

# Approche canadienne à l'égard de la compensation centralisée des transactions sur produits dérivés de gré à gré

Nikil Chande, Jean-Philippe Dion, Darcey McVanel et Joshua Slive<sup>1</sup>

## Introduction

La crise financière a mis au jour d'importantes failles au sein de l'infrastructure sur laquelle s'appuient les marchés des produits dérivés négociés de gré à gré. Pour y remédier, les dirigeants des pays membres du Groupe des Vingt (G20) ont convenu d'engager une réforme de ces marchés afin d'en accroître la transparence, d'y ériger un rempart contre les abus et, en définitive, d'atténuer le risque systémique<sup>2</sup>. Le présent rapport porte sur l'approche adoptée par le Canada pour mettre en œuvre un élément clé de cette réforme, à savoir l'engagement qui a été pris à l'égard de la compensation de tous les contrats de dérivés de gré à gré standardisés par des contreparties centrales.

Une contrepartie centrale (CC) est un élément de l'infrastructure du marché financier qui s'interpose entre les parties (acheteurs et vendeurs) à une transaction financière, en veillant à ce que soient honorées les obligations liées à tous les contrats dont elle effectue la compensation. Parce qu'elle gère et limite le risque de contrepartie, une CC peut contribuer à réduire le risque systémique — partant, le risque de propagation de chocs financiers à l'ensemble du système — et à soutenir la capacité des marchés de poursuivre leurs opérations sans interruption, même en période de tensions (Chande, Labelle et Tuer, 2010).

Les marchés des produits dérivés échangés de gré à gré ayant actuellement recours à la compensation centralisée ont accès à un petit nombre de CC mondiales de taille imposante offrant leurs services dans un éventail de pays et de devises<sup>3</sup>. Les autorités canadiennes (à l'instar de la plupart de leurs homologues du G20) ont dû vérifier leur capacité à protéger adéquatement la stabilité des marchés nationaux pour le cas où elles opteraient pour une approche mondiale, consistant à autoriser ces marchés à faire appel aux services de compensation des CC mondiales reconnues par elles. L'autre approche, dite locale, consiste à exiger des opérateurs canadiens qu'ils confient la compensation de certaines de leurs transactions à une CC située au Canada même<sup>4</sup>. Étant donné le caractère international des marchés des dérivés de gré à gré, cette solution ne pourrait probablement pas s'appuyer uniquement sur les services d'une CC locale, et certaines transactions continueraient à transiter par les CC mondiales.

Nous examinerons ici les considérations au titre de la stabilité financière, de l'efficacité et du développement des marchés qui distinguent les deux approches (mondiale et locale), ainsi que les raisons pour lesquelles les autorités canadiennes ont décidé que les opérateurs canadiens pourront compenser les contrats de dérivés de gré à gré au moyen de toute CC reconnue par elles, ce qui inclut les CC mondiales<sup>5</sup>. Bien qu'une CC locale se prête mieux

1 Les auteurs remercient les membres du groupe d'étude interne de la Banque du Canada et ceux du Groupe de travail interorganisationnel sur les produits dérivés de gré à gré pour leur contribution à l'analyse qui a servi de fondement au présent rapport.

2 Ces engagements ont été pris au sommet du G20 qui s'est tenu en septembre 2009 à Pittsburgh (Groupe des Vingt, 2009) et ils ont été réaffirmés aux sommets suivants, soit ceux de Toronto, en 2010, de Cannes, en 2011, et de Los Cabos, en 2012. Wilkins et Woodman (2010) décrivent de quelle manière les changements envisagés peuvent renforcer l'infrastructure des marchés des dérivés de gré à gré au Canada.

3 Le seul service de compensation des dérivés de gré à gré existant au Canada à l'heure actuelle est celui concernant les contrats d'option sur actions exploité par la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés.

4 Sous réserve des exemptions appropriées.

5 Cette décision des autorités canadiennes a été annoncée le 1<sup>er</sup> octobre 2012. On peut consulter leur communiqué à l'adresse [www.banqueducanada.ca/2012/10/avis/communique-autorites-canadiennes-compensation](http://www.banqueducanada.ca/2012/10/avis/communique-autorites-canadiennes-compensation).

à une surveillance directe par les autorités nationales, qui sont ainsi mieux à même d'intervenir en cas de crise et de limiter les risques, l'approche mondiale, à savoir la compensation par d'importantes CC internationales, est plus prometteuse en matière d'efficacité et de robustesse face à certains types de chocs.

