

La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : vers des marchés plus résilients

Michael Mueller et André Usche¹

- Les marchés des dérivés de gré à gré sont importants pour le système financier parce qu'ils facilitent le transfert et la gestion des risques. Toutefois, durant la crise financière de 2007-2009, ils ont propagé et amplifié les chocs. En réaction, les dirigeants des pays du G20 ont convenu d'effectuer des réformes de ces marchés, et les autorités canadiennes mettent en œuvre ces réformes en tenant dûment compte du marché canadien.
- La mise en œuvre des réformes donne lieu à des améliorations dans les pratiques de gestion des risques. Par exemple, la compensation centrale obligatoire pour les contrats normalisés et les exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement réduisent le risque de contrepartie et, par conséquent, le risque de contagion. En outre, la notification obligatoire des transactions a accru la transparence réglementaire.
- Malgré ces avantages, les réformes pourraient conduire à un accroissement de la concentration et de la fragmentation des marchés, et rendre plus coûteuse l'accès aux marchés des dérivés de gré à gré, surtout dans le cas des petits participants.
- Comme la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré est presque terminée, les autorités doivent impérativement évaluer les effets sur le fonctionnement des marchés et apporter d'autres améliorations, au besoin.

Introduction

Les *marchés des dérivés de gré à gré* sont une composante importante des systèmes financiers canadien et mondial, parce qu'ils contribuent à la gestion et au transfert efficaces des risques (les termes en italique sont définis au **Tableau 1**). Les marchés des dérivés de gré à gré facilitent l'accès au financement transfrontalier et permettent aux participants aux marchés de prendre des expositions et de les gérer. Par exemple, grâce aux contrats de dérivés de gré à gré, les institutions du côté acheteur, comme les caisses de retraite, peuvent accroître le rendement de leurs investissements.

¹ Nous aimerions remercier la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et, plus particulièrement, Shaun Olson et Yani Wu, qui ont rassemblé et nous ont communiqué les données agrégées des référentiels centraux sur les dérivés de gré à gré. Nous remercions également James Pinnington, qui a contribué aux recherches et aidé à produire les graphiques présentés dans l'article.

Tableau 1 : Terminologie des dérivés

Terme	Définition
Dérivé de gré à gré	Dérivé qui n'est pas échangé en bourse, mais négocié directement entre les contreparties. Les transactions sur dérivés de gré à gré sont souvent exécutées par les courtiers qui tiennent les marchés de ces instruments. Au Canada, les six grandes banques sont d'importants courtiers en dérivés, et les cinq plus grandes sont également inscrites à titre de courtiers en swaps aux États-Unis. Le terme <i>swap</i> est souvent utilisé comme synonyme de dérivé de gré à gré.
Contrepartie centrale	Chambre de compensation qui s'interpose entre les participants à la compensation. La contrepartie centrale devient la contrepartie à chaque transaction entre les participants à la compensation, et gère ainsi le risque de contrepartie.
Dérivé de taux d'intérêt	Dérivé dont les flux de paiement sont liés aux niveaux des taux d'intérêt. Le <i>swap de taux d'intérêt</i> , dans sa forme la plus simple, prévoit l'échange de paiements à taux d'intérêt fixe contre des paiements à taux d'intérêt variable. Les dérivés de taux d'intérêt servent à gérer la durée et à couvrir le risque de taux d'intérêt.
Dérivé de change	Dérivé dont les paiements sont liés aux cours des changes entre différentes monnaies. Le <i>contrat de change à terme</i> est une entente qui porte sur l'échange dans le futur d'une monnaie contre une autre monnaie à un cours stipulé d'avance. Le <i>swap de change</i> est un échange de monnaies à une date donnée, suivi d'un échange en sens inverse à une date ultérieure, à des cours là encore stipulés d'avance. Il s'agit d'un instrument utilisé couramment par les entreprises dési- rant obtenir du financement en monnaies étrangères.
Montant notionnel	<i>Valeur nominale</i> d'un contrat de dérivé. Le montant notionnel n'est généralement pas échangé, mais sert à calculer les paiements dus par les contreparties.
Référentiel central de données	Infrastructure de collecte, de conservation et de communication des enregistrements relatifs aux transactions sur dérivés de gré à gré.

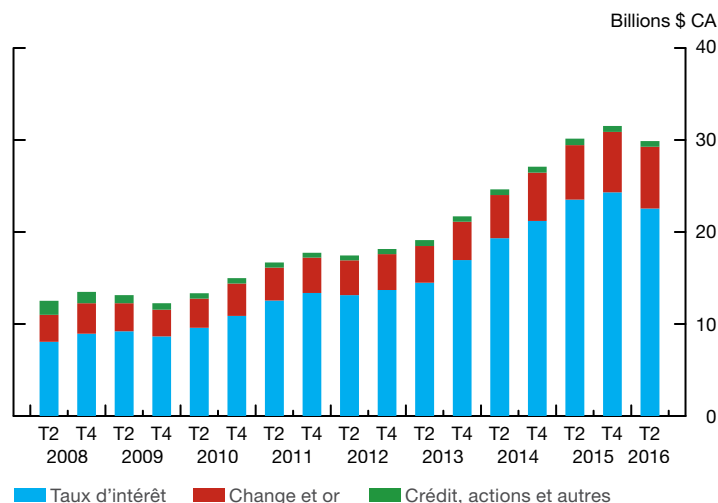
Au Canada, les marchés des *dérivés de taux d'intérêt* et des *dérivés de change* de gré à gré ont une importance systémique en raison de leur taille et de leur centralité ainsi que des expositions aux risques qu'ils créent et qu'ils aident à gérer pour les participants aux marchés (Chande, Labelle et Tuer, 2010). Depuis 2008, la taille totale du marché canadien des dérivés de gré à gré a plus que doublé, essentiellement sous l'effet de la croissance des dérivés de taux d'intérêt. Mesuré par l'encours des *montants notionnels*, le marché des dérivés de taux d'intérêt, qui s'élève à environ 23 billions de dollars, est le segment le plus important, suivi par le marché des dérivés de change, qui avoisinait 7 billions de dollars au deuxième trimestre de 2016 (Graphique 1). Les dérivés de crédit et d'actions ainsi que d'autres dérivés constituent un segment beaucoup plus petit. Les dérivés de taux d'intérêt de gré à gré les plus utilisés sont les swaps de taux d'intérêt, tandis que les dérivés de change de gré à gré les plus courants sont les contrats de change à terme ainsi que les swaps de change (Graphique 2 et Graphique 3)^{2,3}. Une perturbation de l'un de ces marchés pourrait se répercuter sur le système financier et sur l'ensemble de l'économie en entravant l'accès au financement et la couverture des risques par les institutions financières. Dans des cas extrêmes, elle pourrait déclencher la défaillance de contreparties.

