

# Exigences de marges pour les produits dérivés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale

Nikil Chande, Stéphane Lavoie et Thomas Thorn

## Introduction

La réforme des marchés des produits dérivés de gré à gré constitue un des chantiers prioritaires ouverts par les dirigeants du G20 en réponse à la crise financière mondiale<sup>1</sup>. Bien que la crise n'ait pas pris naissance dans ces marchés, la taille de ceux-ci, leur fort degré d'interconnexion et l'opacité des expositions au risque ont contribué à amplifier les tensions financières et à les propager. La réforme des marchés des dérivés de gré à gré vise avant tout la réduction du risque systémique par le renforcement de ces marchés afin qu'ils demeurent ouverts même lorsque surviennent des chocs importants, ce qui limiterait les effets de contagion en cas de défaillance d'une grande institution financière. La réforme a également pour but de permettre aux autorités de mieux cerner le réseau des expositions qui lient les acteurs de ces marchés, ainsi que d'améliorer la transparence et de protéger contre les abus de marché.

Pour atteindre ces objectifs, le G20 a convenu de ce qui suit<sup>2</sup> :

- les transactions sur dérivés de gré à gré doivent être notifiées aux référentiels centraux de données;
- tous les contrats de dérivés de gré à gré standardisés doivent être compensés par des contreparties centrales et échangés sur des plateformes de négociation organisées, lorsqu'il y a lieu;

- les produits dérivés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale doivent être soumis à des exigences plus strictes en matière de fonds propres et de marges.

Le niveau plus élevé des fonds propres et des marges exigés à l'égard des dérivés non compensés par une contrepartie centrale aidera à diminuer le risque systémique, tout en favorisant la standardisation des contrats de dérivés de gré à gré et l'utilisation de contreparties centrales<sup>3</sup>.

Le présent rapport expose les exigences de marges relatives aux dérivés non compensés centralement qui ont été élaborées par le groupe de travail sur les exigences de marges<sup>4</sup> (Working Group on Margining Requirements) et publiées en septembre 2013 (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, 2013a). Les exigences fixées respectent un équilibre entre les avantages découlant de l'atténuation du risque systémique et les coûts liés à la réglementation, y compris l'accroissement de la demande de sûretés. Le respect de cet équilibre est important : bien que les dérivés soient nécessaires pour couvrir l'exposition aux risques, ils impliquent eux-mêmes des risques qui doivent être gérés adéquatement. Le rapport brosse tout d'abord un tableau du marché des dérivés de gré

<sup>1</sup> Pour un récent état des avancées enregistrées en matière de réformes financières, voir la lettre adressée en septembre 2013 aux dirigeants du G20 par le président du Conseil de stabilité financière (CSF, 2013a).

<sup>2</sup> L'engagement en faveur de la réforme des marchés des dérivés de gré à gré a été pris en septembre 2009 (G20, 2009) et réaffirmé lors de sommets subséquents du G20. Le CSF fait régulièrement le point sur les progrès accomplis dans la mise en œuvre de la réforme (CSF, 2013b). 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.

<sup>3</sup> Chande, Labelle et Tuer (2010) abordent les avantages que l'utilisation de contreparties centrales offre sur le plan de la réduction du risque systémique.

<sup>4</sup> Ce groupe de travail a été formé conjointement par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs. Ses propositions ont été formulées en consultation avec le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité sur le système financier mondial.

à gré non compensés par une contrepartie centrale. Il décrit ensuite le dispositif d'établissement des marges à l'égard de ces dérivés et les répercussions probables de l'instauration de celles-ci au Canada et à l'échelle du système financier mondial. Il donne enfin un aperçu des travaux à venir dans le domaine.

## Le marché des dérivés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale

Même si l'un des objectifs clés de la réforme est d'inciter à la compensation des dérivés de gré à gré par les contreparties centrales, cela ne sera pas toujours possible. En effet, certains produits dérivés ne sont pas adaptés à ce type de compensation parce qu'ils ne sont pas suffisamment standardisés ou assez liquides pour que les contreparties centrales puissent en établir le prix de façon fiable et gérer les risques qui y sont associés. En outre, certains acteurs de marché (notamment des utilisateurs finaux non financiers) ne seront pas tenus de confier la compensation de leurs opérations à une

contrepartie centrale, même celles concernant des instruments standardisés. Ainsi, en dépit de la promotion vigoureuse du recours à la compensation centrale, une partie des dérivés de gré à gré continuera d'être négociée bilatéralement.