Afin de guider les pays dans le choix de l'approche qui convienne le mieux à chacun, le Conseil de stabilité financière (CSF) a travaillé de concert avec diverses instances de normalisation internationales à l'élaboration de quatre mécanismes de protection ou « garde-fous » encadrant la compensation des dérivés de gré à gré par des CC mondiales (CSF, 2012). Conjugués aux normes internationales applicables aux CC, ces garde-fous visent à préserver la stabilité des marchés locaux et, plus particulièrement, à répondre aux préoccupations que peut soulever l'utilisation de CC étrangères pour la compensation des transactions sur des marchés importants localement. La Banque du Canada et les autres autorités canadiennes sont satisfaites de l'orientation et du rythme des mesures prises par la communauté internationale afin de mettre en place ces mécanismes de protection dans les CC présentant un intérêt pour le marché canadien; en conséquence, elles sont favorables à l'approche mondiale en matière de compensation des dérivés de gré à gré. Les autorités canadiennes continueront de surveiller le secteur des services de compensation en collaboration avec celles d'autres pays en vue d'assurer la mise en œuvre complète des quatre garde-fous ainsi que la conformité des CC aux normes internationales en vigueur.

## Le cadre ayant servi à informer le choix entre les approches mondiale et locale

Au cours du processus ayant mené à leur décision, les autorités canadiennes ont évalué les effets potentiels de chaque option en matière de compensation sur la stabilité, l'efficacité et le développement des marchés nationaux. Ces trois aspects sont reliés à bien des égards. Par exemple, des marchés efficaces contribuent de manière déterminante à la résilience et à la robustesse du système financier ainsi qu'à leur propre expansion et au développement de l'infrastructure financière du pays.

L'internationalité des marchés des dérivés de gré à gré est un des principaux facteurs dont a tenu compte le cadre de décision. Souvent, en effet, les parties à un contrat de dérivé de gré à gré se trouvent dans des pays différents, et les opérations conclues portent sur plusieurs monnaies et divers types de contrats. Par exemple, dans le cas de la majorité (selon l'encours notionnel) des dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens négociés de gré à gré, au moins l'un des cocontractants réside à l'étranger. De plus, au Canada, les courtiers détiennent de gros portefeuilles de produits

dérivés qui ne sont pas libellés en monnaie nationale. Il en résulte qu'une CC établie au pays ne pourrait servir qu'une fraction du marché canadien, ce qui limite les avantages potentiels de l'approche locale<sup>6</sup>.

## Stabilité financière

En plus de concentrer le risque de crédit, les CC sont indispensables au bon fonctionnement des marchés qu'elles desservent. Pourvues de mécanismes adéquats de contrôle des risques, elles peuvent accroître la stabilité financière; dans le cas contraire, elles sont susceptibles d'engendrer des tensions au sein du système. Les responsables canadiens ont cherché à déterminer dans quelle mesure les marchés et les opérateurs nationaux pouvaient se ressentir de l'instabilité secouant une CC mondiale. Les autorités se sont penchées sur deux points : 1) leur capacité à surveiller les activités d'une CC pendant le cours normal des opérations et à intervenir, en cas de crise, afin d'amortir un choc au besoin; et 2) la manière dont la structure d'une CC et du marché que celle-ci dessert peut agir sur sa capacité à atténuer les chocs financiers.

### 1) Capacité de surveillance

Les autorités canadiennes, dont la Banque du Canada et les commissions de valeurs mobilières des provinces, sont chargées de la surveillance des CC<sup>7</sup>. Elles se préoccuperaient principalement des opérations en dollars canadiens transitant par des CC mondiales et des risques auxquels s'exposent les opérateurs canadiens utilisant les services de ces entités. Le but premier des organismes de surveillance est de faire en sorte que les risques soient maîtrisés adéquatement; à cette fin, ils doivent notamment veiller à ce que les CC se conforment aux nouveaux principes relatifs à la gestion des risques élaborés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) pour les infrastructures des marchés financiers<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Il est peu probable que la compensation d'une part substantielle des dérivés de gré à gré en devises étrangères soit confiée à une CC située au Canada. L'obligation de soumettre les contrats en dollars canadiens à une CC locale ne pourrait s'appliquer aux transactions entre deux cocontractants étrangers; en outre, celle-ci ne pourrait attirer l'ensemble des opérateurs pour les raisons d'efficacité exposées plus loin, à la page 47.

<sup>7</sup> La Banque du Canada est responsable de la surveillance des CC désignées aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. Il incombe aux organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux de superviser les CC œuvrant sur leur territoire.

<sup>8</sup> Les principes du CSPR-OICV sont un ensemble cohérent de normes de gestion des risques auxquelles sont assujetties toutes les infrastructures de marché d'importance systémique, y compris les CC (CSPR-OICV, 2012a). McVanel et Murray (présente livraison) décrivent la mise en œuvre de ces principes par la Banque du Canada.

Il est plus simple pour les autorités canadiennes de surveiller une CC située au pays plutôt qu'à l'étranger, puisqu'elles jouent habituellement le rôle de chef de file au chapitre de la réglementation et disposent d'une gamme complète d'outils juridiques pour la faire respecter. Toutefois, cet avantage se limite à la portion des transactions traitées par la CC locale.

