

# La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe

*Pothik Chatterjee, Lana Embree et Peter Youngman*

## Introduction

Le 21 février 2012, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) a lancé la première phase de son nouveau service de contrepartie centrale pour le marché des titres à revenu fixe. Ce service assure la compensation centralisée des opérations de pension sur les titres émis par le gouvernement du Canada et les sociétés d'État fédérales. Le nouveau service de contrepartie centrale constitue un volet des activités du Service canadien de compensation de produits dérivés (CDCS), système qui effectue également la compensation des produits dérivés négociés en bourse et de certains produits dérivés négociés de gré à gré. La CDCC et les participants au marché financier font maintenant porter leurs efforts sur la poursuite du développement du service de contrepartie centrale des titres à revenu fixe en cherchant à étendre les marchés qu'il dessert.

Le marché canadien des opérations de pension sur titres à revenu fixe est un marché de financement essentiel (Fontaine, Selody et Wilkins, 2009). Une opération de pension consiste en la cession d'un titre et, selon un engagement simultané, en son rachat ultérieur au prix d'origine majoré de l'intérêt. On parle alors de mise en pension, qui représente, en termes économiques, l'équivalent d'un prêt garanti. L'inverse de cette opération, c'est-à-dire la transaction du point de vue de la contrepartie, est appelé prise en pension<sup>1</sup>. Le marché où se déroulent ces opérations procure une liquidité indispensable aux institutions financières et aux teneurs de marché canadiens, qui à leur tour approvisionnent le système financier dans son ensemble. Ce marché

a connu des épisodes d'illiquidité en septembre et octobre 2008 au moment où, au plus fort de la crise financière, le risque de contrepartie était devenu un sujet de plus en plus préoccupant pour les institutions financières et où les bilans financiers étaient soumis à des tensions (Chande, Labelle et Tuer, 2010).

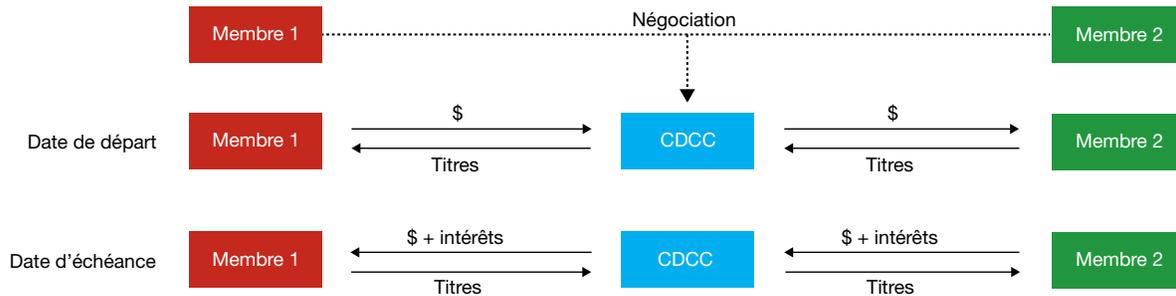
Une contrepartie centrale est une entité financière qui remplit un rôle d'intermédiation en devenant le vendeur de chaque acheteur et l'acheteur de chaque vendeur pour les opérations qu'elle compense au moyen d'un processus juridique appelé « novation » (Figure 1)<sup>2</sup>. La mise en place d'un service de contrepartie centrale doté de dispositifs appropriés de contrôle des risques renforce la résilience du marché des titres à revenu fixe en atténuant le risque de contrepartie et en réduisant de cette façon les possibilités de propagation de perturbations au sein du système financier. La contrepartie centrale permet au marché de rester constamment ouvert, y compris en période de tensions. Elle permet également à ses membres de soulager leur bilan grâce à une compensation plus efficiente.

En raison de la centralité du marché qu'il dessert, la Banque du Canada estime que le CDCS pourrait poser un risque systémique en l'absence de mécanismes appropriés de contrôle des risques — autrement dit, il revêt une importance systémique. Le gouverneur de

<sup>1</sup> À ce sujet, voir Morrow (1994-1995).

<sup>2</sup> La novation consiste soit à substituer à un engagement un nouvel engagement, soit à remplacer une partie à une convention par une autre partie. On trouvera des explications sur les autres termes et processus concernant les contreparties centrales dans Chande, Labelle et Tuer (2010).