2 Certains graphiques figurant dans le présent rapport ont été établis à l'aide des données des référentiels centraux fournies en application des règles de déclaration de l'Ontario. Ces données rendent compte d'une grande partie du marché canadien et comprennent les transactions compensées centralement et les transactions bilatérales. Le Graphique 2 et le Graphique 3 excluent les transactions surdéclarées où la chambre de compensation est la contrepartie non déclarante. Une double comptabilisation peut se produire lorsque les transactions compensées entre des contreparties de l'Ontario ont été transformées en deux nouvelles transactions par un processus de novation.

3 Le Graphique 3 ne fait pas la distinction entre les swaps de change et les contrats de change à terme, parce que les branches du swap peuvent être déclarées comme deux contrats à terme.

Graphique 1 : Les dérivés de taux d'intérêt et de change forment la plus grande composante des marchés canadiens des dérivés de gré à gré

Valeur notionnelle des dérivés de gré à gré détenus par les banques canadiennes, par catégorie d'actifs sous-jacents, données semestrielles

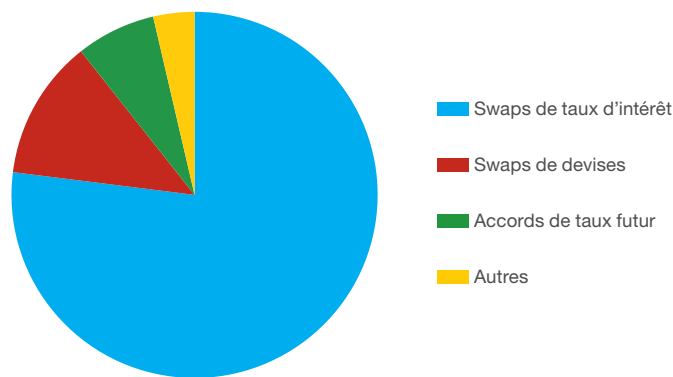


Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes

Dernière observation : 2016T2

Graphique 2 : Les swaps de taux d'intérêt sont les dérivés de taux d'intérêt les plus courants

Encours notionnel des dérivés de taux d'intérêt, par type de dérivé



Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

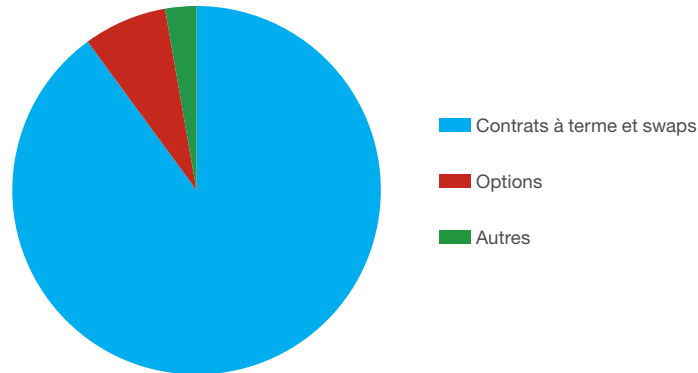
Dernière observation : 2016T2

Le marché canadien des dérivés de gré à gré est interconnecté à l'échelle mondiale. Le Graphique 4 montre l'emplacement des contreparties aux transactions sur dérivés de gré à gré déclarées au Canada : les entités canadiennes négocient intensivement avec des contreparties situées aux États-Unis et dans l'Union européenne, surtout au Royaume-Uni, en Allemagne et en France.

Les marchés des dérivés de gré à gré peuvent transmettre les chocs au système financier et les amplifier, comme cela s'est produit durant la crise financière mondiale de 2007-2009. Lorsque le nombre de cas de défaut de paiement sur prêt hypothécaire a commencé à augmenter aux États-Unis en 2008, les institutions financières du monde entier ont commencé à essayer des pertes en raison de leurs expositions aux dérivés dont les actifs de

Graphique 3 : Les contrats à terme et les swaps sont les dérivés de change les plus utilisés

Encours notionnel des dérivés de change, par type de dérivé

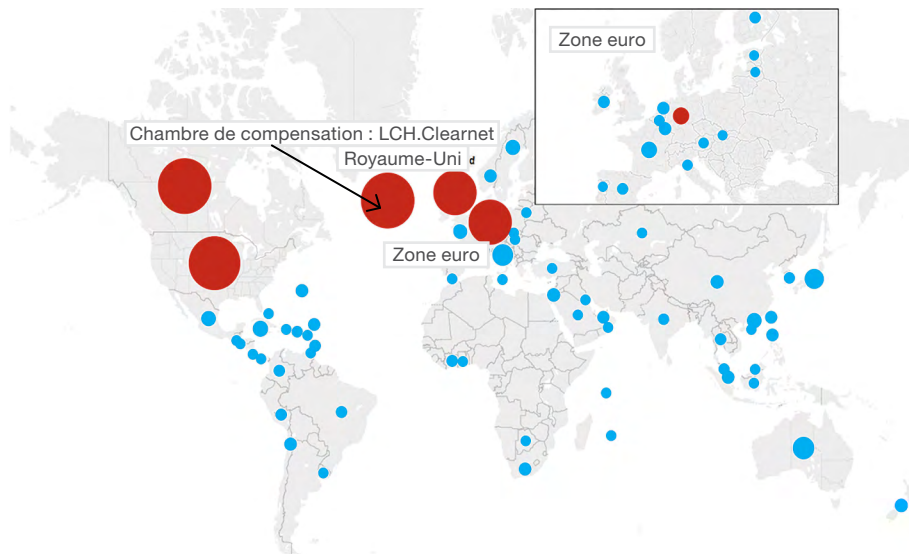


Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Dernière observation : 2016T2

Graphique 4 : Transactions des institutions canadiennes dans le marché mondial des dérivés de gré à gré

Encours notionnel, par emplacement des contreparties des entités canadiennes



Nota : Le présent graphique est établi d'après les données sur les positions ouvertes dans les catégories d'actifs des contrats de taux d'intérêt, de change, d'actions et de crédit au 30 juin 2016. Le terme « entités canadiennes » désigne les entités dont le siège social est situé au Canada. Les cercles représentent les montants notionnels agrégés; les notionnels excédant un milliard de dollars figurent en rouge.

Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Dernière observation : 30 juin 2016

référence étaient des prêts hypothécaires titrisés⁴. Ces pertes, conjuguées à l'incertitude généralisée entourant l'ampleur des expositions des institutions aux dérivés, ont soulevé des préoccupations quant à la capacité des contreparties à respecter leurs autres obligations. Cette incertitude s'est traduite par une réticence à fournir du financement et, au cours de l'année 2008, a contribué à la faillite (ou à la quasi-faillite) de Bear Stearns, de Lehman Brothers et d'American International Group (AIG). De plus, en raison

⁴ Ces dérivés comprennent les swaps sur défaillance, qui n'étaient souvent pas garantis.

de la nature opaque des marchés des dérivés de gré à gré, les organismes de réglementation ne disposaient pas de renseignements suffisants pour réagir aux circonstances qui avaient précipité la crise (Duffie, 2011).