La surveillance de CC mondiales se révèle plus difficile, les autorités canadiennes n'étant pas l'organe de réglementation principal de ces dernières et exerçant généralement sur ces entités une influence moins directe. C'est pourquoi elles doivent se doter de mécanismes qui leur faciliteront la tâche. La participation à un dispositif officiel de surveillance concertée — où la responsabilité première incombe à l'organisme réglementaire de l'État où la CC est établie, lequel collabore avec les instances des autres pays — est l'un des modèles qu'elles pourraient adopter à l'égard des opérations des CC mondiales. La Banque du Canada considère qu'il s'agit là d'une solution qui lui permettrait de s'acquitter efficacement de son mandat de surveillance.

## 2) Capacité d'atténuation des chocs

Parce qu'elles sont dotées de processus clairs et robustes les aidant à résoudre de manière ordonnée la défaillance d'un membre, les CC contribuent à préserver la stabilité financière. Lorsque survient une défaillance, elles prennent en charge les obligations figurant au portefeuille de l'adhérent en difficulté et gèrent le risque consécutif avec l'aide technique, et parfois financière, des autres participants. Pour être en mesure de contenir efficacement un tel incident, une CC doit donc pouvoir compter sur la solidité de ses membres et sur un accès à des marchés liquides et efficaces. Compte tenu de l'importance du rôle que jouent les participants à ce chapitre, on comprendra que la capacité des CC de faire face à des chocs majeurs — comme la défaillance simultanée de plusieurs adhérents — varie de l'une à l'autre, même si elles se conforment à des normes de gestion des risques harmonisées, y compris aux principes du CSPR-OICV applicables aux infrastructures de marché.

Toutes choses égales par ailleurs, une CC mondiale sera généralement plus apte qu'une consœur locale à résoudre la défaillance d'un de ses membres, puisque que ceux-ci, établis dans différents pays, sont plus nombreux et plus variés. Par conséquent, lorsqu'un de ses adhérents fait défaut, la CC mondiale peut compter sur l'appui d'un bassin plus vaste de participants survivants pour couvrir et remplacer les positions de ce dernier. En outre, elle devrait être plus à même d'absorber les pertes financières dues à une défaillance.

L'adhésion à une CC mondiale est toutefois susceptible d'exposer les participants canadiens aux chocs découlant du défaut de membres étrangers, étant donné que les tensions résultantes pourraient se transmettre aux marchés nationaux par le truchement du mécanisme de gestion des défaillances lui-même. Quant à l'approche locale, elle pourrait immuniser les marchés canadiens contre certaines perturbations internationales *seulement* si toutes les opérations des participants canadiens sont compensées localement. Qui plus est, cette protection serait limitée, puisque les opérateurs canadiens devraient continuer d'adhérer à une CC mondiale pour la compensation des produits libellés en devises étrangères et qu'il est probable que des courtiers mondiaux recourraient aux services de la CC locale. En définitive, l'existence d'une CC locale ne mettrait pas les institutions canadiennes à l'abri des pertes financières attribuables à la défaillance de membres de CC résidant dans d'autres pays.

## Efficiences

L'approche locale serait plus coûteuse pour les acteurs des marchés canadiens que l'approche mondiale et nuirait de ce fait à l'efficacité de ces marchés. Une CC locale se chargerait principalement de la compensation des dérivés de gré à gré libellés en dollars canadiens, obligeant ainsi probablement ses adhérents à recourir aux CC mondiales pour la compensation du reste de leurs transactions sur dérivés. Cela ferait monter les coûts de la compensation de trois façons : premièrement, pour recouvrer les coûts fixes associés à sa mise en place et à son exploitation, la CC canadienne devrait exiger de ses membres des droits d'adhésion et des frais de compensation en sus de ceux qu'ils versent pour leur accès aux CC mondiales. Deuxièmement, le montant des garanties requises augmenterait puisque les membres de la CC locale ne jouiraient pas des mêmes avantages que ceux d'une infrastructure mondiale au titre de la diversification des combinaisons de devises et de la réduction des positions nettes. Les membres de la CC locale devraient également participer au financement de son fonds de compensation, en plus de contribuer à ceux des autres CC auxquelles ils adhèrent. Enfin, le coût de leurs fonds propres réglementaires grimperait, en raison de la moindre réduction des positions nettes et du versement de cotisations additionnelles à des fonds de compensation.

Les coûts plus élevés associés à l'approche locale donneraient sans doute lieu à une diminution de la liquidité et à une fragmentation du marché des dérivés de gré à gré en dollars canadiens. Les opérateurs non tenus de faire affaire avec une CC canadienne seraient tentés de confier la compensation de l'essentiel de leurs

opérations aux CC mondiales. Comme une transaction ne peut être conclue que si les deux cocontractants font appel à la même CC, les acteurs des marchés canadiens verraient leurs occasions d'échanges se raréfier et la liquidité du marché national décroître, ce qui, à son tour, pousserait davantage à la hausse leurs coûts de compensation et de transaction.