**Figure 1 : Novation d'une opération de pension**



la Banque a par conséquent désigné le CDCC dans le cadre du mandat de surveillance que lui confère la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*.

### Le marché canadien des titres à revenu fixe

Le marché des titres à revenu fixe accomplit plusieurs fonctions importantes à l'intérieur du système financier canadien. Les gouvernements et les sociétés privées obtiennent du financement sur le marché primaire en émettant des titres à revenu fixe. Outre l'influence qu'ils exercent dans le marché primaire, les prix établis sur le marché secondaire des titres du gouvernement fédéral servent aussi de référence clé pour l'évaluation des titres émis par les gouvernements provinciaux et les entreprises. Sur un marché secondaire liquide, les détenteurs de ces instruments peuvent obtenir du financement en échangeant des titres avant leur date d'échéance, ce qui donne aux autres investisseurs accès à un éventail de titres qui ne se limite pas seulement aux émissions courantes des gouvernements et des entreprises. À la fin de 2011, l'encours des titres à revenu fixe libellés en dollars canadiens s'élevait à environ 2 billions de dollars. De ce montant, les obligations et les bons du Trésor émis par le gouvernement fédéral représentaient une large part, c'est-à-dire quelque 601 milliards de dollars (Banque du Canada, 2012).

Les titres du gouvernement fédéral s'échangent sur un marché des pensions dynamique, qui constitue une composante importante du système financier. Des institutions diverses y participent : les courtiers en valeurs mobilières et les banques y trouvent à la fois une source peu coûteuse de financements garantis et un moyen de financer des positions longues et de couvrir des positions courtes découlant de ventes. Ces activités permettent aux teneurs de marché de produire de la liquidité pour l'ensemble du système financier et de préserver la liquidité des marchés secondaires

(Fontaine, Selody et Wilkins, 2009). D'autres catégories d'intervenants, notamment les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, sont eux aussi actifs sur le marché des pensions, qui leur sert à gérer en premier lieu des excédents et des déficits de trésorerie temporaires, mais aussi leur bilan. Les titres du gouvernement du Canada occupent une place prépondérante dans le marché des pensions : en effet, en décembre 2011, ils servaient de garanties sous-jacentes dans environ 69 % des transactions (Banque du Canada, 2012). On estime en outre que l'encours des opérations de pension en dollars canadiens effectuées par des institutions financières sous réglementation fédérale s'élevait, à la même période, à quelque 79 milliards de dollars (Bureau du surintendant des institutions financières, 2012).

### Pourquoi faut-il une contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe au Canada?

Pendant la crise financière, le marché des opérations de pension sur titres à revenu fixe a connu, au Canada comme ailleurs, des épisodes d'illiquidité en raison des mesures prises par les prêteurs de liquidités en vue de réduire leurs expositions au risque de crédit posé par les emprunteurs. Dans un contexte où de nombreux prêteurs ont adopté simultanément ces mesures, les sources de fonds se sont trouvées brutalement comprimées, ce qui a entraîné des difficultés de financement aiguës sur le marché des pensions.

La crise a également accentué l'incertitude autour de la solvabilité de nombreux établissements financiers actifs sur les marchés de financement. Les prêteurs de liquidités sont alors devenus moins enclins à supporter des expositions au risque de crédit. Pour restreindre leurs risques, les banques et les courtiers en valeurs mobilières ont diminué leurs volumes de transactions, rapproché les échéances et exigé des emprunteurs des sûretés de meilleure qualité.

Alors que les inquiétudes entourant le risque de contrepartie se généralisaient dans l'ensemble du système financier, les banques ont été confrontées à des pressions pour limiter l'augmentation de la taille de leur bilan. Ces pressions provenaient de sources diverses, notamment : 1) des contreparties qui exigeaient des garanties à l'appui d'obligations existantes; 2) des clients qui vendaient aux banques des actifs plus risqués; 3) des clients qui utilisaient leurs lignes de crédit hors bilan pour obtenir des liquidités à titre préventif. Les banques ont donc cherché des moyens de neutraliser ces pressions et, en l'absence d'une contrepartie centrale pour le marché canadien des pensions qui facilite l'établissement du solde net des opérations inscrites au bilan, ont drastiquement réduit leur activité sur ce marché. Cette réaction a exacerbé les pressions sur les sources de liquidité et aggravé les turbulences au sein du marché. Le recul des opérations de pension a été relativement plus prononcé au Canada que dans d'autres pays étant donné que ces transactions occupaient une place plus importante dans le bilan des banques canadiennes que dans celui de leurs concurrentes étrangères.

