



**Discours prononcé par Timothy Lane
sous-gouverneur à la Banque du Canada
au congrès annuel Sibos de la Society for
Worldwide Interbank Financial
Telecommunication
Toronto (Ontario)
le 19 septembre 2011**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Limiter la contagion : options et défis liés au renforcement de l'infrastructure des marchés financiers

Introduction

Bonjour et, à nos invités qui viennent de l'extérieur, bienvenue au Canada.

Le présent congrès se déroule à un moment difficile. Les préoccupations concernant la dette souveraine se sont intensifiées, en particulier dans les pays périphériques d'Europe. La croissance économique aux États-Unis et dans d'autres pays avancés semble maintenant beaucoup plus faible que prévu. Compte tenu de cette évolution, le scepticisme a monté dans de nombreux pays quant à la capacité des autorités de faire ce qu'il faut pour venir à bout de ces problèmes.

L'actuel épisode de turbulence, tout comme la crise financière survenue il y a trois ans, vient rappeler pourquoi il est fondamentalement important d'avoir un système financier résilient. Les périodes d'agitation des marchés sont une réalité incontournable. Dans un système résilient, les chocs financiers sont absorbés : les investisseurs essuent des pertes, mais le système reste intact. Toutefois, si le système n'est pas assez résilient, les chocs peuvent être amplifiés. C'est ce que nous avons vu en 2008, lorsque les pertes au sein d'un segment relativement petit du marché américain du logement ont, par un effet d'enchaînement, mené à une quasi-débâcle du système financier mondial. Ce processus tenait à une combinaison de fragilités – un levier financier excessif, le recours à des formes de liquidité qui se sont avérées illusoires en périodes de tensions, l'utilisation de produits titrisés comportant des risques qui n'étaient pas parfaitement compris, un réseau complexe de relations entre les contreparties qui a contribué à la propagation des risques et alimenté la peur dans les marchés de financement essentiels, et enfin l'absence de mécanismes de résolution permettant de réagir face à l'insolvabilité d'institutions d'importance systémique sans mettre en danger tout le système.

Dans la foulée de cette crise, les dirigeants des pays du G20 ont lancé un vaste programme de réformes. Celles-ci visent à faire en sorte que les institutions financières disposent de niveaux suffisants de fonds propres pouvant absorber les pertes et de

liquidités, pour pouvoir faire face aux périodes de tensions sur les marchés; à établir une infrastructure des marchés financiers robuste; et à renforcer les mécanismes de résolution applicables aux institutions financières – en particulier les mécanismes transfrontaliers. Une fois que les réformes du G20 auront été mises en œuvre, le système financier mondial sera plus résilient. Ces réformes seront très avantageuses pour le Canada. Même si notre système financier a beaucoup mieux fonctionné durant la crise que celui de nombreux autres pays avancés, nous ne sommes certainement pas à l'abri d'événements qui se produisent à l'extérieur de nos frontières.

Je veux me pencher cet après-midi sur l'un des volets du programme de réformes du G20 : le renforcement de l'infrastructure des marchés financiers. Cette infrastructure est constituée d'un certain nombre de composantes : des systèmes de paiement et de règlement de titres, des places de négociation et des bourses, des services d'information et de communication des prix ainsi que des systèmes de gestion des garanties. Dans l'ensemble, ces composantes clés n'ont pas seulement bien fonctionné pendant la crise; elles ont en fait été une source de robustesse. Immédiatement après le déclenchement de la crise, la CLS Bank, l'organisme qui assure le règlement des opérations de change, a traité environ trois fois plus de transactions quotidiennes qu'elle ne le fait normalement, et le CDSX, le système qui compense et règle les opérations sur titres de dette libellés en dollars canadiens, a traité le double de son volume habituel. Des systèmes efficaces de compensation et de règlement tels que ceux-ci ont été en mesure de jouer un rôle stabilisateur durant la crise. C'est précisément dans ce but qu'ils ont été conçus.