Lors du Sommet tenu à Pittsburgh en septembre 2009, les dirigeants des pays du G20 ont réagi en s'engageant à réformer les marchés des dérivés de gré à gré. Le programme de réforme avait trois objectifs fondamentaux : améliorer la transparence des marchés des dérivés de gré à gré, atténuer le risque systémique et assurer une protection contre les abus de marché (G20, 2009). Afin d'atteindre ces objectifs, le G20 a entrepris de renforcer l'infrastructure des marchés des dérivés de gré à gré, y compris les référentiels centraux de données sur les transactions, les contreparties centrales et les plateformes de négociation. Le G20 a également préconisé des exigences de fonds propres plus élevées pour les dérivés de gré à gré non compensés centralement et demandé, en 2011, que ces transactions soient garanties par des marges.

Le présent rapport s'inscrit dans le prolongement des travaux réalisés par Wilkins et Woodman (2010) et par le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010). Il donne un aperçu des objectifs des réformes du G20 et de la mise en œuvre de ces réformes au Canada, et passe en revue leurs effets sur les marchés des dérivés de gré à gré.

Mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré au Canada

Jusqu'à maintenant, aucun pays n'a entièrement mis en œuvre l'ensemble des mesures prescrites par les réformes. Au Canada, la mise en place de la plupart des domaines des réformes progresse au même rythme que dans les pays où sont situés les plus grands marchés des dérivés de gré à gré⁵.

Les autorités provinciales et fédérales collaborent étroitement à la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré au Canada, car celles-ci touchent de nombreuses parties du système financier⁶. L'approche adoptée par les organismes de réglementation tient compte de la petite taille du marché canadien par rapport au marché mondial, de ses caractéristiques de liquidité, de l'importance des dérivés de taux d'intérêt et de change, et du recours aux transactions transfrontalières par les participants aux marchés. Compte tenu de ces caractéristiques du marché, les autorités canadiennes ont décidé de permettre l'utilisation de l'infrastructure mondiale existante pour la compensation centrale et la notification des transactions, car elles jugent qu'il serait plus efficace et moins coûteux d'utiliser cette infrastructure que de bâtir une infrastructure nationale. Par contre, le recours à des entités étrangères entraîne certaines difficultés. Ainsi, pour être efficace, la surveillance transnationale des infrastructures mondiales exige une collaboration étroite entre les pays (Chande et autres, 2012).

Le Tableau 2 résume les objectifs du programme de réformes du G20 et présente les progrès accomplis par le Canada dans chaque domaine. Conformément aux normes internationales et aux approches adoptées par

⁵ Les progrès accomplis dans les divers domaines visés par les engagements varient d'un pays à l'autre; pour en savoir davantage, voir le dernier rapport d'étape du Conseil de stabilité financière (Conseil de stabilité financière, 2016).

⁶ Les autorités canadiennes coordonnent la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré dans le cadre du groupe de travail interorganisationnel sur les produits dérivés de gré à gré du Canada, lequel est présidé par la Banque du Canada. Les autorités représentées au sein du groupe de travail comprennent le Bureau du surintendant des institutions financières, le ministère des Finances du Canada, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, l'Autorité des marchés financiers du Québec, la British Columbia Securities Commission et l'Alberta Securities Commission.

Tableau 2 : Progrès accomplis par le Canada dans la mise en œuvre des réformes du G20

	Objectifs des réformes	Mise en œuvre par le Canada	État
Notification des transactions	<ol style="list-style-type: none"> Permettre aux autorités de réglementation : <ul style="list-style-type: none"> de surveiller l'accumulation des risques; d'intervenir pour atténuer ces risques; d'appliquer la réglementation en matière de conduite sur les marchés. Accroître la transparence des marchés des dérivés de gré à gré à l'endroit des autorités, des participants aux marchés et du public. 	<ul style="list-style-type: none"> Toutes les transactions sur dérivés de gré à gré (à l'exception de certains dérivés sur produits de base) doivent être notifiées à un référentiel central de données reconnu^a. Trois référentiels centraux de données domiciliés aux États-Unis sont actuellement autorisés par les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières à recevoir les données canadiennes^b. À compter du début de 2017, certaines données sur les transactions (y compris le prix et la taille) seront rendues publiques dans les deux jours suivant la transaction. 	TERMINÉ
Fonds propres	<ol style="list-style-type: none"> Accroître les volants de fonds propres des banques en fonction des expositions aux dérivés. Créer des incitations à la compensation centrale. 	<ul style="list-style-type: none"> Les règles de fonds propres de Bâle III, qui imposent aux banques des exigences de fonds propres plus élevées pour les expositions aux dérivés de gré à gré, sont en place depuis 2014. Les transactions bilatérales requièrent plus de fonds propres que les transactions compensées centralement, et sont donc plus coûteuses. 	TERMINÉ
Compensation centrale	<ol style="list-style-type: none"> Réduire le risque de contrepartie en soumettant les contrats normalisés au processus de gestion des risques d'une contrepartie centrale, y compris la compensation, la mutualisation des risques, les exigences de marge et les procédures habituelles de gestion des défaillances. Réduire la complexité des marchés. Accroître la transparence des marchés des dérivés de gré à gré. 	<ul style="list-style-type: none"> Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) s'attend à ce que les institutions financières fédérales compensent centralement les instruments dérivés normalisés négociés de gré à gré, quand il est possible de le faire^c. Les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières seront soumis à une obligation de compensation, qui entrera en vigueur en 2017, à l'égard de certains dérivés de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens, en dollars américains, en livres sterling et en euros. L'obligation est censée s'appliquer aux grands participants aux marchés des dérivés, qui contribuent le plus au risque systémique. Huit contreparties centrales sont actuellement autorisées par les organismes provinciaux de réglementation à offrir des services de compensation au Canada. La plus importante, le service SwapClear de LCH.Clearnet Limited, a été désignée par la Banque du Canada comme étant d'importance systémique et fait donc l'objet d'une surveillance réglementaire continue. 	PRESQUE TERMINÉ
Marges	<ol style="list-style-type: none"> Réduire le risque de contrepartie au moyen de l'échange de sûretés pour les transactions non compensées. Créer des incitations à la normalisation et à la compensation centrale. 	<ul style="list-style-type: none"> Le BSIF impose l'échange obligatoire de sûretés pour les transactions non compensées centralement^d. Cette exigence est entrée en vigueur le 1^{er} septembre 2016 et prend effet progressivement, conformément à l'échéancier convenu à l'échelle internationale. En 2017, les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières mettront en place des règles comparables s'appliquant aux entités qui ne sont pas sous réglementation fédérale. 	PRESQUE TERMINÉ
Négociation sur des plateformes	<ol style="list-style-type: none"> Accroître la transparence en amont des transactions. Améliorer la surveillance réglementaire en faisant en sorte que les contrats soient négociés sur des plateformes réglementées. 	<ul style="list-style-type: none"> Les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières ont publié un document de consultation décrivant comment l'obligation de négociation sur une plateforme pourrait être mise en œuvre. Il reste encore à déterminer si le marché canadien relativement petit des dérivés de gré à gré se prête à l'obligation de négociation sur une plateforme. 	À L'ÉTUDE

a. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Autorité des marchés financiers du Québec et Commission des valeurs mobilières du Manitoba, Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés; Multilateral Instrument 96101, Trade Repositories and Derivatives Data Reporting; Ligne directrice B-7 du BSIF : Saine gestion des instruments dérivés

b. DTCC Data Repository (U.S.) LLC (« DDR »), ICE Trade Vault, LLC et Chicago Mercantile Exchange Inc.

c. Ligne directrice B-7 du BSIF : Saine gestion des instruments dérivés

d. Ligne directrice E-22 du BSIF : Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement

d'autres pays, les dérivés de change ne sont généralement pas soumis aux exigences de compensation et de marge, malgré la taille de ces marchés et leur importance mondiale. Cette exclusion s'explique entre autres par le fait que les paiements liés aux transactions sur dérivés de change s'accompagnent d'un risque de règlement élevé qui ne peut être encore totalement géré par une *contrepartie centrale*. Néanmoins, bon nombre de ces transactions sont actuellement réglées par l'entremise de la CLS Bank, ce qui atténue le risque de règlement⁷.

Effets des réformes à ce jour

Les réformes du G20 ont été conçues pour améliorer la résilience des marchés des dérivés de gré à gré; elles font également grimper les coûts du transfert des risques et des autres services financiers (Banque des Règlements Internationaux, 2013). Dans la présente section, nous analysons les avantages que les réformes sont censées avoir pour le système financier et cernons les effets des changements réglementaires observés jusqu'à maintenant. Bon nombre de ces changements ont pris effet récemment, et les participants aux marchés ne se sont pas tous complètement adaptés aux nouvelles exigences. Il faudra donc plus de temps pour évaluer la pleine incidence des changements sur les marchés.

Notification des transactions aux référentiels centraux et évaluation des risques

La notification des transactions aux *référentiels centraux de données* permet aux autorités du secteur public de surveiller les vulnérabilités dans les marchés des dérivés de gré à gré et la conduite sur ces marchés, et, au besoin, de prendre des mesures préventives en rajustant les politiques, par exemple en modifiant la portée de la réglementation des dérivés. Bien que l'analyse des données des référentiels centraux soit encore embryonnaire, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières s'en servent déjà pour mieux comprendre les marchés des dérivés de gré à gré. Les décideurs se sont fondés sur l'analyse des données des référentiels centraux pour déterminer quels produits et quels participants aux marchés seraient visés par l'obligation de compensation centrale et les exigences de marge, et établir la façon de diffuser publiquement l'information sans divulguer l'identité des participants. D'autres évaluations initiales portent sur la taille et la concentration de divers segments du marché des dérivés de gré à gré, la proportion de transactions conclues avec des contreparties étrangères et l'interconnexion entre les participants aux marchés. L'**Encadré 1** décrit plus en détail les utilisations possibles des données des référentiels centraux pour évaluer les risques systémiques.

Toutefois, de nombreuses difficultés doivent encore être aplanies avant que la notification des transactions n'atteigne son plein potentiel. Les dérivés de gré à gré sont négociés à l'échelle internationale et, pour bien comprendre les marchés, il faut adopter une perspective mondiale. Comme plus de trente référentiels centraux de données reçoivent actuellement des notifications dans divers pays, les données doivent être communiquées et agrégées au moyen des référentiels centraux, que ce soit par des autorités

⁷ La CLS Bank est un système de paiement qui prend en charge à l'échelle mondiale le règlement d'opérations de change dans de nombreuses monnaies, y compris le dollar canadien. La CLS Bank est supervisée par la Réserve fédérale des États-Unis et placée sous la surveillance d'un comité regroupant les banques centrales, parmi lesquelles la Banque du Canada, dont les monnaies sont intégrées au système CLS.

Encadré 1

Le recours aux données des référentiels centraux pour surveiller les risques systémiques

Les référentiels centraux recueillent des données détaillées relatives aux transactions sur les dérivés auprès des participants aux marchés. Ils peuvent ainsi fournir une mine de renseignements sur l'utilisation des contrats de dérivés de gré à gré et sur la structure de ces marchés. Les renseignements recueillis peuvent aider les autorités à comprendre comment ces marchés sont susceptibles de générer, d'amplifier et de propager des chocs financiers, de manière à engendrer potentiellement des risques systémiques. Lorsque la Banque du Canada aura obtenu l'accès aux données des référentiels centraux, elle pourra également s'en servir aux fins de l'évaluation des vulnérabilités et des risques qu'elle présente dans la *Revue du système financier*.

Le **Tableau 1-A** décrit le genre de caractéristiques que les autorités peuvent examiner à l'aide des données des référentiels centraux afin de surveiller et de gérer les risques systémiques dans les marchés des dérivés de gré à gré. Deux exemples de l'utilisation particulière de ces données dans l'analyse des risques systémiques sont expliqués ci-dessous.

Concentration des expositions

Les expositions concentrées des institutions canadiennes aux entités nationales et étrangères sont une source potentielle de risque systémique. Le calcul des expositions devrait comprendre la valeur de la sûreté échangée entre les contreparties, laquelle n'est pas visée actuellement par l'obligation de notification à un référentiel central de données. Il est cependant possible de déterminer la taille relative des activités et les positions des participants aux marchés. Lorsqu'il est combiné à l'analyse du rôle que jouent diverses institutions canadiennes dans certains segments de marché, ce type d'analyse permet aux autorités de comprendre comment la concentration pourrait influencer sur la transmission des chocs au sein du système financier.

La concentration varie grandement d'une catégorie d'actifs à l'autre : dans celle des dérivés de taux d'intérêt, ce sont les accords de taux futur et les swaps de taux d'intérêt qui affichent les concentrations les plus élevées. Par exemple, quatre contreparties occupent plus des trois quarts du marché des accords de taux futur. Par contre, le marché des dérivés de change est généralement moins concentré que celui des dérivés de taux d'intérêt. Enfin, les six grandes banques figurent systématiquement parmi les plus grandes contreparties tant dans la catégorie des dérivés de taux d'intérêt que dans celle des dérivés de change.