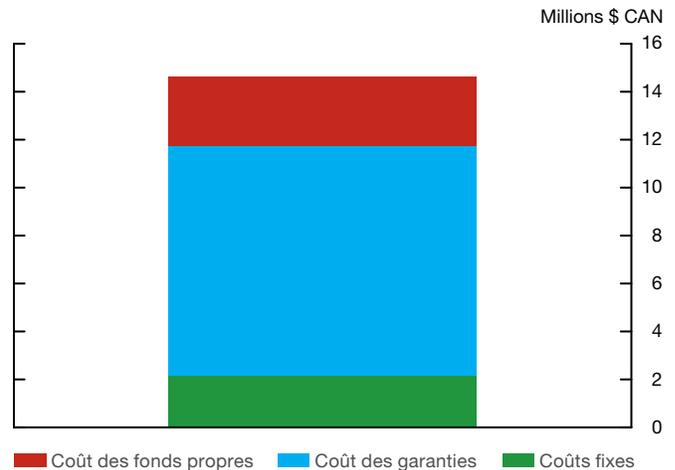
La réforme des marchés des dérivés de gré à gré entraînera une hausse substantielle aussi bien des coûts fixes que des coûts qu'aura à supporter l'ensemble des opérateurs au titre des fonds propres et des garanties. L'utilisation de services locaux, plutôt que mondiaux, pour la compensation des swaps de taux d'intérêt en dollars canadiens gonflerait, selon nos calculs, d'environ 15 millions de dollars par année la facture d'un opérateur canadien fictif; cette somme pourrait représenter plus de 20 % des bénéfices que ce dernier tire de ces opérations. Le coût supplémentaire assumé annuellement par les participants canadiens à ces marchés pourrait atteindre les 150 millions de dollars. Le **Graphique 1** met en lumière l'importance relative des trois facteurs responsables des coûts plus élevés de l'approche locale<sup>9</sup>.

Parce qu'elle est plus coûteuse, la compensation au moyen d'une CC locale diminuerait l'attrait des contrats de dérivés standardisés et admissibles à la compensation centralisée, ce qui pourrait décourager le recours aux services de CC. Cela pourrait aussi freiner l'usage des produits dérivés comme outils de limitation du risque et rendre les opérateurs canadiens moins concurrentiels par rapport à leurs homologues étrangers. Mais le plus grave, peut-être, est que la diminution de la liquidité caractéristique d'un marché fragmenté pourrait entamer la capacité d'une CC locale de gérer efficacement le risque et de résoudre la défaillance d'un participant. À l'opposé, une CC mondiale ayant accès à un marché liquide et efficient peut rapidement remplacer les positions d'un adhérent défaillant, ce qui a pour effet d'atténuer les conséquences d'un tel incident sur les membres survivants et de préserver la stabilité du système financier.

Les coûts imputables à la fragmentation de la compensation pourraient être réduits si des liens étaient créés entre des CC locales et mondiales en vue de permettre à chaque partie à une opération d'utiliser les services de CC différentes, qui auraient convenu entre elles de modalités pour neutraliser leurs positions envers les adhérents. Une partie des gains d'efficacité et de diversification que procure la compensation de la totalité des transactions par la même CC serait ainsi recouvrée. À l'heure actuelle, il n'existe aucun lien de cette nature entre les CC dans le

### Graphique 1 : Majoration des coûts annuels associée à la compensation selon une approche locale plutôt que mondiale du point de vue d'un opérateur canadien fictif

Estimations indicatives concernant le marché des swaps de taux d'intérêt



Source : Banque du Canada

cas des dérivés de gré à gré, et l'établissement de tels liens poserait de réels défis. Les autorités devraient examiner soigneusement tous les accords proposés en ce sens en raison des risques de contagion qu'ils pourraient comporter en période de tensions.

### Développement des marchés

La solution retenue en matière de compensation centralisée pourrait avoir une incidence sur le développement des marchés et de l'infrastructure financière au Canada. Cependant, les considérations relatives à cet aspect ne militent en faveur d'aucune des deux approches à l'étude. D'une part, la mise en place d'une CC locale effectuant la compensation des dérivés de gré à gré pourrait avoir des retombées positives. Par exemple, le recours à une telle entité pourrait faciliter la compensation multiproduit entre les dérivés cotés et, partant, stimuler les transactions locales. Une CC locale pourrait aussi être la mieux placée pour définir les règles et moduler les services de compensation en fonction des besoins des opérateurs locaux, bien qu'il y ait peu de place pour la spécialisation régionale dans le cas des dérivés de gré à gré qui sont standardisés d'une devise à l'autre. Par ailleurs, la mise sur pied au pays d'une infrastructure de compensation pourrait être propice au développement d'une expertise locale sur les plans juridique, économique et opérationnel, favorisant ainsi l'essor des centres financiers nationaux.