Le marché mondial des dérivés de gré à gré est énorme, l'encours notionnel brut dépassant 729 billions de dollars canadiens, dont environ 370 billions ne font pas l'objet d'une compensation centrale<sup>5</sup>. Au pays, le marché de ces produits est également considérable, l'encours notionnel atteignant plus de 18 billions de dollars canadiens, dont environ 11 billions ne sont pas compensés centralement<sup>6</sup>. Les institutions financières canadiennes qui participent à ces opérations négocient activement des produits dérivés à l'intérieur et à l'extérieur du pays. Par exemple, près de 40 % (en valeur notionnelle) des transactions sur dérivés de gré à gré effectuées par les six plus grandes banques canadiennes sont conclues à l'étranger, et bon nombre de celles qui sont comptabilisées au pays ont pour contrepartie une entité étrangère (Wilkins et Woodman, 2010). Le **Tableau 1** et le **Tableau 2** donnent une répartition plus détaillée, par

**Tableau 1 : Opérations sur dérivés de gré à gré de l'ensemble des acteurs du marché mondial (encours notionnel en milliards de dollars canadiens au 30 juin 2012)<sup>a</sup>**

	Taux d'intérêt	Change	Crédit	Actions	Produits de base	Total
Opérations compensées centralement	285 169	32	6 796	197	789	292 984
Opérations compensées bilatéralement	268 731	69 575	24 665	6 376	2 608	371 956
<b>Total</b>	<b>553 900</b>	<b>69 608</b>	<b>31 462</b>	<b>6 573</b>	<b>3 396</b>	<b>664 939</b>

a. Valeurs tirées du deuxième document consultatif du groupe de travail sur les exigences de marges et converties à l'aide du taux de change euro/\$ CAN publié par la Banque du Canada pour le vendredi 29 juin 2012 à midi. Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

**Tableau 2 : Opérations sur dérivés de gré à gré des six grandes banques canadiennes (encours notionnel en milliards de dollars canadiens au 30 avril 2013)<sup>a</sup>**

	Taux d'intérêt	Change et or	Crédit	Actions	Autres	Total
Opérations compensées centralement	6 084	2	2	1	2	6 091
Opérations compensées bilatéralement	6 857	3 743	145	315	121	11 181
<b>Total</b>	<b>12 942</b>	<b>3 744</b>	<b>146</b>	<b>316</b>	<b>124</b>	<b>17 272</b>

a. Valeurs calculées à partir des données du Bureau du surintendant des institutions financières concernant les grandes banques canadiennes et corrigées sur la base des données d'octobre 2010 du Comité de l'infrastructure du marché canadien pour supprimer les doubles comptages. Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total indiqué.

<sup>5</sup> Encours total à l'échelle mondiale en juin 2013, selon la Banque des Règlements Internationaux, converti à l'aide du taux de clôture \$ CAN/\$ É.-U. publié par la Banque du Canada pour le 28 juin 2013. La valeur des opérations non compensées centralement, en date d'avril 2012, est fondée sur l'étude d'impact quantitative réalisée par le groupe de travail sur les exigences de marges (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, 2013b).

<sup>6</sup> D'après les données du Bureau du surintendant des institutions financières concernant les grandes banques canadiennes.

catégorie d'actifs, de la valeur notionnelle des marchés des dérivés de gré à gré (que ceux-ci soient compensés centralement ou bilatéralement).

Les produits dérivés personnalisés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale jouent un rôle important, car ils permettent aux entreprises de couvrir des risques particuliers<sup>7</sup>. Ainsi, une firme canadienne qui émet des titres de dette en dollars canadiens afin de financer un nouveau projet dans un autre pays peut avoir recours à un swap de devises pour couvrir à la fois son risque de change et son risque de taux d'intérêt. Par conséquent, l'objectif des autorités ne consiste pas à éliminer ces produits, mais à veiller à ce que les risques liés à ceux-ci soient gérés adéquatement.