Interrelations entre les institutions financières canadiennes

Bien que les liens entre les banques d'importance systémique nationale (les six grandes banques) soient relativement bien compris, nous ne disposons que de peu de données pour nous aider à comprendre les interrelations entre les six grandes banques et les autres institutions nationales, dont les caisses de retraite, les compagnies d'assurance-vie et les banques de taille plus modeste, ainsi que les institutions financières étrangères¹. Les données des référentiels centraux devraient aider les autorités à schématiser la manière dont les chocs pourraient se transmettre au système financier canadien ou à l'intérieur du système, et à déterminer quelles entités peuvent être considérées comme des points névralgiques dans la transmission des chocs. Par exemple, le **Graphique 1-A** indique que les caisses de retraite canadiennes effectuent des transactions surtout avec des banques étrangères². Les données des référentiels centraux peuvent faire ressortir la mesure dans laquelle les

1 Les données sur certains utilisateurs finaux des dérivés, comme les entreprises qui contractent fréquemment des emprunts, sont également limitées.

2 Le Graphique 1-A comprend les catégories d'actifs que sont les taux d'intérêt, les produits de change, les actions et le crédit. Lorsqu'une transaction est compensée, les contreparties d'origine de la caisse de retraite nationale sont inconnues.

Tableau 1-A : Caractéristiques des marchés utiles pour la surveillance des risques systémiques

Caractéristique	Description	Utilité pour la surveillance des risques systémiques
Taille	<ul style="list-style-type: none"> taille des positions et des expositions des institutions financières 	<ul style="list-style-type: none"> aide à évaluer la gravité possible des vulnérabilités
Concentration	<ul style="list-style-type: none"> importance relative d'institutions financières considérées individuellement ou de groupes d'institutions financières dans un segment de marché 	<ul style="list-style-type: none"> permet de repérer la constitution d'importants volumes ou positions et d'expositions communes au sein de populations définies
Interconnexion	<ul style="list-style-type: none"> nature, échelle et portée des obligations qui naissent entre les institutions et au sein des institutions 	<ul style="list-style-type: none"> décrit le réseau de relations entre les participants dans un segment du marché des dérivés de gré à gré et entre divers segments
Structure des marchés	<ul style="list-style-type: none"> analyse de l'octroi de liquidités et du prix du risque de contrepartie, et surveillance du bon fonctionnement de l'infrastructure de négociation et de post-négociation 	<ul style="list-style-type: none"> détermine la mesure dans laquelle le risque est efficacement transféré et géré dans le marché

Encadré 1 (suite)

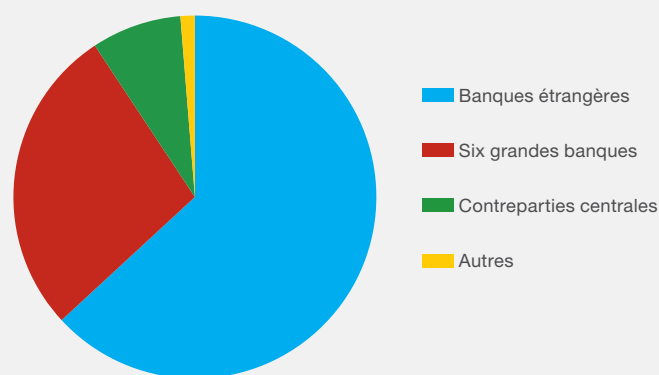
banques et les caisses de retraite canadiennes sont exposées à une banque étrangère en particulier.

Les analyses de ce genre peuvent aussi être réalisées par catégorie d'actifs. Le **Graphique 1-B** montre que les transactions sur dérivés de crédit entre les caisses de retraite et les banques étrangères ont augmenté au Canada, en valeur relative³. Ces transactions représentent maintenant la plus grande part du marché des dérivés de crédit, et une

proportion importante des dérivés de crédit sont négociés sans la participation des banques canadiennes. En revanche, les transactions sur dérivés de taux d'intérêt et les dérivés de change font généralement intervenir l'une des six grandes banques.

Graphique 1-A : Les caisses de retraite canadiennes négocient beaucoup avec des banques étrangères

Contreparties des caisses de retraite nationales selon la part des expositions notionnelles



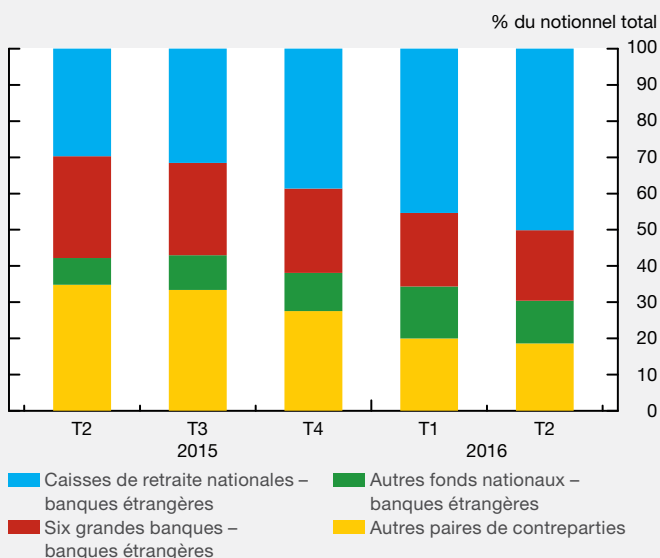
Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Dernière observation : 2016T2

3 Elles se sont également accrues en valeur absolue.

Graphique 1-B : Transactions sur dérivés de crédit, par contrepartie

Part de l'encours des dérivés de crédit, par paire de contreparties et montant notionnel



Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Dernière observation : 2016T2

individuelles ou un mécanisme d'agrégation commun international⁸, ce qui n'est pas encore chose faite⁹. Des obstacles juridiques empêchent souvent les autorités d'accéder aux données des référentiels centraux tant à l'étranger qu'à l'intérieur de leurs propres frontières¹⁰. Dans certains pays, la loi empêche aussi les participants aux marchés de déclarer tous les renseignements concernant leurs transactions, y compris les identifiants des contreparties.

En outre, de nombreuses difficultés techniques compliquent l'utilisation des données contenues dans les référentiels centraux individuels et l'agrégation des données des différents référentiels centraux. Les règles, les définitions des champs de données et les normes de déclaration peuvent varier d'un pays à l'autre, voire d'un référentiel central à l'autre dans un même pays. De plus, les données déclarées sont parfois incomplètes, incohérentes ou

8 Pour en savoir davantage sur la mise en commun et l'évaluation des données des référentiels centraux de multiples pays, voir Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Organisation internationale des commissions de valeurs (2013) et Conseil de stabilité financière (2014).