D'autre part, ces bénéfices potentiels pourraient se révéler minimes en termes absolus et devraient être mis en balance avec le désavantage que représente la majoration des coûts imposés aux usagers des services

<sup>9</sup> Ces coûts estimatifs ont été établis à partir du portefeuille d'un opérateur de taille moyenne fictif et sur la base d'hypothèses précises au sujet de l'évolution future du marché et de la réglementation. Ils sont uniquement fournis pour illustrer la nature des éléments à considérer en matière d'efficacité.

de compensation locaux. La création d'une CC vouée à la compensation de catégories précises de contrats de dérivés de gré à gré se heurterait aussi à des obstacles de taille. Ceux-ci pourraient être atténués si la CC en question était le fruit d'une coentreprise avec une entité mondiale effectuant déjà la compensation de transactions sur des dérivés de gré à gré, mais le marché ne bénéficierait alors pas tout à fait des mêmes encouragements à son développement que s'il s'agissait d'une CC purement locale.

## Évaluation globale

Pour la portion des transactions compensées au Canada, l'approche locale est celle qui permet aux instances nationales de surveiller le plus étroitement les services de compensation; elle leur permet aussi de gérer plus directement les chocs systémiques. En revanche, une CC mondiale présente l'avantage notable de promouvoir l'efficacité et la liquidité sur un marché des produits dérivés de gré à gré essentiellement planétaire, ce qui tend à renforcer sa résilience face aux chocs financiers et permet aux acteurs de ce marché de gérer adéquatement leurs risques. D'autres considérations, notamment celles concernant le développement des marchés, ne font pas nettement pencher la balance en faveur de l'une ou l'autre approche. En définitive, la meilleure solution est celle qui maximise les bénéfices de l'approche mondiale tout en préservant la capacité des autorités canadiennes de surveiller la CC utilisée par les opérateurs locaux et d'intervenir au besoin pour atténuer les risques. La section suivante de l'article porte sur les initiatives internationales lancées en vue de la concrétisation de cette solution optimale.

## Quatre garde-fous destinés à améliorer la sûreté de la compensation par des contreparties centrales mondiales

Le Canada a travaillé de pair avec les autres membres du Conseil de stabilité financière et les instances de normalisation internationales à la mise au point de quatre garde-fous visant à encadrer la compensation par des entités mondiales, en vue de rendre cette approche plus sûre (CSF, 2012). Conjugués aux principes énoncés par le CSPR-OICV, ces garde-fous fournissent aux autorités nationales les outils dont elles ont besoin pour protéger les marchés locaux dont les transactions sont compensées par une CC mondiale, en répondant aux préoccupations touchant : 1) l'accès équitable et non discriminatoire à ces entités; 2) la surveillance et la réglementation; 3) l'élaboration de plans de reprise des activités et de résolution des défaillances; et 4) la disponibilité de liquidités d'urgence.

### 1) Accès équitable et non discriminatoire

Pour que les avantages de la compensation centralisée puissent être maximisés, il importe qu'un large éventail d'opérateurs aient accès aux CC, soit directement, soit indirectement, en qualité de clients d'un membre compensateur. Les critères d'adhésion à une CC font partie intégrante des mesures de contrôle des risques, car ils servent à vérifier la capacité des adhérents à gérer le risque auquel ils exposent l'entité. Cependant, des critères trop limitatifs pourraient entraîner une concentration du risque auprès d'une poignée de courtiers mondiaux et ainsi entraver l'atteinte de l'objectif global, qui est de réduire l'importance systémique des grosses institutions financières. Un accès restreint à la compensation centralisée et la dépendance envers les grands courtiers à cet égard pourraient accentuer la vulnérabilité aux chocs financiers des opérateurs des pays plus petits, miner la concurrence et alourdir les coûts de compensation<sup>10</sup>.

Par le passé, les principales CC mondiales exécutant la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré réservaient le statut d'adhérent aux grands courtiers et n'offraient qu'un accès indirect limité à leurs services. Le garde-fou préconisant un accès équitable et non discriminatoire oblige les CC mondiales à se doter de critères d'adhésion transparents et objectifs, prenant appui sur les principes du CSPR-OICV, qui exigent que l'accès aux CC soit non discriminatoire, équitable et fondé sur les risques. Les organismes de réglementation nationaux s'appliquent actuellement à la mise en œuvre de ces critères, et l'accès à plusieurs CC mondiales s'est élargi déjà.

### 2) Surveillance et réglementation

Les instances officielles des pays ne verront d'un bon œil la compensation de produits locaux par des CC établies à l'étranger que si elles peuvent s'acquitter de leurs responsabilités de surveillance à l'endroit de celles-ci. Certaines s'en remettront à des accords de collaboration<sup>11</sup>. Mais pour être efficaces, ces arrangements devront permettre aux autorités pertinentes d'exercer activement leur surveillance; ils devront faire en sorte 1) que les autorités reçoivent de l'information détaillée sur la CC; 2) que la CC se conforme aux normes de contrôle des risques applicables (les principes du CSPR-OICV); et 3) que soit encouragée la discussion sur les opérations de la CC et sur les changements qu'on propose d'y apporter. De plus, les autorités participantes devraient conserver le

<sup>10</sup> Les problèmes que crée une limitation de l'accès sont décrits par Slive, Wilkins et Witmer (2011), par le Comité sur le système financier mondial (2011) de même que par Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012).