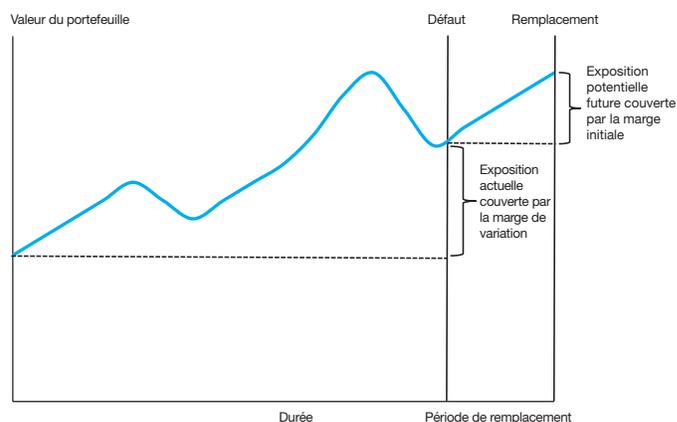
Le marché des dérivés de gré à gré non compensés centralement devrait se contracter au fil de la mise en application de la réforme. Par exemple, les résultats d'une enquête donnent à penser que son encours notionnel régressera pour s'établir à 200 billions de dollars canadiens à l'échelle mondiale (diminution d'environ 45 %) et aux alentours de 3 billions au Canada (baisse de quelque 65 %)<sup>8</sup>. Le marché se contractera en raison des exigences supérieures en matière de fonds propres et de marges, qui inciteront les opérateurs à utiliser les contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés<sup>9</sup>.

## Normes relatives aux marges

### Objectifs

L'instauration d'exigences de marges à l'égard des dérivés ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale présente deux avantages principaux : la réduction du risque systémique et la promotion de leur compensation par des contreparties centrales<sup>10</sup>. Les nouvelles exigences visent à soutenir la compensation centrale, lorsque celle-ci est possible, de même qu'à réduire les effets de contagion et de débordement, lorsque la compensation centrale n'est

**Figure 1 : Comment la marge de variation et la marge initiale permettent de gérer le risque de crédit lié aux produits dérivés de gré à gré**



pas envisageable, en faisant en sorte que des sûretés soient disponibles pour contrebalancer les pertes imputables au défaut d'une contrepartie. Les normes prévoient l'échange de deux types de marges qui permettent de gérer des risques liés mais distincts (Figure 1).

1. **Marge de variation.** La valeur de marché du portefeuille des transactions sur dérivés conclues entre deux parties n'étant pas constante dans le temps, l'une des parties peut voir ses obligations envers l'autre augmenter. Celle dont le portefeuille prend de la valeur devient ainsi exposée à des pertes potentielles en cas de défaillance de sa contrepartie. Un échange régulier et intégral des marges de variation entre les parties permettra de faire contrepoids à ces mouvements des positions nettes et d'éviter l'apparition au fil du temps d'expositions considérables non garanties. Si l'une des parties venait à manquer à ses engagements, l'exposition courante de l'autre partie envers elle serait limitée et aurait plus de chances d'être couverte par la marge initiale, même dans le contexte d'une importante variation du marché.
2. **Marge initiale.** Ce type de marge procure également une protection contre le risque de crédit. Si une contrepartie faillit à ses engagements, l'entreprise non défaillante pourrait subir des pertes par suite d'une hausse des coûts de remplacement entre le moment du défaut et celui où les positions auprès de cette contrepartie sont remplacées ou liquidées (Murphy, 2013). L'échange de marges initiales afin de couvrir cette future exposition potentielle fait en sorte que l'entreprise en défaut a fourni au moins certaines sûretés pour aider l'autre partie à faire face aux coûts associés au remplacement des contrats.

<sup>7</sup> L'International Swaps and Derivatives Association (2013) traite du rôle des dérivés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale au sein de l'économie mondiale.

<sup>8</sup> Ces estimations se fondent sur les réponses des entités canadiennes à l'étude d'impact quantitative du groupe de travail sur les exigences de marges; un résumé de cette étude a été rendu public dans le deuxième document consultatif du groupe de travail (Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, 2013b).

<sup>9</sup> En date du 2 avril 2013, la Banque du Canada a désigné le service SwapClear de LCH.Clearnet en tant que contrepartie centrale d'importance systémique en vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, assujettissant ainsi ce service à sa surveillance réglementaire. Le seul service de compensation des dérivés de gré à gré existant au Canada est celui concernant les contrats sur actions exploité par la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés.

<sup>10</sup> Le Comité sur le système financier mondial (2010) aborde le rôle des exigences de marges dans l'atténuation de la procyclicité ainsi que d'autres questions liées au risque systémique.

