

Le marché canadien des changes : évolution et perspectives

Préparé par le Comité canadien du marché des changes

Le 5 mars 2010

Résumé

La crise financière a mis en évidence l'importance des marchés pour la stabilité financière. Cette crise, qui s'est amorcée à l'échelle mondiale en 2008, a frappé à divers degrés les produits financiers offerts, que ce soit sur le marché financier au sens large ou sur le marché des changes à proprement parler. Cela dit, des travaux se poursuivent de par le monde en vue d'accroître la résilience de nombreux marchés, y compris ceux des changes. Ces derniers se situent au cœur même du système financier : ils procurent le moyen de financer les obligations en devises, de couvrir le risque de change et d'assurer d'autres services qui haussent l'efficacité du système. Le marché canadien des changes est onzième en importance par la valeur moyenne des opérations quotidiennes, et le dollar canadien est septième parmi les monnaies les plus négociées de la planète¹.

Le présent document a pour objet d'éclairer le débat de fond sur ces questions 1) en présentant les éléments de base de la structure des opérations de gros sur les marchés des changes où se négocie le dollar canadien et 2) en examinant les caractéristiques de ces marchés qui ont favorisé la résilience au cours de la crise de même que les perspectives d'amélioration. Il se fonde sur les travaux de plusieurs comités du marché des changes, par exemple le Foreign Exchange Joint Standing Committee du Royaume-Uni et le Foreign Exchange Committee des États-Unis. On s'accorde généralement pour dire que les marchés des changes ont, dans l'ensemble, fonctionné relativement bien au cours de la crise, et que le marché au comptant a été le moins touché. Les opérations de courte durée, notamment les opérations à terme et les swaps de taux de change à échéance rapprochée, ont donné de meilleurs résultats que les contrats à terme, les contrats d'option et les swaps de devises de longue durée, dont on estimait que leur échéance lointaine engendrait de plus grands risques de marché et de contrepartie. La situation financière et les bilans relativement favorables des institutions financières canadiennes, entre autres facteurs, ont fait en sorte que les marchés canadiens ont été plus stables au cours de la période et les cours des swaps de taux change et des contrats à terme reposant sur le dollar canadien sont demeurés plus proches des valeurs théoriques que dans le cas des autres grandes monnaies.

Les opérations de change occasionnent de nombreux risques dont certains ont des conséquences pour l'ensemble du système financier et devraient intéresser particulièrement les décideurs publics. Il s'agit notamment des risques de règlement, de contrepartie, de coût de remplacement, de garantie et de financement. La nature et l'ampleur des risques varient selon les produits de change. Plus on délaisse les transactions au comptant pour se tourner vers des produits de longue durée et le segment plus complexe des produits dérivés du marché des changes, moins le marché est normalisé et soumis à l'infrastructure centrale, ce qui accroît le risque de change. Depuis que les marchés des changes existent, les banques ont fonctionné de manière multilatérale dans l'intention d'atténuer les risques qui y sont associés, ce pour quoi elles ont reçu l'encouragement et l'appui des banques centrales. Des représentants du secteur se réunissent régulièrement dans divers forums nationaux et internationaux pour améliorer sans cesse les processus d'atténuation des risques.

¹ Enquête triennale sur l'activité des marchés des changes et des produits dérivés effectuée par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) auprès des banques centrales en 2007

À l'heure actuelle, plusieurs mécanismes structureaux atténuent les risques précités, favorisant la résilience des marchés des changes sur lesquels se négocient tant le dollar canadien que d'autres monnaies. Premièrement, des processus sûrs de compensation et de règlement concourent à réduire les risques dans des segments donnés des marchés. Par exemple, la CLS Bank² fournit des services de règlement selon le principe paiement contre paiement pour 17 monnaies, ce qui élimine le risque de règlement causé par l'écart entre le moment du décaissement d'une somme dans une monnaie et celui de l'encaissement dans une autre³. Les efforts déployés par la CLS Bank pour augmenter le nombre de monnaies et de produits qu'elle traite ou de régions et de participants qu'elle sert devraient être appuyés lorsque cela est possible, y compris les efforts visant à instaurer un service de règlement le même jour des opérations de change dollar américain-dollar canadien effectuées sur le marché au comptant. Dans ce dernier cas, le milieu bancaire canadien devra se pencher sur certaines questions, dont l'accroissement éventuel des exigences relatives aux garanties pour les opérations intrajournalières au sein du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV).