<sup>11</sup> D'autres préféreront des protocoles d'entente bilatéraux.

pouvoir de resserrer les normes auxquelles les CC sont assujetties sur leur territoire. Signalons que des progrès considérables ont été accomplis dans l'instauration de mécanismes efficaces de surveillance concertée pour un certain nombre de CC mondiales.

### 3) Reprise des activités et résolution des défaillances

Étant donné que la fonction exécutée par les CC est essentielle, la défaillance désordonnée de l'une d'entre elles pourrait perturber gravement les marchés qui utilisent ses services, surtout si aucune autre CC ne peut prendre la relève. Bien que la défaillance d'une CC appliquant des mesures d'atténuation du risque appropriées soit très improbable, elle n'est pas impossible. C'est pourquoi le troisième garde-fou enjoint à tous les pays où résident des CC d'importance systémique de mettre en place de solides régimes de reprise des activités et de résolution des défaillances et de fournir l'assurance que ces régimes tiendront adéquatement compte des intérêts de tous les pays desservis par ces CC. Ce garde-fou va de pair avec l'exigence plus générale du CSF selon laquelle les pays doivent se doter de plans de redressement et de résolution pour toutes les institutions et infrastructures financières d'importance systémique se trouvant sur leur territoire. Le CSFR et l'OICV ont publié des lignes directrices préliminaires à ce sujet (CSFR-OICV, 2012b), et les grands pays se sont engagés à adopter des régimes de reprise et de résolution visant les CC d'importance systémique.

### 4) Accès à des liquidités d'urgence

Les CC doivent avoir accès à des liquidités en quantité adéquate pour leur permettre de surmonter le défaut de paiement d'un de leurs membres. Bien que ces derniers leur remettent régulièrement des actifs en garantie, la vente forcée de tels actifs par une CC en vue de contenir une défaillance peut perturber les marchés de ces actifs. Dans les cas extrêmes, une CC pourrait exiger un apport de liquidités de ses membres, mais elle risque alors de compromettre la position de liquidité des établissements survivants. Selon les principes du CSFR-OICV, une CC est tenue, même en période de turbulence sur les marchés, de détenir suffisamment de liquidités du secteur privé — et ce, dans toutes les monnaies des transactions qu'elle compense — pour être en mesure de régler la défaillance de l'adhérent et de ses affiliés envers lesquels son risque de liquidité est le plus marqué.

Néanmoins, lors de crises graves, les mécanismes de fourniture de liquidités du secteur privé peuvent se révéler insuffisants ou dysfonctionnels, de sorte que les banques centrales pourraient souhaiter

octroyer des liquidités d'urgence à une CC solvable en échange de ses garanties. C'est pourquoi on s'attelle présentement, à l'échelle internationale, à lever les obstacles techniques empêchant les banques centrales de collaborer avec leur homologues de l'État d'origine de la CC en difficulté en vue de fournir à celle-ci des liquidités dans toutes les monnaies pertinentes. Il convient de souligner cependant que cette initiative n'aura aucunement pour effet d'obliger les banques centrales à prendre part à de telles initiatives.

## Le choix du Canada

Les autorités canadiennes ont soupesé les approches locale et mondiale à l'égard de la compensation par l'entremise d'un groupe de travail interorganisationnel présidé par la Banque du Canada et composé de représentants du ministère des Finances, du Bureau du surintendant des institutions financières, de l'Autorité des marchés financiers du Québec ainsi que des commissions des valeurs de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique. Dans un premier temps, le groupe a exposé les enjeux pertinents dans un rapport publié en octobre 2010 (Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré, 2010). Depuis, le Canada étudie les options en matière de compensation des dérivés de gré à gré — en particulier la question d'exiger des opérateurs nationaux qu'ils utilisent une CC locale — et collabore avec les instances internationales à promouvoir la mise en place des quatre garde-fous. Les autorités du pays ont également consulté les membres du Canadian Market Infrastructure Committee, veillant ainsi à ce que le processus décisionnel tienne compte du point de vue de l'industrie<sup>12</sup>.

L'analyse des autorités a été axée sur le marché des dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens négociés de gré à gré, en raison de l'importance systémique que lui accorde la Banque du Canada et du fait qu'elle considère la majorité des produits qui y sont échangés comme admissibles à la compensation centralisée (Encadré 1). Il n'y a actuellement au Canada aucune CC effectuant la compensation de ce type de dérivé. En conséquence, la solution locale passe par la création d'un service à cette fin. À l'échelle internationale, le service SwapClear de LCH.Clearnet constitue la principale CC pour la compensation des dérivés de taux

<sup>12</sup> Ce comité regroupe des représentants de Bank of America Merrill Lynch, de la Banque Canadienne Impériale de Commerce, de la Banque de Montréal, de La Banque de Nouvelle-Écosse (Banque Scotia), de la Banque Nationale du Canada, de la Banque Royale du Canada, de La Banque Toronto-Dominion, de la Caisse de dépôt et placement du Québec, du conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, du Healthcare of Ontario Pension Plan et de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada.