Les nouvelles normes prévoient l'adoption complète des exigences proposées dans le cas des marges de variation, mais partielle dans le cas des marges initiales. Le fait d'exiger le dépôt de deux marges représente un changement de direction : en cas de défaut d'une contrepartie, l'entreprise non défaillante n'est plus seule à absorber les pertes. En effet, si l'une des parties ne respecte pas ses engagements, les sûretés qu'elle a fournies serviront en priorité à éponger les pertes. Seul le reliquat sera absorbé au moyen des fonds propres de la firme non défaillante, les marges et les fonds propres ayant des fonctions complémentaires<sup>11</sup>. S'écarter d'un modèle dans lequel seule l'entreprise qui survit essuie des pertes devrait permettre, grâce à la meilleure harmonisation des incitations, de réduire l'aléa moral pouvant mener à une prise de risque excessive (Biais, Heider et Hoerova, 2012). De plus, le versement de marges favorisera la résilience des marchés, puisqu'une firme ayant reçu des sûretés de ses contreparties sera moins tentée, en période de tensions, de se retirer du marché<sup>12</sup>. Enfin, des exigences de fonds propres et de marges supérieures à l'égard des dérivés non compensés centralement encourageront la standardisation des dérivés de gré à gré et l'utilisation de contreparties centrales, lorsque cela est possible.

## Principaux éléments du dispositif

Maintenant que nous en avons présenté les grands objectifs, analysons plus en détail les exigences relatives aux marges, tout particulièrement les entités concernées, les instruments qu'il faudra garantir, les types de sûretés autorisées et le calendrier d'application de ces exigences.

Dans le nouveau dispositif, tous les établissements financiers ainsi que les entités non financières d'importance systémique qui effectuent des opérations sur dérivés sans contrepartie centrale devront échanger des marges initiales et des marges de variation. Les entreprises n'ayant que de faibles volumes de transactions sur le marché des dérivés seront dispensées de cette obligation, de même que les États (**Encadré 1**). Les deux consultations publiques lancées par le groupe de travail

sur les exigences de marges ont révélé que l'échange obligatoire des marges de variation reçoit un soutien quasi unanime, mais que l'échange de marges initiales préoccupe certaines parties<sup>13</sup>. Plusieurs éléments du dispositif annoncé traduisent une volonté d'aboutir à un juste équilibre entre la sûreté et l'efficience. Les exigences relatives aux marges de variation auront une application universelle, alors que les marges initiales entrèrent progressivement en vigueur, ne seront exigées qu'une fois franchi un seuil d'exposition et ne s'appliqueront pas à certains dérivés de change.

**Traitement des dérivés de change :** Le dispositif exempt de marges initiales les swaps de change et les contrats de change à terme réglés par livraison physique, ainsi que les opérations de change réglées par livraison physique associées à l'échange du principal des swaps de devises, mais le dépôt de marges de variation reste, lui, applicable. Ce traitement particulier est motivé par un certain nombre de facteurs :

- *Le risque de remplacement :* Les pertes que devrait supporter une partie non défaillante en cas de défaut de sa contrepartie pourraient être couvertes par la marge initiale. Cependant, comme les swaps de change et les contrats de change à terme tendent à se dénouer sur le court terme, la période durant laquelle une défaillance peut survenir est, elle aussi, brève. En outre, le marché de ces dérivés est généralement extrêmement liquide, en particulier dans le cas des grandes paires de monnaies et des instruments à échéance plus rapprochée. Par conséquent, face à un défaut, l'entité non défaillante aura probablement accès à un marché liquide, ce qui lui permettra de passer rapidement des contrats de remplacement.
- *Financement transfrontalier :* Puisque les swaps de change et les contrats de change à terme jouent un rôle important dans le financement en devises, l'effet qu'aurait sur ce marché de financement essentiel l'imposition de marges initiales a été pris en considération. Il s'agit d'un enjeu particulièrement important pour de petites économies de marché ouvertes comme celle du Canada.
- *Risque de règlement :* Dans la mesure où ces transactions donnent lieu à de gros paiements faisant intervenir plusieurs monnaies, elles s'accompagnent d'un risque de règlement élevé (risque qu'une partie n'assume pas ses propres obligations de livraison après réception des devises convenues). La plupart des swaps de change et des contrats de change à terme sont déjà réglés par l'entremise de la CLS

<sup>11</sup> Bien que les exigences de fonds propres au titre des expositions au risque de contrepartie liées aux transactions sur dérivés de gré à gré ne soient pas l'objet du présent rapport, elles constituent un aspect important de la réforme. Le dispositif de Bâle III prévoit des exigences de fonds propres plus élevées pour les opérations sur dérivés compensées bilatéralement; pour ce qui est des transactions compensées centralement, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2013a) met la dernière main aux exigences qui s'appliqueront aux expositions envers les contreparties centrales. Dans un document consultatif connexe, le Comité de Bâle (2013b) propose une nouvelle méthodologie de constitution de fonds propres en adéquation avec le risque de contrepartie associé aux opérations sur dérivés.

