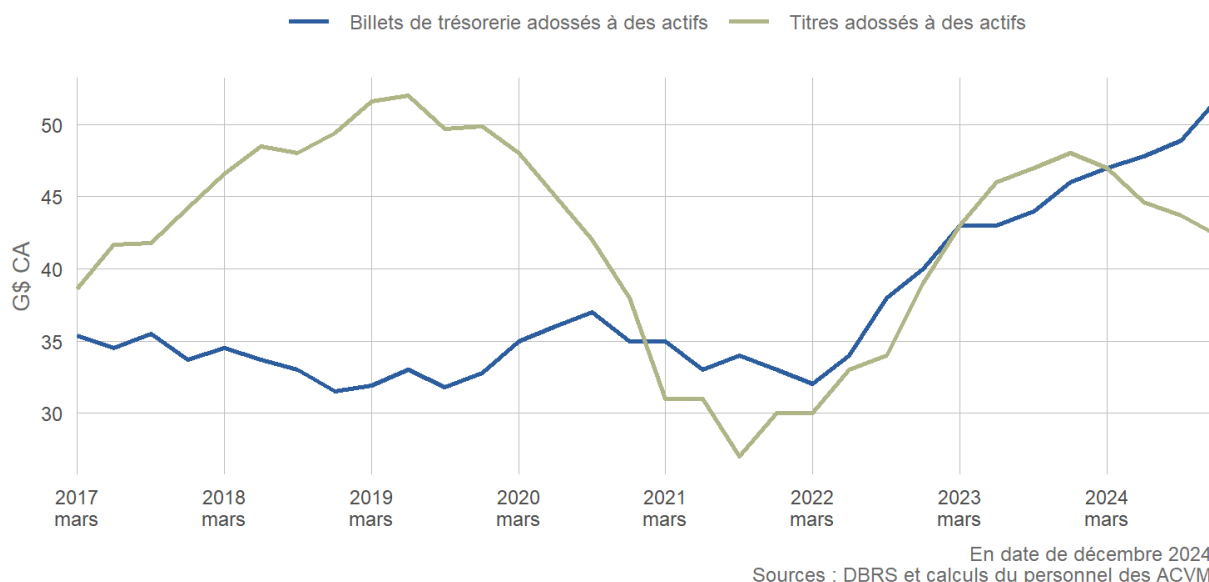
Titrisation

Le montant total des titres en circulation sur le marché canadien de la titrisation privée est demeuré relativement stable depuis le début de l'année. Des tendances quelque peu divergentes se dégagent des deux principales composantes de ce marché, à savoir les titres adossés à des actifs à échéance de plus d'un an et les billets de trésorerie adossés à des actifs. Concernant le marché des titres adossés à des actifs à échéance de plus d'un an, nous constatons une légère diminution du montant des titres en circulation depuis le début de l'année, tandis que pour celui des billets de trésorerie adossés à des actifs, la croissance s'est poursuivie et le montant total des titres en circulation était légèrement supérieur à 50 milliards de dollars en décembre 2024, contre un creux d'environ 35 milliards de dollars en 2022.

Le regain de popularité du marché des billets de trésorerie adossés à des actifs coïncide avec la disparition planifiée du marché canadien des acceptations bancaires. Bien que de nombreux facteurs sous-tendent cette croissance, il convient de noter que les participants au marché et les autorités considèrent le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs comme un substitut au marché des acceptations bancaires (voir la rubrique « Taux de référence » ci-dessus pour en savoir plus)⁴⁹.

⁴⁹ Forum canadien des titres à revenu fixe et Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires, *Le Réseau virtuel pour la transition du marché des acceptations bancaires publie un document explicatif sur le papier commercial adossé à des actifs*, 26 juin 2024, <https://www.banqueducanada.ca/2024/06/reseau-virtuel-transition-marche-acceptations-bancaires-publie-document-explicatif/>.

Figure 21 – Titres adossés à des actifs à échéance de plus d’un an et billets de trésorerie adossés à des actifs en circulation au Canada