Encadré 1

## Les raisons de l'accent mis sur les dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens négociés de gré à gré

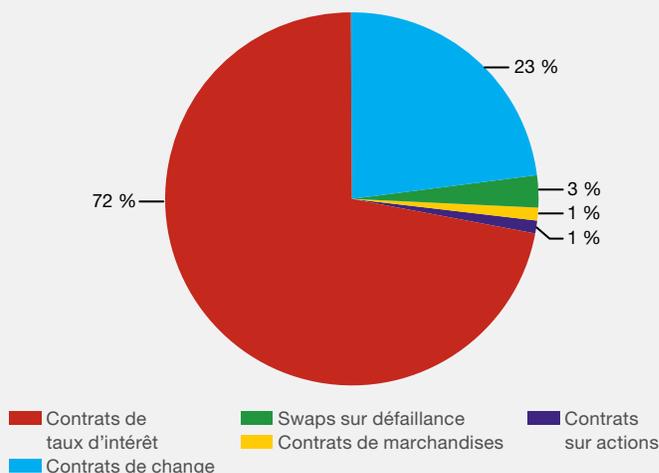
L'engagement des pays du G20 envers la compensation centralisée des contrats de dérivés de gré à gré standardisés s'applique aux cinq principales catégories de produits (dérivés de taux d'intérêt, de crédit, de change, d'actions et de marchandises). Mais certains de ces produits occupent une plus grande place que d'autres dans le paysage financier canadien, et les contreparties centrales (CC) ne sont pas encore en mesure de les compenser tous de manière sûre.

La compensation centralisée est celle qui promet le plus d'améliorer la stabilité financière des marchés d'importance systémique pour le Canada. La Banque range parmi ces derniers le marché des dérivés de taux d'intérêt négociés de gré à gré et celui des contrats de taux de change, en raison de leur taille et de leur centralité au sein du système financier canadien, ainsi que des risques auxquels ils exposent les opérateurs. Ces deux types d'instruments composent la majeure partie des portefeuilles de dérivés de gré à gré des banques canadiennes (**Graphique 1-A**). Leurs marchés respectifs jouent également un rôle clé en permettant aux participants de se couvrir contre les risques associés à leurs opérations. Par exemple, les banques concluent des swaps de taux d'intérêt pour limiter les risques découlant de l'asymétrie des échéances entre les dépôts avec lesquels elles se financent et les prêts à plus long terme qu'elles consentent. Les entreprises utilisent les dérivés de gré à gré pour se protéger des risques que leur font courir les flux de trésorerie en devises de leurs succursales étrangères, tandis que les établissements financiers, les sociétés et les administrations publiques y recourent pour gérer les risques de taux d'intérêt et de change liés à leurs emprunts sur les marchés locaux et étrangers.

Cependant, la plupart des dérivés de change se prêtent mal à l'heure actuelle à la compensation centralisée, du fait qu'ils comportent un risque de règlement élevé, que les CC ne peuvent pas encore contrôler pleinement. Il n'existe pas non plus pour le moment un consensus international sur la nécessité de soumettre ces produits à la compensation centralisée. C'est pourquoi les autorités canadiennes ont focalisé leur analyse en vue du choix du mode de compensation approprié sur les dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens.

**Graphique 1-A : Portefeuilles de dérivés de gré à gré des banques canadiennes (encours notionnels)**

Encours total = 10,1 billions \$ É.-U.



Source : Groupe de travail sur les dérivés de gré à gré (2010)

Dernière observation : juin 2010

d'intérêt de gré à gré (avec plus de 99 % de l'encours des contrats compensés), qu'elle peut exécuter en 17 monnaies, dont le dollar canadien<sup>13</sup>.

Les autorités canadiennes considèrent que les CC mondiales fourniront un environnement sûr, robuste et résilient pour la compensation des dérivés de gré à gré si elles se conforment aux principes du CSPR-OICV et aux exigences de reconnaissance spécifiques des organismes de réglementation canadiens et que les quatre garde-fous requis sont en place. Sur ce dernier point, le

travail n'est pas achevé, mais les autorités canadiennes sont satisfaites de l'orientation et du rythme des efforts déployés par la communauté internationale, notamment en ce qui concerne l'établissement des quatre garde-fous dans les CC mondiales qui desservent le marché canadien. Le service SwapClear, en particulier, a instauré un certain nombre de mesures :

- **Accès équitable et non discriminatoire** : Les critères d'accès à SwapClear ont été revus et respectent les principes du CSPR-OICV et le garde-fou pertinent<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> En septembre 2012, on recensait quatre CC œuvrant à l'échelle internationale qui prenaient en charge la compensation des contrats dérivés de taux d'intérêt de gré à gré : SwapClear (pour un encours notionnel brut de 340 billions de dollars É.-U.), CME Group (0,4 billion de dollars É.-U.), Singapore Exchange (0,3 billion de dollars É.-U) et Eurex Clearing (volume non divulgué).