En contribuant à diminuer le risque de contrepartie et à soulager les bilans bancaires d'une partie des tensions qui en résultent, l'instauration d'une contrepartie centrale pour les opérations de pension sur titres à revenu fixe favorise l'ouverture permanente des marchés<sup>3</sup>. De fait, les pays qui disposaient avant la crise de services de contrepartie centrale pour leurs marchés des pensions ont été relativement moins touchés que ceux qui en étaient dépourvus. En devenant un intermédiaire de confiance pour les transactions financières, la contrepartie centrale atténue l'aversion des parties face au risque. Elle fait également baisser le risque de contrepartie en accroissant les possibilités de réduction des soldes nets des transactions. De plus, une fois munies de dispositifs robustes de contrôle des risques et de processus clairs de gestion des défaillances, les contreparties centrales aident chaque membre à mieux évaluer ses propres expositions au cas où un autre membre compensateur ferait défaut.

Pour contenir au maximum la contraction de l'activité du marché des pensions que pourraient engendrer les pressions exercées sur les bilans en périodes tendues, les membres de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ci-après l'industrie) ont voulu rendre la compensation plus efficiente de manière à pouvoir défalquer les unes des autres les mises en pension et les prises en pension inscrites à l'actif et au

passif de leur bilan<sup>4</sup>. L'industrie a estimé qu'un système de contrepartie centrale bien conçu lui permettrait de réduire l'exposition du bilan de ses membres aux opérations de pension en donnant à ces derniers la possibilité d'établir le solde net de positions inverses sans modifier leurs activités habituelles sur le marché des pensions. Le recours à une contrepartie centrale aboutirait donc à l'établissement de bilans plus solides et plus efficaces, ce qui les aiderait à absorber les chocs financiers avec une plus grande facilité.

## Le rôle du CDCS au sein du système financier canadien

La CDCS a été chargée par l'industrie de mettre au point des services de compensation centralisée pour les marchés canadiens des titres à revenu fixe. Le CDCS effectue la compensation de tous les contrats de produits dérivés qui se négocient à la Bourse de Montréal, ainsi que de certains contrats d'options sur actions hors cote. Depuis qu'a été instauré en février 2012 le nouveau service de contrepartie centrale, le CDCS compense également les opérations de pension sur titres à revenu fixe, service auquel ont recours les principaux courtiers du marché des titres à revenu fixe.

Le CDCS accomplit ses fonctions en s'appuyant sur ses liens avec d'autres infrastructures du marché financier canadien. Le CDSX, agent national de dépôt et de règlement pour les valeurs mobilières, reçoit au départ l'information relative aux opérations sur titres à revenu fixe, puis achemine vers le CDCS les opérations admissibles à la novation. Comme le CDSX assure le règlement de la quasi-totalité des opérations sur titres à revenu fixe libellées en dollars canadiens, c'est à lui que sont envoyées pour leur règlement les opérations compensées par novation<sup>5</sup>.

Au cours de la journée, le CDCS transmet les opérations au CDSX, après leur novation, pour qu'elles soient réglées de manière brute, c'est-à-dire individuellement. Le CDCS réserve cependant deux périodes par jour à des séances de compensation où il tente de solder ensemble les opérations qu'il reste à régler. Enfin, une séance de nuit est consacrée à la compensation des

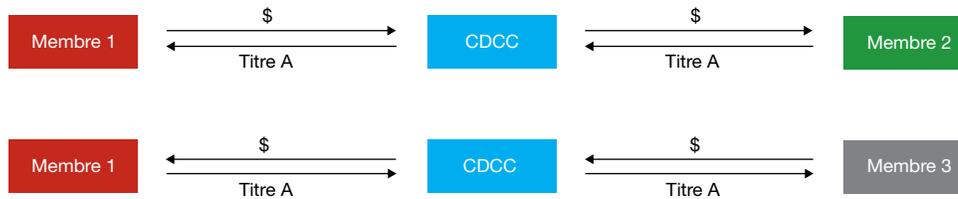
<sup>4</sup> Sans une contrepartie centrale, une banque qui procède à une mise en pension et à une prise en pension, pour le même titre, à la même échéance, mais avec des contreparties différentes, doit traiter ces opérations comme des éléments d'actif et de passif de son bilan. En revanche, en ayant recours à une compensation par novation avec une contrepartie centrale, cette banque effectuerait deux opérations de sens contraire avec la même contrepartie, ce qui permettrait aux parties de régler le solde net de leurs transactions et éviterait à la banque de créer des entrées distinctes à son bilan.