Risques systémiques liés aux opérations de change

Type	Définition	Mécanismes d'atténuation actuels
Règlement	Risque qu'une contrepartie ne remette pas un titre ou n'en verse pas la valeur aux termes du contrat alors que l'autre contrepartie a déjà satisfait à son obligation contractuelle de fournir un titre ou une somme	Règlement en continu ou compensation bilatérale
Contrepartie	Risque qu'une contrepartie n'honore pas pleinement une obligation ou un contrat à échéance ni par la suite (Le risque de crédit que cela représente comprend à la fois le risque de règlement et le risque de coût de remplacement.)	Processus internes d'examen du crédit, limites strictes quant aux risques, conventions-cadres juridiques normalisées comportant des annexes de soutien au crédit
Coût de remplacement	Risque que la contrepartie ne respecte pas les modalités du contrat, ce qui oblige le détenteur à couvrir autrement son exposition	Systèmes de négociation modernes avec limites du risque de crédit à l'égard des contreparties; processus de confirmation en aval des transactions
Garantie	Risque que les garanties exigées ne puissent être fournies	Remise de garanties sur une base nette; mécanisme de remise à zéro des swaps de devises de longue durée
Financement	Risque que les positions ne puissent être financées	Systèmes de négociation en temps réel avec des limites de risque – cadre d'analyse de la valeur exposée au risque (VaR)

² Continuous Linked Settlement

³ La faillite de Lehman Brothers n'a pas perturbé le règlement des opérations par l'intermédiaire de la CLS Bank.

Deuxièmement, il existe des mécanismes de gestion du risque de contrepartie dans le cas des produits de change de longue durée. Il s'agit, par exemple, des processus internes d'examen du crédit, des limites strictes quant aux risques et des contrats bilatéraux de nantissement telles les conventions-cadres et les annexes de soutien au crédit⁴ de l'ISDA⁵. La compensation de l'exposition au risque de contrepartie pour l'ensemble des produits financiers négociés de gré à gré, y compris les produits hors du marché des changes, réduit sensiblement l'exposition au risque de contrepartie bilatéral, tandis que les annexes de soutien au crédit procurent un cadre permettant de réduire le risque au moyen de garanties qui est comparable à la marge de variation qui s'applique aux produits négociés en bourse. Malgré ces mécanismes d'atténuation et en dépit du fait que plus de 70 % de l'activité sur le marché canadien des changes porte sur des produits dont l'échéance est inférieure à sept jours, l'effondrement de Lehman Brothers a perturbé l'accès aux liquidités et creusé un écart entre le cours des contrats de change à terme et la parité des taux d'intérêt couverte, ce qui est peut-être le signe d'une inquiétude accrue face au risque de contrepartie⁶. Il y a donc lieu d'appuyer les efforts que déploie l'ISDA pour réduire davantage cette forme de risque.

L'application de structures faisant appel à une contrepartie centrale à certains produits de change pourrait atténuer davantage l'exposition au risque de contrepartie, mais il est à craindre qu'elle accroisse les coûts de transaction, surtout au détriment des participants non financiers au marché, et augmente le risque de concentration. La structure de toute contrepartie centrale déterminera au premier chef le degré de diminution du risque, et elle nécessitera une protection adéquate contre le risque, notamment de règlement. Les avantages de la compensation multilatérale offerts par les contreparties centrales, qui débouchent sur des garanties efficaces et des exigences de fonds propres potentiellement réduites, sont le plus susceptibles de se réaliser si les contreparties centrales sont d'envergure planétaire et qu'elles embrassent un large éventail de produits négociés de gré à gré. Les bienfaits nets des contreparties centrales pourraient varier également selon que seul le marché interbancaire ou que toutes les contreparties y sont assujettis. Les produits de change de longue durée se prêteraient peut-être le mieux à une structure de contrepartie centrale en raison du risque de contrepartie à long terme qui les accompagne. Par contre, ces produits sont également relativement peu normalisés et transparents, ce qui appelle un degré élevé de surveillance de leurs risques inhérents dans le cadre de la contrepartie centrale. Aussi, le modeste volume des transactions de longue durée risque de limiter les avantages que les contreparties centrales pourraient procurer à l'ensemble du système (voir l'Annexe 2), bien que le passage à ce type de contrepartie puisse contribuer à hausser le volume des opérations à la faveur d'une diminution du risque de contrepartie.