<sup>14</sup> Par exemple, SwapClear a fait passer le niveau minimal des exigences de fonds propres nets imposées aux adhérents compensateurs de 5 milliards de dollars à 50 millions, pondéré en fonction de l'exposition du membre. Également, l'obligation pour ces derniers de détenir un portefeuille d'opérations de swap totalisant 1 billion de dollars en montant notionnel a été supprimée.

Cinq des grandes banques canadiennes ont un accès direct aux services de compensation de SwapClear; la sixième a entrepris des démarches en ce sens.

- **Surveillance et réglementation** : La Financial Services Authority, l'organisme de réglementation britannique de qui SwapClear relève principalement, a mis sur pied des mécanismes bilatéraux et multilatéraux de coopération et d'échange de renseignements. La Banque du Canada participe au dispositif multilatéral de coopération réglementaire, qui l'aide à surveiller les risques associés à l'utilisation des services de compensation de SwapClear et à s'acquitter des responsabilités qu'elle aurait à assumer si ce système était désigné comme étant de son ressort<sup>15</sup>. Les autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada exercent généralement leurs fonctions dans le cadre de régimes de reconnaissance reposant sur un échange d'information régi par des protocoles d'entente bilatéraux, et elles ont commencé à adopter de tels protocoles applicables aux produits dérivés de gré à gré.
- **Reprise des activités et résolution des défaillances** : Les principaux pays, dont le Royaume-Uni, se sont engagés à adopter des régimes de reprise des activités et de résolution des défaillances visant les CC d'importance systémique. Le Trésor britannique a aussi publié un document de consultation exposant la manière dont il propose de résoudre la défaillance d'une CC (HM Treasury, 2012).

- **Accès à des liquidités d'urgence** : Les autorités réglementaires du Canada et du Royaume-Uni exigeront de SwapClear, au minimum, le respect des exigences de liquidité prévues dans les principes du CSPR-OICV; par ailleurs, des travaux sont en cours pour lever les obstacles techniques à la mise en place d'un mécanisme d'octroi de liquidités d'urgence en plusieurs devises aux CC, dont SwapClear.

Compte tenu des progrès accomplis dans la mise en œuvre des quatre garde-fous, les autorités canadiennes jugent qu'elles disposeront des outils nécessaires pour préserver la stabilité du marché canadien des dérivés de taux d'intérêt négociés de gré à gré dans le contexte d'une approche globale. Elles ont donc annoncé en octobre 2012 que les opérateurs canadiens pourront compenser les contrats de dérivés de gré à gré au moyen de toute CC reconnue par les autorités canadiennes, ce qui inclut les CC mondiales. Cette décision n'empêche aucunement l'instauration et l'exploitation futures d'une CC locale.

La Banque du Canada et les autres autorités canadiennes poursuivront leur collaboration avec les autorités d'autres entités territoriales pour que les quatre garde-fous soient mis en place au niveau des CC mondiales, y compris SwapClear. De même, elles suivront de près l'évolution des marchés des dérivés de gré à gré et des services de compensation, tant au Canada qu'à l'étranger. Elles devront également surveiller la mise en œuvre des garde-fous dans toute CC qui deviendrait cruciale pour la stabilité des marchés canadiens des dérivés de taux d'intérêt de gré à gré ou de tout autre marché financier d'importance systémique.

<sup>15</sup> Le dispositif multilatéral de coopération facilite les échanges de renseignements, de vues et d'opinions entre les autorités réglementaires participantes.

## Bibliographie

Chande, N., N. Labelle et E. Tuer (2010). « Les contreparties centrales et le risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-57.

Comité sur le système financier mondial (2011). *The Macrofinancial Implications of Alternative Configurations for Access to Central Counterparties in OTC Derivatives Markets*, coll. « CGFS Papers », n° 46.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2012a). *Principles for Financial Market Infrastructures*, avril.

——— (2012b). *Recovery and Resolution of Financial Market Infrastructures*, rapport consultatif, juillet.

Conseil de stabilité financière (2012). *Progress of Financial Regulatory Reforms*, lettre du président du Conseil de stabilité financière aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20, 16 avril.

Fontaine, J.-S., H. Pérez Saiz et J. Slive (2012). « Accès, concurrence et risques sur les marchés à compensation centralisée », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 14-24.

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. Internet : [www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/10/reforme.pdf](http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/10/reforme.pdf).

Groupe des Vingt (2009). *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'états et de gouvernements*.  
Internet : [www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0925-fr.html](http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0925-fr.html).

HM Treasury (2012). *Financial Sector Resolution: Broadening the Regime*, Cm 8419, août. Internet : [www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc\\_financial\\_sector\\_resolution\\_broadening\\_regime.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_financial_sector_resolution_broadening_regime.pdf).

McVanel, D., et J. Murray (2012). « Approche de la Banque du Canada à l'égard des Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison, p. 55-60.

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.