9 Les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières sont en mesure d'agrèger les données déclarées, selon leurs règles respectives, aux trois référentiels centraux reconnus.

10 Le Congrès américain a supprimé le principal obstacle qui, dans la législation des États-Unis, empêchait les autorités étrangères d'avoir accès aux données des référentiels centraux. Lorsque la Commodities Futures and Trading Commission des États-Unis aura intégré les modifications dans ses règles, les autorités canadiennes auront peut-être accès aux données canadiennes qui sont déclarées aux référentiels centraux autorisés aux États-Unis.

inexactes. Pour ces raisons, il s'avère difficile de suivre les transactions au cours de leur cycle de vie, de détecter et de supprimer les notifications en double et de dissimuler l'identité des parties de manière à respecter les normes de confidentialité. De plus, d'importantes lacunes persistent dans les données. Par exemple, la plupart des pays n'exigent pas la déclaration des renseignements nécessaires au calcul des expositions, en particulier les actifs affectés en garantie et les ensembles de compensation. Les autorités de réglementation à l'échelle mondiale s'emploient à éliminer les obstacles juridiques et techniques de manière à ce que la totalité des données des référentiels centraux puisse servir à évaluer les risques et les vulnérabilités¹¹. Les principales initiatives visant à faciliter une agrégation efficace des données comprennent l'établissement de normes qui contribueront à améliorer la qualité des données et l'harmonisation des exigences de déclaration entre les pays. Toutefois, même dans le meilleur des cas, il faudra vraisemblablement beaucoup de temps et des efforts concertés de la part des autorités, des participants aux marchés et des fournisseurs d'infrastructure pour régler complètement toutes les questions en suspens.

Dans le but d'accroître la transparence dans les marchés des dérivés de gré à gré, il faudra aussi rendre accessibles au public les renseignements sur les dérivés négociés, malgré l'absence de consensus international sur le degré de transparence publique qui conviendrait. À compter de janvier 2017, la publication de renseignements détaillés sur les prix et les quantités concernant chaque transaction accroîtra la transparence post-négociation au Canada.

Gestion du risque de contrepartie

Les réformes des marchés des dérivés de gré à gré améliorent la gestion du risque de contrepartie. Cette gestion améliorée du risque non seulement accroît la résilience des marchés, mais aide également à atténuer les inquiétudes concernant les institutions trop importantes pour faire faillite, en réduisant l'incidence de la défaillance d'un grand participant aux marchés sur les autres participants. Ensemble, les réformes touchant la compensation, les fonds propres et les marges incitent les grandes entités financières à compenser le plus grand nombre possible de leurs transactions sur dérivés de gré à gré. Le passage aux transactions compensées centralement favorise la stabilité du système financier. La compensation centrale soumet les transactions aux cadres de gestion des risques des contreparties centrales, simplifie le réseau d'expositions, réduit les expositions au moyen de la compensation, mutualise le risque de défaillance et procure un mécanisme efficace de gestion des défauts de paiement des participants aux marchés (Chande, Labelle et Tuer, 2010)¹².

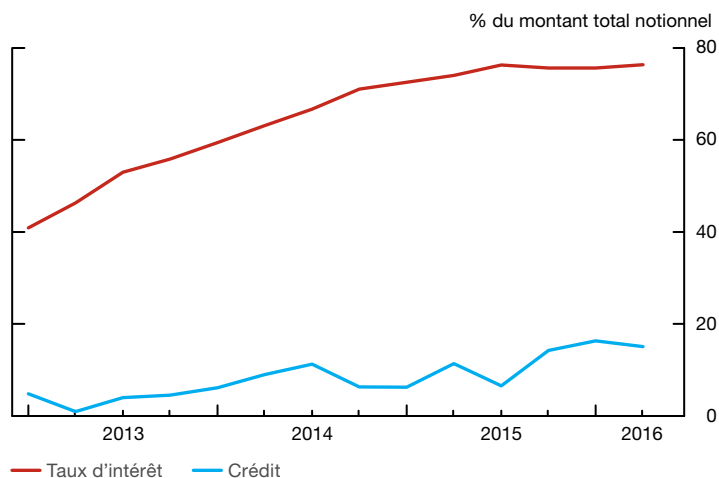
Ces trois dernières années, les banques canadiennes ont compensé une part de plus en plus grande de leurs transactions sur dérivés de gré à gré, et plus particulièrement celles portant sur des dérivés de taux d'intérêt (Graphique 5), qui forment le segment le plus important des marchés des dérivés de gré à gré. Environ 80 % de ces contrats (mesurés par l'encours notionnel) sont désormais compensés. Au deuxième trimestre de 2016, au

¹¹ Pour en savoir davantage sur la portée des exigences de notification dans les divers pays, les obstacles juridiques et les autres difficultés entourant la notification des transactions, voir Conseil de stabilité financière (2015).

¹² Pirrong (2014) souligne que la réforme des marchés des dérivés de gré à gré ne doit pas être évaluée de manière isolée, et que les tentatives faites pour rendre ces marchés plus sûrs peuvent avoir pour effet de simplement redistribuer les risques ailleurs dans le système financier.

Graphique 5 : Proportion de dérivés de taux d'intérêt et de crédit compensés détenus par les banques canadiennes

Proportion de dérivés de gré à gré compensés détenus par certaines banques canadiennes, par actif sous-jacent; données trimestrielles



Nota : La compensation des dérivés de gré à gré de change et d'or est négligeable.

Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes

Dernière observation : 2016T2

Canada, quelque 15 % des dérivés de crédit étaient compensés, tandis que la compensation était négligeable dans les autres catégories d'actifs moins normalisés ou moins liquides. Les petits participants aux marchés et ceux qui ne sont pas assujettis aux exigences de fonds propres de Bâle III sont moins incités à utiliser la compensation centrale, mais ils peuvent choisir de le faire pour profiter de la diminution des risques qu'apporte la compensation.

Dans le cadre du nouveau régime réglementaire du Canada, toutes les entités financières à l'exception des plus petites devront fournir des sûretés pour garantir les transactions qui ne sont pas compensées centralement. Dans le cas de ces transactions bilatérales, l'échange de sûretés réduit le risque de contrepartie : la contrepartie survivante peut utiliser la sûreté fournie pour couvrir les pertes subies lors du remplacement d'une transaction en cas de défaut. La protection des contreparties survivantes contre les pertes réduit la possibilité que les tensions causées par une défaillance se répandent. En outre, comme les marges déposées sont plus grandes pour les transactions bilatérales que pour les transactions compensées similaires, les exigences de marge applicables aux transactions bilatérales incitent davantage les participants aux marchés à soumettre leurs transactions sur dérivés de gré à gré à la compensation centrale.