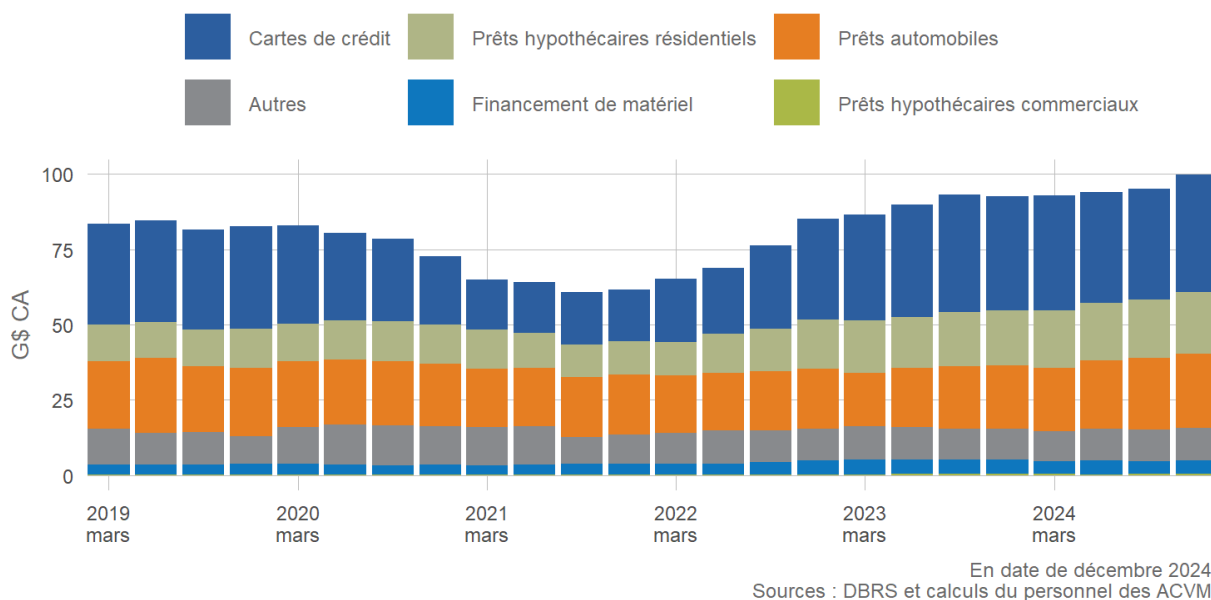
Le marché de la titrisation est toujours axé sur les cartes de crédit, les prêts hypothécaires et les prêts automobiles. Les cartes de crédit dominent la composition des actifs sous-jacents aux titres adossés à des actifs à échéance de plus d’un an, représentant environ 78 % du total de l’actif, suivies des prêts et du crédit-bail pour l’acquisition d’une automobile. Les deux principaux types d’actifs sous-jacents aux billets de trésorerie adossés à des actifs sont les prêts hypothécaires résidentiels et les prêts automobiles. Leur part respective du total de l’actif est demeurée stable au cours de l’année écoulée.

Malgré une conjoncture économique difficile, la qualité du crédit des actifs sous-jacents aux titres adossés à des actifs à échéance de plus d’un an et aux billets de trésorerie adossés à des actifs est demeurée relativement satisfaisante⁵⁰. Dans l’ensemble de l’économie canadienne, la proportion de prêts à la consommation en souffrance a quelque peu augmenté depuis 2022, notamment au titre des cartes de crédit et des prêts automobiles, mais elle reste relativement faible. Les taux de défaillance devraient se stabiliser à mesure que les taux d’intérêt continueront de revenir à des niveaux plus

⁵⁰ DBRS, *Canadian Securitization Market Overview*, novembre 2024.

modérés. Quant aux prêts hypothécaires résidentiels et aux marges de crédit hypothécaires en souffrance, ils sont demeurés peu élevés⁵¹.

Figure 22 – Titres adossés à des actifs à échéance de plus d’un an et billets de trésorerie adossés à des actifs en circulation au Canada, par actifs sous-jacents



Le marché de la titrisation privée présente des avantages importants, comme l’amélioration de l’accès au crédit pour les ménages. Les risques dans ce marché, que la crise financière de 2007-2008 a fait ressortir, ont trait notamment à sa complexité et à son manque de transparence. Dans l’ensemble, ces risques sont faibles et stables au Canada, et la taille globale du marché est relativement modeste en comparaison avec d’autres marchés de financement au pays. Depuis 2008, les ACVM ont apporté des modifications à la réglementation qui ont permis d’accroître la transparence du marché des billets de trésorerie adossés à des actifs et d’améliorer l’information fournie à leur égard. Ces modifications visaient également à interdire l’inclusion d’actifs non traditionnels, comme les dérivés de crédit, et à établir des seuils de notation minimaux pour se prévaloir de la dispense de prospectus pour les produits titrisés à court terme⁵².

⁵¹ Banque du Canada, *Indicateurs de vulnérabilités financières*, 7 janvier 2025, <https://www.banqueducanada.ca/taux/indicateurs/indicateurs-de-vulnerabilites-financieres/>.

⁵² *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus*, <https://lautorite.qc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/valeurs-mobilières/4-placement-de-valeurs-41-101-a-46-201/45-106-dispenses-de-prospectus>.