<sup>5</sup> Dans le règlement de ce type d'opération, des titres sont échangés contre un décaissement. Les deux facettes d'une opération de mise en pension de titres à revenu fixe, à savoir la vente et le rachat, nécessitent un règlement.

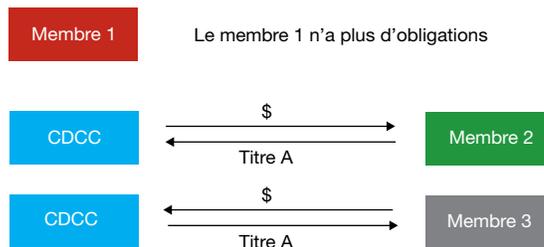
<sup>3</sup> Carney (2008) analyse cette notion de marchés ouverts en permanence.

**Figure 2 : Un exemple simple d'établissement de soldes nets**

Opérations ayant fait l'objet d'une novation, avant le calcul des soldes nets



Obligations après le calcul des soldes nets



opérations que le CDCC a reçues avant leur date de règlement<sup>6</sup>. Comme l'illustre la **Figure 2**, les séances intrajournalières ou la séance de nuit peuvent permettre de réduire les obligations des membres compensateurs à l'égard de la livraison ou de la réception d'un titre en particulier. Ces derniers se déchargent ainsi d'une partie de leurs obligations liées à l'envoi de fonds ou de titres, ce qui améliore l'efficacité du processus de règlement. Les obligations nettes restantes sont alors transmises au CDSX qui en assure le règlement, comme il le fait avec toute autre transaction. Afin de faciliter le règlement, les membres compensateurs sont tenus de remplir un minimum d'exigences en termes d'obligations d'achat, peu de temps après les séances intrajournalières de compensation.

## Gestion des risques

La CDCC a mis en place des mécanismes en vue de gérer les risques de diverse nature auxquels est confrontée une contrepartie centrale, notamment les risques juridiques, opérationnels et financiers. Notre rapport traite surtout de deux risques financiers importants : le risque de crédit et le risque de liquidité. Le contrôle de ces deux risques est un élément clé de la maîtrise globale du risque de contrepartie au sein du système. Dans ce contexte, le risque de crédit correspond à la perte permanente de fonds que pourrait entraîner le

défaut d'un membre compensateur, tandis que le risque de liquidité désigne un déficit temporaire de trésorerie susceptible de survenir soit au courant d'une journée, soit pendant une période d'un jour ou plus.

## Le risque de crédit

Le processus de novation implique que toute contrepartie centrale est exposée au risque de crédit. En effet, même si un des membres compensateurs de la contrepartie centrale manque à ses obligations, celle-ci doit continuer de s'acquitter des siennes envers les autres membres et peut, de ce fait, subir des pertes financières. Par exemple, dans le cas d'opérations sur titres à revenu fixe, si la partie qui met des titres en pension (l'emprunteur de liquidités) se trouvait en défaut avant l'échéance et que le cours des sûretés sous-jacentes chutait, la CDCC pourrait essayer une perte. Elle devrait alors acheter les titres auprès de la partie non défaillante, à la date d'échéance de l'opération, et les revendre sur le marché (« liquidation ») au cours réduit en vigueur. Comme c'est la norme pour les contreparties centrales, la CDCC se prémunit contre ce risque en exigeant de ses membres des dépôts de garantie.

Les ressources financières que perçoit la CDCC pour atténuer le risque de crédit sont établies selon un modèle qui met en jeu la responsabilité du défaillant et

<sup>6</sup> Il peut s'agir des transactions qu'implique le volet rachat de la mise en pension, car cette information est envoyée au CDCC au moment où les parties négocient l'opération de mise en pension.