Le recours accru à la compensation centrale se traduit par la concentration des risques dans quelques infrastructures de marché mondiales, comme les autorités l'avaient prévu en concevant le nouveau régime réglementaire. Le Conseil de stabilité financière et les organismes de normalisation internationaux coordonnent les travaux communs portant sur la concentration des risques dans les contreparties centrales. Les travaux portent principalement sur les mesures qui favorisent la résilience des contreparties centrales face aux défauts des membres compensateurs (notamment les exigences de marge, les fonds de défaillance et les sources de liquidités), les plans de redressement et la résolubilité ainsi que la compréhension des

interdépendances entre les contreparties centrales et leurs participants¹³. La Banque du Canada contribue à ces travaux et participe également au collège de surveillance et au groupe de gestion de crise qui supervisent LCH.Clearnet (LCH), dont le service SwapClear a été désigné comme étant d'importance systémique par la Banque. Le collège de surveillance de LCH est dirigé par la Banque d'Angleterre, qui aurait la responsabilité de surveiller la mise en œuvre du plan de redressement de LCH et, si cela s'avérait nécessaire, de prendre des mesures en vue de la résolution de SwapClear. De plus, des dispositions appropriées seraient établies pour faciliter l'échange de renseignements et la coordination entre les autorités en cas de résolution.

L'application de marges aux transactions sur dérivés de gré à gré compensées et bilatérales atténue généralement le risque de contagion et diminue le risque systémique. Cependant, en périodes de tensions, les exigences de marge peuvent aussi être source de procyclicité, où une fréquence accrue des appels de marge, conjuguée à la baisse de valeur des sûretés, exacerbe les tensions sur les marchés et peut causer en définitive des problèmes de financement pour les participants. Un des moyens permettant de réduire en partie la procyclicité consiste à appliquer la méthode de calcul des marges en fonction du cycle intégral, de sorte que les marges se situent à un niveau suffisamment élevé en temps normal pour qu'il ne soit pas nécessaire de les relever davantage dans les épisodes de tensions¹⁴. Les règles fixant les exigences de marge pour les transactions compensées centralement et les transactions bilatérales exigent que le degré de procyclicité soit réduit au minimum.

Structure des marchés des dérivés de gré à gré

Les réformes des marchés des dérivés de gré à gré entraînent des changements notables dans la structure des marchés. Les types de participants, les produits qu'ils utilisent et les parties avec lesquelles ils choisissent de négocier s'adaptent tous au nouvel environnement. Bon nombre de ces changements améliorent la résilience des marchés, mais font également augmenter les coûts de la participation à ces marchés. L'ampleur de ces hausses de coûts et des autres conséquences défavorables doit faire l'objet d'un suivi attentif.

Plus grande concentration des marchés

Les coûts accrus attribuables au relèvement des exigences de fonds propres et de marge, aux régimes de conformité plus stricts et aux dépenses élevées d'infrastructure rendent plus onéreuse la négociation dans les marchés des dérivés de gré à gré et peuvent accroître les rendements d'échelle. Cette situation peut pousser des courtiers à se retirer du marché ou à cesser d'offrir certains services. La concentration accrue des courtiers dans certains segments qui découlerait de cette situation peut réduire la liquidité des marchés et exacerber l'importance systémique de la défaillance d'un des courtiers restants. Même en présence de compensation centrale, la baisse du nombre de courtiers membres compensateurs amoindrirait la capacité des contreparties centrales de traiter efficacement la défaillance d'un courtier.

¹³ Pour consulter le plan de travail, voir www.fsb.org/wp-content/uploads/Joint-CCP-Workplan-for-2015-For-Publication.pdf. Un rapport d'étape est accessible à l'adresse www.fsb.org/2015/09/progress-report-on-the-ccp-workplan/.

¹⁴ La Banque a récemment travaillé de concert avec la Corporation canadienne de compensation des produits dérivés pour instaurer le calcul des marges en fonction du cycle intégral.

Normalisation accrue des produits

Comme prévu, les coûts relativement plus élevés des transactions bilatérales incitent les participants aux marchés à normaliser les contrats, ce qui améliore leur liquidité et les rend admissibles à la compensation centrale. Les contrats normalisés non seulement facilitent le recours à l'infrastructure centralisée, mais rehaussent aussi la transparence des marchés et accroissent les possibilités de concurrence. Parallèlement, la normalisation rend plus coûteuse l'adaptation des contrats de dérivés en fonction des besoins individuels des participants aux marchés, par exemple pour couvrir des expositions particulières. Les contrats de dérivés de gré à gré normalisés ou les instruments dérivés cotés peuvent quand même servir de couverture, mais un risque de base résiduel persistera.

Coûts de la compensation indirecte

L'accès difficile des petites institutions à la compensation centrale est un exemple de situation qui témoigne des effets non souhaités que peut entraîner l'accroissement des coûts. Comme ces institutions n'ont pas accès directement aux contreparties centrales, elles doivent compenser indirectement leurs transactions à titre de clientes d'un membre compensateur. Si la compensation indirecte n'est pas efficiente et largement offerte, le passage à la compensation centrale sera inhibé, ou les petits participants pourraient être forcés de sortir des marchés (Slive, Wilkins et Witmer, 2011). À l'heure actuelle, les règles sur le ratio de levier de Bâle III peuvent accroître les coûts de la prestation de services de compensation indirecte. Dans certains cas, les règles de Bâle III traitent la sûreté du client comme une exposition et exigent que le membre compensateur conserve des fonds propres à cet égard. Par conséquent, les membres compensateurs hésitent à offrir des services de compensation de manière généralisée. Pour atténuer ces effets, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a inclus cette question dans ses consultations sur le ratio de levier de Bâle III.

Les entités qui ont difficilement accès à la compensation indirecte peuvent tout de même réaliser des transactions bilatérales. Cependant, les réformes font également augmenter les coûts des transactions bilatérales, et les institutions peuvent simplement choisir de conserver ces risques dans leur bilan plutôt que de couvrir certaines expositions.

Modification des pratiques des marchés

Les réformes des activités de compensation et d'établissement de marges, et l'obligation accrue de constituer des sûretés associée à ces réformes, exigent d'importants changements dans les pratiques des marchés. L'échange de marges en temps opportun pour les transactions tant compensées que bilatérales accroît le montant de la sûreté requis et la vitesse à laquelle la sûreté doit être mobilisée. Par conséquent, les participants aux marchés doivent de plus en plus financer au préalable les sûretés fournies sur les dérivés de gré à gré ou déposer les sûretés auprès d'un gardien pour faciliter leur virement. Les contreparties centrales internationales ajoutent un élément de complexité pour les membres compensateurs canadiens, parce qu'elles limitent généralement le montant des sûretés étrangères qu'elles acceptent. Ainsi, les membres compensateurs canadiens peuvent avoir à transformer leurs sûretés libellées en dollars canadiens en sûretés libellées en monnaies étrangères, ce qui expose ces membres aux chocs pouvant se produire dans les marchés des sûretés libellées en monnaies étrangères.