<sup>12</sup> Par contre, en période de tensions, la partie qui fournit la sûreté pourrait hésiter davantage à conclure de nouvelles transactions avec une contrepartie si elle a des doutes quant à la solvabilité de cette dernière et à la fiabilité des règles de séparation des sûretés.

<sup>13</sup> Voir par exemple la lettre cosignée par l'International Swaps and Derivatives Association, l'Institute of International Finance, l'Association for Financial Markets in Europe et la Securities Industry and Financial Markets Association (2013).

## Encadré 1

## Les exigences de marges et les entités souveraines

Conformément à ce que prévoit le dispositif international, les banques centrales et les États sont exemptés des obligations relatives aux exigences de marges pour les dérivés de gré à gré. Ces entités peuvent déterminer elles-mêmes l'ampleur des marges qu'elles échangent avec leurs contreparties. Jusqu'ici, les accords établis par les États dispensaient les contreparties de toute obligation d'échange de marges ou n'imposaient d'obligation, pour le dépôt de marges de variation, qu'aux intervenants qui sont parties à des transactions avec ces entités, aux termes d'un accord d'échange unilatéral (Organisation de coopération et de développement économiques, 2011). La prise en compte des coûts et des risques a cependant amené un certain nombre d'États, dont le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède, à adopter des accords d'échange bilatéral.

Sur le plan des coûts, les frais que doivent assumer les courtiers en dérivés afin de garantir leurs transactions et de respecter les exigences de fonds propres pour les opérations sur dérivés non garanties pourraient être transmis aux entités souveraines à travers le renchérissement des contrats. Dans les échanges unilatéraux, l'opérateur ne reçoit pas de marge de variation de la partie souveraine quand la valeur du contrat évolue en sa faveur. Toutefois,

si l'opérateur passe, comme c'est souvent le cas, un contrat de sens opposé dans le cadre d'un échange bilatéral de sûretés avec une autre contrepartie qui se porte couverture, il devra lui apporter des sûretés additionnelles puisque la valeur du contrat est devenue favorable à sa contrepartie. Le coût de la fourniture de ces sûretés serait normalement répercuté sur l'entité souveraine. De ce point de vue, un accord d'échange bilatéral de marges permet aux États d'éviter de tels frais. En lieu et place, l'entité souveraine devra certes financer les sûretés qu'elle remet à l'opérateur, mais elle peut généralement le faire à un moindre coût. De la même manière, la signature d'un accord d'échange bilatéral permettra à l'opérateur de réduire sensiblement les exigences de fonds propres qui lui sont imposées.

Les États et les opérateurs du marché des dérivés qui n'échangeaient aucune marge de variation pourraient aussi bénéficier d'une réduction du risque en diminuant leurs expositions non garanties grâce à l'adoption d'un accord d'échange bilatéral. Enfin, certaines entités souveraines imposent aux opérateurs l'obligation de déposer des marges initiales, de manière à atténuer les éventuels coûts de remplacement qu'elles supporteraient si, dans une transaction sur dérivés, elles étaient confrontées à une défaillance de leur contrepartie.

Bank, une infrastructure majeure sur le marché financier international pour l'atténuation du risque de règlement des opérations de change.

- **Arbitrage réglementaire** : Le dispositif n'impose pas de marge initiale pour couvrir l'échange de principal dans les swaps de devises. Cette dispense tient au rôle important que remplissent ces swaps dans le financement en devises. Elle s'explique aussi par un besoin de cohérence au vu de l'exemption dont bénéficient les contrats de change à terme et les swaps de change réglés par livraison physique. Procéder autrement encouragerait l'arbitrage réglementaire.

**Seuil associé aux marges initiales** : Il ne sera pas obligatoire d'échanger des marges initiales pour des expositions potentielles futures inférieures à 50 millions d'euros. Cette disposition permet d'axer les échanges de marges sur les expositions plus élevées, d'alléger les contraintes liées à la constitution de marges sur les expositions de faible montant et de réduire le nombre d'entreprises soumises aux exigences de marges. On estime que l'introduction de ce seuil induira une baisse d'environ 60 % de la demande mondiale de sûretés causée par les exigences.