Troisièmement, des politiques dictées par le marché ont favorisé la transparence et la normalisation des opérations, quoique certains secteurs demeurent susceptibles d'amélioration. Les mesures prises comprennent la normalisation des documents sur les transactions, qui a facilité l'automatisation du processus de confirmation. La documentation de la majorité des

⁴ La crise de Lehman Brothers a mis au jour certaines lacunes de la documentation de l'ISDA. Voir à ce propos <http://www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=8431&nid=6>.

⁵ L'International Swap Dealer Association (<http://www.isda.org>) fournit au secteur la documentation juridique normalisée à l'usage des contreparties, ce qui réduit à la fois le risque juridique et le risque documentaire.

⁶ Le risque de contrepartie accru pourrait peut-être s'expliquer également par l'absence de recours à des annexes de soutien au crédit pour toutes les opérations.

opérations de change est fortement normalisée, et des travaux sont en cours en vue de l'uniformiser davantage aux fins de certaines catégories de produits de change, dont les options.

En dernier lieu, la résilience des marchés des changes, à l'instar de celle de tout autre marché, est fonction de l'existence d'un solide cadre qui régit le comportement des participants. Un tel cadre doit prévoir des incitatifs et une surveillance adaptés aux circonstances qui amènent les institutions financières à éviter d'importantes asymétries quant aux monnaies ou aux échéances qui risqueraient d'occasionner des mouvements de fonds unidirectionnels. Cela nécessite une collaboration efficace entre les banques centrales et les organismes de réglementation des institutions financières ainsi qu'un accès approprié à l'information. Il faut en outre disposer d'une solide réglementation prudentielle, notamment d'exigences adéquates de fonds propres, de levier financier et de liquidité, afin d'éviter que le risque de contrepartie devienne une préoccupation énorme.

Le Comité canadien du marché des changes s'est fondé sur l'analyse dont rend compte le présent document pour fixer les cinq priorités suivantes dont l'objet est de favoriser la résilience des marchés des changes :

- a) établir un service de règlement le même jour des opérations de change dollar américain-dollar canadien à la CLS Bank;
- b) accroître le recours à la CLS Bank pour les opérations de change, c'est-à-dire élargir l'éventail de participants et augmenter le nombre de monnaies admissibles;
- c) atténuer davantage le risque de crédit en faisant un usage plus large des conventions-cadres et des annexes de soutien au crédit; envisager d'autres mécanismes d'atténuation du risque de crédit, par exemple les contreparties centrales, lorsque la situation s'y prête;
- d) étendre l'application du traitement intégré des opérations, notamment accroître le recours à la confirmation et au règlement électroniques;
- e) poursuivre la normalisation officielle des conventions de fixation des cours aux fins des contrats de change à terme sans livraison.

Qui plus est, comme les marchés des changes sont d'envergure mondiale, le Comité souligne l'importance de procéder à tout resserrement de la surveillance ou de la réglementation de ces marchés de manière uniforme et concertée afin d'éviter les conséquences involontaires qui pourraient en découler.

Comité canadien du marché des changes, mars 2010

Bank of America Merrill Lynch, Lynn Patterson

Banque HSBC Canada, Brad Meredith

Banque Nationale du Canada, Laurent Ferreira

BMO Marchés des capitaux, Jamie K. Thorsen

Citigroup, Jeff Feig

Deutsche Bank, Russell Lascala

ICAP North America, John Nixon

Marchés mondiaux CIBC, Harry Culham

RBC Marchés des capitaux, Ed Monaghan
Scotia Capitaux, Barry Wainstein
State Street Global Markets Canada, John Walks
Thomson Reuters America, Jack Linker
Valeurs mobilières TD, Moti Jungreis
Banque du Canada, Donna Howard (présidente)