Fragmentation causée par la complexité des règles et le manque d'harmonisation

Les marchés des dérivés de gré à gré sont essentiellement mondiaux de nature, mais la mise en œuvre des réformes est effectuée à l'échelle nationale. Bien que d'importants efforts aient été déployés en vue d'harmoniser les règles et les échéanciers entre les pays, la divergence des approches et la complexité des questions en jeu ont provoqué certains conflits transfrontaliers concernant les règles de divers pays. Les différences touchant la réglementation des infrastructures de négociation et de compensation dans l'Union européenne, aux États-Unis et dans certains pays d'Asie, ou le fait que seulement trois pays ont mis en œuvre les exigences de marge obligatoires conformément aux échéanciers convenus à l'échelle internationale, constituent des exemples récents. Les organismes de réglementation de certains pays appliquent leurs règles aux participants aux marchés à l'étranger, ce qui ajoute une strate de réglementation pour ces participants et est susceptible de créer des conflits de compétence. Les organismes de réglementation pourraient atténuer les effets défavorables en coordonnant les échéanciers de mise en œuvre et en reconnaissant l'équivalence de leurs régimes de réglementation respectifs du point de vue des résultats¹⁵. En l'absence de reconnaissance mutuelle, les disparités entre les règles des pays peuvent contribuer à alimenter l'incertitude réglementaire, réduire la concurrence entre les courtiers et fragmenter la liquidité. De telles conséquences étaient manifestes lorsque les différences entre les règles de négociation régissant les plateformes électroniques européennes et américaines ont mené à une fragmentation des swaps de taux d'intérêt libellés en euros¹⁶.

Coûts de la conformité aux lois pour les clients étrangers des petits marchés

Même quand les règles ne se contredisent pas, il faut procéder à de coûteuses analyses juridiques pour comprendre les différences d'un pays à l'autre, ce qui peut décourager la participation étrangère dans les marchés — et surtout dans ceux de petite taille. Le participant qui paie déjà afin de se conformer aux lois de plusieurs pays peut tout simplement éviter de négocier avec une contrepartie canadienne (y compris ses succursales à l'étranger) plutôt que d'investir pour comprendre et observer les règles canadiennes. Les petits pays subissent donc des pressions pour harmoniser leurs règles avec celles des pays de grande taille afin d'éviter l'exclusion. Au Canada, où la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré est une responsabilité commune des administrations fédérale et provinciales, il est particulièrement important que les règles soient uniformes et harmonisées à l'échelle nationale en vue de réduire les chevauchements dans la réglementation et les coûts de conformité. Dans la mesure du possible, les organismes de réglementation provinciaux utilisent des instruments nationaux pour assurer l'harmonisation de leurs règles dans l'ensemble du pays.

¹⁵ Quand l'équivalence est reconnue, le fait que les contreparties d'une transaction transfrontalière respectent les règles de leur propre pays est jugé suffisant. Cette reconnaissance réduit grandement la complexité réglementaire des transactions transfrontalières.

¹⁶ Pour en savoir davantage sur l'ampleur de la fragmentation des marchés, voir International Swaps and Derivatives Association (2016).

Conclusion

La mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré est presque terminée au Canada. Cet exercice a nécessité des efforts de coordination non seulement à l'échelle internationale, mais aussi entre les organismes de réglementation fédéraux et provinciaux, et les autorités de réglementation des provinces et des territoires du Canada. Pour mener le processus à terme, il est essentiel que les organismes de réglementation poursuivent l'harmonisation de leurs approches tant au pays que sur la scène internationale, et reconnaissent l'équivalence de leurs règles respectives lorsqu'elles donnent lieu à des résultats similaires. Ces mesures devraient réduire au minimum les coûts accessoires pour les participants aux marchés, ce qui revêt une importance particulière dans une petite économie ouverte comme le Canada, où bon nombre des transactions sont nécessairement transfrontalières.

Les réformes étant mises en place, il faut maintenant s'employer à surveiller leurs effets sur le fonctionnement et l'évolution des marchés. Les organismes de réglementation veilleront résolument à ce que les réformes atteignent leurs objectifs : accroître la transparence, atténuer le risque systémique et assurer une protection contre les abus de marché. Ils voudront également savoir si des effets non souhaités nuisent aux marchés et prendre les mesures qui s'imposent. Les nouvelles données des référentiels centraux permettent aux organismes de réglementation de mieux comprendre les marchés des dérivés de gré à gré, de sorte que les règles pourront dorénavant être adaptées en vue d'établir un équilibre entre les coûts et les avantages des réformes. Pour rehausser l'utilité des données recueillies aux fins de la réalisation d'analyses des risques systémiques, il est important d'élaborer des normes mondiales de déclaration des données à la faveur de la collaboration continue des participants aux marchés, des référentiels centraux de données et des organismes de réglementation.

Bibliographie

- Banque des Règlements Internationaux (2013). *Macroeconomic Impact Assessment of OTC Derivatives Regulatory Reforms*, août.
- Chande, N., J.-P. Dion, D. McVanel et J. Slive (2012). « Approche canadienne à l'égard de la compensation centralisée des transactions sur produits dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 45-53.
- Chande, N., N. Labelle et E. Tuer (2010). « Les contreparties centrales et le risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-56.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (2013). *Authorities' Access to Trade Repository Data*, Banque des Règlements Internationaux, août.
- Conseil de stabilité financière (2014). *Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data*, 19 septembre.

- Conseil de stabilité financière (2015). *Thematic Review on OTC Derivatives Trade Reporting: Peer Review Report*, rapport d'examen par les pairs, 4 novembre.
- (2016). *OTC Derivatives Market Reforms – Eleventh Progress Report on Implementation*, 26 août.
- Duffie, D. (2011). *How Big Banks Fail and What to Do About It*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- G20 (2009). *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'États et de gouvernements*, 25 septembre.
- Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010). *La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : document de discussion du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré*, 26 octobre.
- International Swaps and Derivatives Association (2016). *Cross-Border Fragmentation of Global Interest Rate Derivatives: Second Half 2015 Update*, note de recherche, mai.
- Pirrong, C. (2014). « A Bill of Goods: Central Counterparties and Systemic Risk », *Journal of Financial Market Infrastructures*, vol. 2, n° 4, p. 55-85.
- Slive, J., C. Wilkins et J. Witmer (2011). « L'accès aux services de contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 45-52.
- Wilkins, C., et E. Woodman (2010). « Le renforcement de l'infrastructure des marchés des produits dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-48.