**Réutilisation des marges initiales** : Sous réserve du respect d'un certain nombre de conditions strictes, destinées à protéger les droits des clients sur une sûreté, les marges initiales peuvent être réutilisées une seule fois, pour autant qu'elles soient séparées des autres actifs et qu'elles ne servent qu'à couvrir les positions sur dérivés nées des transactions réalisées entre un opérateur et ses clients. La réutilisation des marges de variation n'est soumise à aucune restriction, puisque l'échange de ces marges vise essentiellement à solder les bénéfices ou les pertes enregistrés sur les positions détenues par les parties à des contrats de dérivés.

**Sûretés admissibles** : Les actifs obtenus en garantie afin de satisfaire aux exigences en matière de marges de variation et de marges initiales doivent être liquides pour pouvoir être cédés assez rapidement le cas échéant; ces actifs doivent aussi faire l'objet d'une décote adéquate, conforme à la baisse de la valeur de marché qui peut se produire à la liquidation. Sous réserve de ces principes, le dispositif relatif aux marges prévoit une large gamme (non exhaustive) de sûretés admissibles, qui comprend des espèces, des titres d'État et de sociétés de haute qualité, des actions des sociétés composant les grands indices boursiers et de

l'or. Les normes ne prescrivent pas le lieu de détention des sûretés, mais prévoient que celles-ci devront être facilement accessibles en cas de défaillance.

**Période d'introduction :** Les exigences relatives aux marges initiales seront mises en place progressivement entre 2015 et 2019, en fonction du montant notionnel des expositions des entreprises<sup>14</sup>. De cette façon, les participants au marché disposeront de temps pour accéder à des services de compensation centrale, obtenir auprès des autorités prudentielles l'agrément de leurs modèles de calcul des marges initiales requises pour les opérations sur dérivés non compensées centralement, renégocier les accords conclus avec des contreparties et concevoir des procédures de dépôt et de collecte de marges. Le dispositif n'impose de marges initiales qu'aux opérations effectuées entre contreparties soumises au calendrier d'application, cela permettant de réduire le risque d'une augmentation subite de la demande de sûretés. D'après les résultats de l'étude d'impact commandée par le groupe de travail, les grandes banques canadiennes ne devraient pas faire partie de la première cohorte d'établissements tenus de verser des marges initiales. Quant à l'échange de marges de variation, il sera obligatoire pour tous les contrats passés après le 1<sup>er</sup> décembre 2015.

## Évaluation de l'incidence chiffrée des exigences de marges

Le groupe de travail a mené, avec la collaboration d'institutions financières de différents pays, une étude d'impact afin d'estimer la demande de sûretés qui découlerait des nouvelles exigences en matière de marges. Les résultats de cette étude ont permis d'évaluer et d'adapter plusieurs éléments du dispositif. Par exemple, les données de l'étude indiquent qu'en exemptant des marges initiales les swaps de change et les contrats de change à terme et en introduisant un seuil de 50 millions d'euros pour ces marges, l'encours des marges initiales qui serait requis dans le monde entier passerait d'environ 1,7 billion d'euros à 0,7 billion<sup>15, 16</sup>.

Bien que le dispositif comporte des mesures qui atténueront l'effet des exigences de marges sur la demande de sûretés, les acteurs de marché auront encore besoin d'un volume supplémentaire significatif de sûretés, lequel viendra s'ajouter à la demande accrue suscitée

par d'autres mesures réglementaires. Malgré tout, selon diverses études, cette hausse escomptée de la demande devrait pouvoir être satisfaite. Pour en savoir plus, voir Cruz Lopez, Mendes et Vikstedt (2013) et Comité sur le système financier mondial (2013).

Même si on ne s'attend pas à une pénurie de sûretés au niveau mondial, il n'en reste pas moins que les intervenants de marché devront supporter des coûts plus élevés pour financer les garanties nécessaires, parallèlement au surcroît de coûts associé aux exigences de fonds propres et aux réformes. Pour mieux mesurer l'ampleur globale des effets des réformes relatives aux dérivés, le groupe d'évaluation macroéconomique sur les dérivés (Macroeconomic Impact Assessment Group on Derivatives), qui a été chargé de déterminer l'incidence nette qu'auraient sur l'économie mondiale toutes ces réformes, a réalisé une analyse coûts-avantages (Encadré 2). Dans le cadre de cette analyse, le groupe a estimé à quelque 212 milliards d'euros la hausse nette du montant des marges de variation échangées en regard des dérivés de gré à gré<sup>17</sup>.