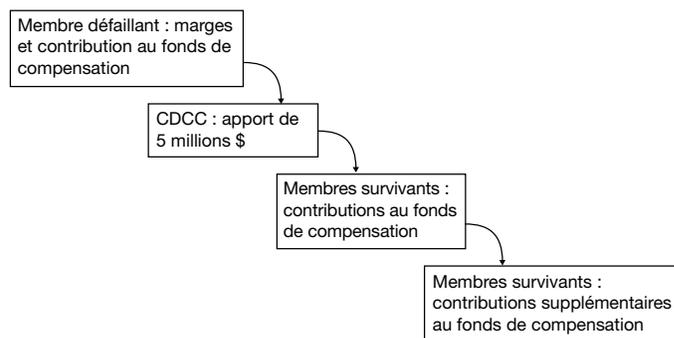
celle des survivants<sup>7</sup>. La marge de variation et la marge initiale appartiennent à la première catégorie de responsabilité. La marge de variation est versée, sur une base intrajournalière, par tous les membres compensateurs pour chaque opération ou chaque portefeuille de positions, afin de couvrir toute perte de valeur de leur portefeuille qui surviendrait après la dernière évaluation de la marge de variation. En revanche, si le portefeuille d'un membre s'est apprécié, c'est la CDCC qui verse à celui-ci un paiement au titre de cette marge. Ainsi, la marge de variation constitue pour la contrepartie centrale une garantie, fondée sur les prix courants du marché, contre le risque de crédit attribuable au défaut de l'un de ses membres.

La CDCC demande par ailleurs une marge initiale au regard de ses expositions au risque de crédit en cas de fluctuations marquées des cours sur les marchés. Cette marge est acquittée par chacun des membres compensateurs et est calculée en fonction de la volatilité historique des positions inscrites à leur portefeuille. Grâce à la marge de variation et à la marge initiale, la CDCC s'assure de ne subir, dans des conditions normales de marché, aucune perte financière en raison du défaut d'un membre compensateur, quel qu'il soit.

En plus de ces deux couvertures, la CDCC dispose d'un fonds de compensation<sup>8</sup> qui fait intervenir la responsabilité des survivants et qui mutualise les pertes auxquelles elle serait exposée si elle devait liquider le portefeuille d'un membre en situation de défaut dans des conditions extraordinaires de marché. Pour établir le montant de ce fonds, la CDCC procède à des tests de résistance simulant son exposition la plus importante face à la défaillance d'un membre compensateur dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles. Les membres contribuent à ce fonds en proportion du risque qu'ils présentent pour la contrepartie centrale.

Comme l'illustre la **Figure 3**, au cas où la CDCC essuierait des pertes de crédit lors du dénouement des positions d'un membre défaillant, elle utiliserait en premier lieu la marge de variation et la marge initiale remises par ce membre ainsi que ses contributions au fonds de compensation. Si ces montants ne suffisaient pas, la CDCC puiserait à même ses fonds propres pour couvrir la tranche de perte suivante de 5 millions de dollars.

**Figure 3 : Cascade des ressources utilisées en cas de défaut**



Si cela était encore insuffisant, les pertes résiduelles seraient prises en charge à partir des contributions des membres survivants au fonds de compensation. Ceux-ci devraient alors fournir un apport supplémentaire au fonds, allant jusqu'à 100 % de la valeur de leur apport initial. On utilise le terme « cascade » pour décrire l'ordre des ressources utilisées par la contrepartie centrale pour absorber les pertes.

Pour remplir leurs obligations relatives aux marges et au fonds de compensation, les membres compensateurs peuvent remettre à la CDCC des liquidités ou des titres, sous réserve de certaines conditions. Les titres admissibles sont mis en gage dans le compte que tient la CDCC auprès du CDSX, alors que les liquidités sont déposées dans le compte de règlement de la CDCC à la Banque du Canada par l'entremise du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV). En détenant un compte à la banque centrale plutôt que dans une institution financière privée, la CDCC se trouve moins exposée au risque du banquier, c'est-à-dire au risque découlant de la défaillance d'un établissement privé faisant office d'agent de règlement pour une infrastructure du marché financier.