## Travaux à venir

Le dispositif relatif aux marges requises pour les dérivés non compensés centralement ayant maintenant été accepté à l'échelle internationale, il appartient aux pouvoirs publics d'en appliquer les règles sur leur propre territoire. C'est dans cette optique qu'au Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières envisage d'actualiser ses lignes directrices à l'intention des institutions financières fédérales. De la même manière, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières envisagent de préparer des projets de règlement pour harmoniser les réglementations provinciales avec les nouvelles normes internationales.

Les acteurs internationaux poursuivront également leurs efforts. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs établiront un groupe dont la mission sera de surveiller et d'évaluer (et peut-être de réexaminer) un certain nombre d'aspects concernant les marges exigées. Ce groupe :

- se penchera sur les modèles internes d'estimation des marges initiales utilisés en entreprise, sachant que le mauvais calibrage de ces modèles pourrait concourir à la procyclicité des exigences de marges;

<sup>14</sup> Lorsque la moyenne de l'encours notionnel des expositions d'une entreprise calculées à la fin des mois de juin, juillet et août dépasse un certain seuil, cette entreprise devra se conformer aux exigences relatives aux marges initiales à compter du 1<sup>er</sup> décembre suivant. Les seuils passent de 3 billions d'euros en 2015 à 8 milliards à partir de 2019.

<sup>15</sup> D'après l'étude d'impact quantitative, les exigences de marges se monteront à environ 50 milliards de dollars pour les établissements financiers canadiens.

<sup>16</sup> À supposer que toutes les entreprises soient autorisées à utiliser un modèle interne pour calculer le niveau des marges requises. Les chiffres sont bien plus élevés si les exigences de marges sont établies selon la méthode prescrite.

<sup>17</sup> Ce chiffre englobe le montant des marges liées à toutes les opérations sur dérivés de gré à gré, que les contrats fassent ou non l'objet d'une compensation centrale. Dans son évaluation, le groupe considère que 60 % des transactions bilatérales effectuées avant la réforme s'accompagnaient d'un échange de marges de variation, et fonde ses calculs sur une valeur à risque à 1 jour au seuil de confiance de 99 %.

## Encadré 2

## Le groupe d'évaluation macroéconomique sur les dérivés

En février 2013, les présidents du Conseil de stabilité financière, du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et du Comité sur le système financier mondial ont chargé le groupe d'évaluation macroéconomique sur les dérivés (Macroeconomic Assessment Group on Derivatives) d'estimer l'incidence macroéconomique du projet de réforme des marchés des dérivés de gré à gré. Le groupe s'est employé à chiffrer les coûts et avantages du passage à la compensation centrale, des exigences de fonds propres supplémentaires rattachées à Bâle III et de l'application des exigences de marges minimales formulées par le groupe de travail sur les exigences de marges.

Selon les conclusions de l'étude, une meilleure gestion du risque de contrepartie permettrait de réduire la probabilité de voir les marchés des dérivés servir de canal de propagation des chocs financiers et provoquer une crise financière. Cette réduction entraînerait une hausse du niveau anticipé du PIB mondial. Cet effet sur le PIB se trouverait en partie neutralisé

par les coûts des exigences supplémentaires prescrites en matière de fonds propres et de sûretés, ainsi que par les autres coûts de la réforme, qui sont de nature à accroître le coût du financement et des instruments de couverture. Extrêmement variables, ces coûts seront fonction de l'ampleur du recours aux contreparties centrales pour la compensation des transactions, du degré d'efficacité atteint à ce chapitre et du coût de financement des fonds propres et des sûretés. Compte tenu de l'ensemble de ces facteurs, la valeur du bénéfice net qui découlerait de la réforme se situerait entre 0,09 % et 0,13 % du PIB mondial (estimation centrale de 0,12 %, soit à peu près 85 milliards de dollars É.-U.). Le rapport contient par ailleurs une analyse qualitative de certains aspects que le groupe d'évaluation macroéconomique n'a pu mesurer, par exemple l'influence des changements sur les pratiques de couverture, la taille du marché des produits dérivés de gré à gré après la mise en œuvre de la réforme, et les coûts de la compensation indirecte.