## Le risque de liquidité

Comme toutes les contreparties centrales, en particulier celles qui desservent les marchés des pensions, la CDCC est confrontée à un risque de liquidité élevé. Pour la compensation des opérations sur titres à revenu fixe, elle a des besoins de liquidités intrajournaliers très importants et, en cas de défaillance d'un membre, pourrait en outre devoir répondre à des besoins de liquidités interjournaliers.

Dans le cadre du processus de novation, la CDCC s'engage à acheter des titres, achats qu'elle règle auprès du CDSX au moyen de lignes de crédit intrajournalières. Si la CDCC utilise l'intégralité de son crédit intrajournalier à cette fin, il lui faut procéder au règlement de ses ventes de titres et rembourser ses lignes de crédit de manière

<sup>7</sup> Dans son document de 2003, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement définit un modèle de partage des pertes avec prise en charge par la partie défaillante comme un « accord de répartition des pertes dans lequel chaque participant est tenu de constituer des sûretés au regard de chacune des expositions qu'il crée pour les autres participants ». La prise en charge par les participants *in bonis* (responsabilité des survivants) est définie comme un « accord de répartition des pertes qui, en cas d'incapacité d'un participant à effectuer le règlement, fait supporter les pertes par les participants *in bonis* suivant une formule prédéterminée ».

<sup>8</sup> Nombre de contreparties centrales parlent également de « fonds de défaillance ».

à ne pas interrompre le processus de règlement. Par conséquent, si les membres compensateurs ne réglaient pas rapidement ce qu'ils achètent à la CDCC, ils pourraient empêcher cette dernière de s'acquitter de ses obligations de manière ordonnée au cours de la journée. Les séances de compensation que nous avons décrites plus haut, conjuguées à la prise d'un minimum d'engagements de la part des membres de la CDCC en matière d'achats et à un accès de la CDCC à un crédit intrajournalier adéquat, atténuent ce risque et facilitent le règlement ordonné des obligations au cours d'une journée d'activité.

La CDCC est aussi confrontée à des risques de liquidité intrajournalière et de liquidité interjournalière puisque, même en cas de défaillance d'un de ses membres, elle reste tenue de régler toutes les opérations à leur date de valeur originelle. Ainsi, si un membre compensateur faisait défaut avant d'avoir réglé ses achats de titres, la CDCC devrait continuer d'acheter ces titres auprès des membres survivants, tout en sachant que le défaillant ne les lui rachètera pas. Elle n'a donc d'autre choix que de financer ces acquisitions jusqu'à ce qu'elle puisse vendre les titres sur le marché. Pour gérer ce risque et faciliter le bon déroulement du processus de liquidation, la CDCC a conclu une entente avec un consortium de banques prévoyant l'accès à une facilité d'urgence grâce à laquelle elle peut se procurer des fonds au moyen d'opérations de mise en pension réparties également entre tous les membres du consortium. Ce mécanisme de liquidité d'urgence a été conçu pour pouvoir gérer le défaut du membre compensateur (et des entités du même groupe) qui a la plus grande obligation d'achat de titres auprès de la CDCC, même si le défaillant était l'une des banques du consortium. Au cas où toutes les sources de liquidités privées de la CDCC ne suffiraient pas à couvrir une défaillance, la Banque du Canada pourrait décider d'intervenir en dernier ressort en fournissant des liquidités contre des garanties.

Les règles juridiques qui gouvernent la gestion de défaut par la CDCC et les ressources financières dont celle-ci dispose pour parer aux risques de crédit et de liquidité renforcent la stabilité du marché des pensions, en assurant une liquidation ordonnée en cas de défaillance d'une grande banque ou d'un courtier important et en rendant possible le règlement de toutes les opérations compensées par novation.

## Le rôle de surveillance de la Banque du Canada

Aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, le gouverneur de la Banque du Canada peut assujettir à la surveillance de la Banque un système de compensation admissible, s'il est d'avis

que ce système peut, de par son fonctionnement, poser un risque systémique<sup>9</sup>. La Banque a publié des lignes directrices (Banque du Canada, 2002) dans lesquelles elle décrit les critères qu'elle examine attentivement pour déterminer si un système doit ou non être désigné. Ces critères sont les suivants : 1) la taille des opérations et du marché desservi, 2) les expositions aux risques et 3) la centralité du système.

Le CDCS remplit ces trois critères. Le plus déterminant est son rôle central, qui reflète son importance pour le marché de financement et ses liens avec les autres systèmes désignés, à savoir le CDSX et le STPGV. De plus, en tant que contrepartie centrale, le CDCS concentre en une seule entité, la CDCC, des risques qui auparavant étaient dispersés dans des transactions bilatérales. Enfin, le CDCS dessert un marché qui, comme nous l'avons indiqué, est très étendu, et on s'attend à ce qu'il compense une bonne partie des opérations qui y sont effectuées, en particulier à la faveur de la réalisation des efforts de l'industrie et de la CDCC pour élargir le service de contrepartie centrale des titres à revenu fixe. C'est pourquoi, compte tenu de la taille de son marché, de sa position centrale et des risques auxquels il est exposé, il est primordial que le CDCS soit doté de moyens appropriés de contrôle des risques.

Le gouverneur de la Banque du Canada a désigné le CDCS comme un système d'importance systémique. Du fait de cette désignation, en vigueur depuis le 30 avril 2012, les règles du CDCS sont protégées par la loi, ce qui contribue à assurer l'irrévocabilité des règlements en cas de défaut et fournit un fondement juridique à la surveillance. La surveillance de la Banque est décrite en termes généraux dans la *Loi* et est facilitée par un accord réglementaire conclu avec l'exploitant du système. Elle vise à faire en sorte que le CDCS fonctionne de façon que le risque systémique soit maîtrisé. La responsabilité de la Banque porte sur les activités de la CDCC dans le domaine des produits dérivés et également sur les nouvelles fonctions de l'organisme touchant les titres à revenu fixe, étant donné que l'ensemble de ces services sont fournis sous l'égide de la même entité juridique, la CDCC, au moyen d'un système de compensation commun, le CDCS. Le processus de surveillance comprend l'examen des changements importants apportés au système ou à ses règles de fonctionnement, l'examen des résultats de vérifications et l'établissement de normes.

<sup>9</sup> Le risque systémique est défini par la *Loi* en fonction des répercussions que peut avoir la défaillance d'un système ou d'un établissement participant à ce système sur d'autres participants, d'autres systèmes ou des institutions financières. Le gouverneur peut assujettir un système à la surveillance de la Banque, à condition que le ministre des Finances soit d'avis que cela est dans l'intérêt du public. Outre le CDCS, la Banque exerce une surveillance sur trois autres systèmes désignés : le STPGV, le CDSX et le système de la CLS Bank.

**Tableau 1 : Mise en place de la contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe**

	Type de service introduit	Titres admissibles	Situation
Phase 1	Opérations bilatérales de pension portant sur un titre unique	Obligations et bons du Trésor du gouvernement du Canada ou titres à revenu fixe émis par des sociétés d'État fédérales	Lancée
Phase 2	Opérations au comptant; opérations au comptant et sur un titre unique entre courtiers intermédiaires		En cours d'élaboration
Phase 3	Opérations générales de pension		En cours d'élaboration

Les normes de la Banque en matière de surveillance s'inspirent des normes internationales pertinentes, qui proposent un modèle de gestion des risques applicable aux contreparties centrales, en particulier pour les risques juridiques, opérationnels et financiers, la gestion des défauts et la gouvernance (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, CSPR-OICV, 2004). La Banque adoptera les nouveaux principes du CSPR et de l'OICV (2012) relatifs aux infrastructures de marché dans le cadre de ses normes de gestion des risques.

La Banque exerce son mandat de surveillance en étroite collaboration avec les autorités de réglementation des marchés financiers concernées, soit l'Autorité des marchés financiers (AMF) et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO)<sup>10</sup>.

## Les prochaines étapes

Depuis le lancement réussi de la première phase du service de contrepartie centrale des titres à revenu fixe, le CDCS compense les opérations de pension sur titres admissibles négociées bilatéralement<sup>11</sup>. Compte tenu des avantages qu'offrent les services de contrepartie centrale, la CDCC et l'industrie cherchent à les étendre à d'autres segments du marché des titres à revenu fixe et préparent deux autres phases (Tableau 1).