Pour en savoir plus, voir le rapport du groupe d'évaluation macroéconomique sur les dérivés (Comité de Bâle, 2013c).

- évaluera si les modèles validés par les autorités nationales diffèrent sensiblement entre pays;
- déterminera si le travail en cours sur les fonds propres réglementaires est susceptible d'influencer les exigences de marges;
- surveillera les répercussions de certains aspects bien précis des exigences, notamment l'exemption dans le cas des opérations de change réglées par livraison physique et la réutilisation autorisée, à certaines conditions, des marges initiales.

Les intervenants de marché s'attachent, eux, à élaborer un modèle interne standard pour le calcul des exigences en matière de marges initiales.

## Conclusion

En réponse à la crise financière, le G20 s'est engagé à réformer en profondeur le système financier mondial. Des progrès notables ont été enregistrés, notamment sur le plan de la résilience des marchés des dérivés et de la réduction du risque systémique. À cette fin, les autorités s'emploient à favoriser le recours aux contreparties centrales et aux référentiels centraux de données et à fixer des exigences minimales en matière de marges et de fonds propres pour les opérations sur dérivés de gré à gré.

Les exigences de fonds propres et de marges applicables aux dérivés qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale jouent un rôle important en incitant les opérateurs à s'adresser à une contrepartie centrale et en atténuant le risque systémique dont sont porteurs les produits dérivés compensés bilatéralement. Aussi bénéfique qu'elle soit, cette réduction du risque ne va pas sans coûts, car les exigences de marges provoquent une hausse du coût des transactions. C'est donc avec le souci de parvenir à un juste équilibre que les autorités de réglementation à l'échelle mondiale ont consulté les acteurs de marché avant de formuler les exigences expliquées dans le présent rapport. Les normes qui en découlent marquent une étape clé de la réforme des marchés des dérivés et permettront de privilégier, en ce qui concerne la fourniture de sûretés, une approche équilibrée et cohérente à l'égard des risques associés aux expositions qu'engendrent les produits dérivés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale, tant au Canada qu'à l'étranger.

## Bibliographie

- Biais, B., F. Heider et M. Hoerova (2012). *Risk-Sharing or Risk-Taking? Counterparty Risk, Incentives and Margins*, document de travail n° 1413, Banque centrale européenne.
- 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 de Bâle sur le contrôle bancaire (2013a). *Capital Treatment of Bank Exposures to Central Counterparties*, document consultatif, version révisée de juillet, Banque des Règlements Internationaux.
- (2013b). *The Non-Internal Model Method for Capitalising Counterparty Credit Risk Exposures*, document consultatif, version révisée de juillet, Banque des Règlements Internationaux.
- (2013c). *Macroeconomic Impact Assessment of OTC Derivatives Regulatory Reforms*, rapport du groupe d'évaluation macroéconomique sur les dérivés.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (2013a). *Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives*, septembre.
- (2013b). *Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives*, deuxième document consultatif, février.
- Comité sur le système financier mondial (2010). *The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality*, coll. « CGFS Papers », n° 36, Banque des Règlements Internationaux.
- (2013). *Asset Encumbrance, Financial Reform and the Demand for Collateral Assets*, coll. « CGFS Papers », n° 49, Banque des Règlements Internationaux.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2013a). *Progress of Financial Reforms*, 5 septembre.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2013b). *OTC Derivatives Market Reforms: Sixth Progress Report on Implementation*, 2 septembre.
- Cruz Lopez, J., R. Mendes et H. Vikstedt (2013). « Incidence potentielle de la réglementation financière sur le marché des sûretés », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-58.
- Groupe des Vingt (2009). *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'État et de gouvernement*.
- International Swaps and Derivatives Association (2013). *Non-Cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy*, mars.
- International Swaps and Derivatives Association, Institute of International Finance, Association for Financial Markets in Europe et Securities Industry and Financial Markets Association (2013). *Margin Requirements for Non-Centrally-Cleared Derivatives*, lettre envoyée le 12 avril aux instances dirigeantes de la Banque des Règlements Internationaux et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.
- Murphy, D. (2013). *OTC Derivatives: Bilateral Trading and Central Clearing*, Basingstoke (Royaume-Uni), Palgrave Macmillan.
- Organisation de coopération et de développement économiques (2011). *Regulatory Reform of OTC Derivatives and Its Implications for Sovereign Debt Management Practices*, coll. « OECD Working Papers on Sovereign Borrowing and Public Debt Management », n° 1.
- 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.