Au cours de la deuxième phase, le service de contrepartie centrale s'étendra à la compensation des opérations au comptant sur titres à revenu fixe et des opérations négociées par des courtiers intermédiaires, qui assurent la liaison entre courtiers pour faciliter les transactions. Bien que les courtiers intermédiaires effectuent déjà des opérations au comptant anonymes, toutes les opérations de pension sont menées dans un contexte de transparence où les noms des deux parties

sont révélés. Une fois que la deuxième étape sera en place, les courtiers intermédiaires pourront offrir des services de négociation anonyme pour les opérations de pension compensées par la contrepartie centrale, où l'identité des parties initiales ne sera pas divulguée.

La troisième et dernière phase prévoit de centraliser la compensation sur le marché canadien des opérations générales de pension. Ces opérations générales se font présentement de façon bilatérale et portent sur un titre unique, mais ne font pas l'objet d'une compensation centralisée. Dans ce type de transaction, le prêteur de liquidités est disposé à accepter en nantissement n'importe quel titre provenant d'une liste prédéfinie d'instruments admissibles, pour autant que la valeur totale de la garantie égale ou dépasse celle des sommes prêtées. On s'attend à ce que l'instauration du service pour les opérations générales de pension améliore sensiblement l'efficacité du marché de financement et accroisse la liquidité du marché des pensions ayant une échéance de plus d'un jour. Les investisseurs institutionnels, tels les gestionnaires d'actifs, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance, qui constituent la majeure partie des acheteurs, représentent une large part du marché des pensions. La présence d'un marché des pensions, y compris les pensions à plus d'un jour, qui fonctionne bien en période de crise incitera fortement les acheteurs à devenir des participants directs ou indirects de la contrepartie centrale à cette troisième étape.

## Conclusion

Une nouvelle contrepartie centrale dotée de processus de gestion des risques solides est maintenant établie au Canada pour le marché des opérations de pension bilatérales. La première étape du projet a apporté au système financier certains avantages. Les étapes suivantes en apporteront d'autres, puisqu'elles offriront des gains d'efficacité accrus liés à la réduction des soldes nets des transactions et qu'elles inciteront un plus large éventail d'investisseurs à participer à un marché des opérations à plus d'un jour qui est à la fois transparent et résilient, ce qui améliorera la liquidité du marché des titres à revenu fixe. La mise en œuvre intégrale des deux phases restantes et la participation d'un groupe d'intervenants nombreux et variés renforceront encore les avantages de cette infrastructure.

<sup>10</sup> Au Québec, la CDCC est réglementée par l'AMF. En Ontario, elle est actuellement dispensée de s'inscrire en tant qu'agence de compensation, conformément à une ordonnance de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. L'AMF et la CVMO réglementent aussi la CDS, l'exploitant du CDSX, avec laquelle le CDCS entretient des liens étroits.

<sup>11</sup> La CDCC a lancé ce service le 21 février 2012 et, au cours des trois mois qui ont suivi, a graduellement accru le nombre de titres admissibles pour ce service de compensation. Cette méthode a été utilisée pour que la valeur et le volume des opérations compensées par l'entremise de la nouvelle contrepartie centrale pour titres à revenu fixe puissent augmenter à mesure que l'industrie et la CDCC se familiarisaient avec ce service.

## Bibliographie

- Banque du Canada (2002). *Lignes directrices concernant les activités de surveillance générale exercées par la Banque du Canada en vertu de la Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. Internet : <http://www.banqueducanada.ca> (sous Publications et recherches).
- (2012). *Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, mars. Internet : <http://www.banqueducanada.ca> (sous Publications et recherches).
- Bureau du surintendant des institutions financières (2012). *Bilan mensuel consolidé*, mars. Internet : [http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index\\_f.aspx?ArticleID=554](http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index_f.aspx?ArticleID=554).
- Carney, M. (2008). *La création de marchés continus*, discours prononcé devant la Chambre de commerce Canada–Royaume-Uni, Londres, 19 novembre.
- 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 les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) (2003). *Glossaire des termes utilisés pour les systèmes de paiement et de règlement*, mars.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2004). *Recommandations pour les contreparties centrales*, novembre.
- (2012). *Principles for Financial Market Infrastructures*, avril.
- Fontaine, J.-S., J. Selody et C. Wilkins (2009). « Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-55.
- Morrow, R. (1994-1995). « Les opérations de pension et les prêts de valeurs mobilières au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 61-70.