La crise a toutefois mis en lumière certains segments clés nécessitant un élargissement et une meilleure utilisation de l'infrastructure des marchés financiers. Je parle ici d'accroître le recours aux contreparties centrales afin de remplacer les mécanismes de compensation et de règlement bilatéraux dans un certain nombre de marchés essentiels. Au cours de mon exposé aujourd'hui, je vais examiner comment la compensation bilatérale a contribué à la contagion durant la crise financière, décrire pourquoi il est nécessaire de recourir davantage à des infrastructures financières résilientes et vous dire de quelle façon les contreparties centrales renforceront le système financier. À la Banque du Canada, nous nous intéressons particulièrement à ces contreparties, parce que nous avons la responsabilité de surveiller les infrastructures financières d'importance systémique qui ont une incidence sur la stabilité du système financier canadien et, par conséquent, sur la santé de l'économie.

Que se passe-t-il en l'absence d'une infrastructure de marché robuste?

Durant la crise, nous avons eu deux exemples éloquents qui montrent pourquoi il faut avoir davantage recours à l'infrastructure financière. La crise n'a pas commencé et ne s'est pas terminée avec les manquements au chapitre de la compensation et du règlement bilatéraux dont je vais vous parler. Mais ces manquements illustrent les canaux par lesquels des problèmes touchant un obscur segment du marché américain du logement se sont multipliés pour aboutir à une crise mondiale. Les faits que je vais décrire sont bien connus et ils dénotent la nécessité d'un changement.

Le premier cas concerne la quasi-faillite de Bear Stearns. Sans être l'une des plus grandes banques d'investissement aux États-Unis, Bear Stearns était l'une de celles qui avaient le

plus important levier financier, traitant un gros volume d'opérations de courtage et d'opérations pour compte propre. Elle jouait un rôle crucial sur le marché mondial des pensions : elle détenait les garanties fournies dans le cadre des transactions et servait de contrepartie dans les opérations de pension. Or l'effondrement de Bear Stearns, qui menaçait de se produire du fait de l'accumulation de ses pertes, de son ample levier financier et de son recours à des marchés de financement à court terme potentiellement instables, risquait d'engendrer de graves turbulences sur le marché des pensions – un marché de financement essentiel. Les craintes de perturbation des opérations de Bear Stearns ont alors incité tant les bailleurs de fonds que les fournisseurs de garanties à se retirer; un processus de réduction du levier financier s'est ainsi amorcé par le truchement de la vente d'actifs. Les conditions de financement offertes aux fournisseurs de garanties se sont fortement détériorées, ce qui a eu de graves répercussions sur la liquidité et l'efficience des marchés en lien avec ces opérations. Finalement, Bear Stearns a été sauvée, et la menace immédiate, écartée, mais le danger avait été bien réel.

Le deuxième cas se rapporte à Lehman Brothers et au rôle de contrepartie que l'institution a joué dans une multitude de transactions sur dérivés de gré à gré à règlement bilatéral. La défaillance de Lehman et les doutes que cela a fait peser sur la viabilité des quelques courtiers en valeurs mobilières restants ont frappé de plein fouet tant le marché du financement que celui des produits dérivés de gré à gré. Les tensions se sont amplifiées au point d'entraîner une évaporation générale de la liquidité du marché et une baisse de l'appétit pour le risque.

Dans les deux cas, le risque de contrepartie lié aux contrats financiers compensés et réglés de façon bilatérale était un problème fondamental. Les détenteurs de titres en pension et de produits dérivés de gré à gré faisant l'objet d'une compensation bilatérale étaient exposés non seulement au risque de marché découlant de la position prise dans les instruments financiers eux-mêmes, mais aussi au risque que leur contrepartie soit incapable d'honorer ses engagements. Le risque de contrepartie est devenu un important canal de contagion et, par le fait même, une grave menace pour le système financier mondial. En revanche, certains produits dérivés de Lehman, notamment des swaps de taux d'intérêt évalués à 9 billions de dollars, étaient compensés par une contrepartie centrale, qui a géré avec succès les conséquences de la faillite de Lehman.

Quels sont les objectifs visés par les réformes?

Au sommet de Pittsburgh, les dirigeants du G20 sont passés à la mise en pratique des enseignements de la crise. Plus précisément, ils ont demandé que tous les contrats de produits dérivés de gré à gré standardisés soient compensés par des contreparties centrales et, selon le cas, échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique. De plus, toutes les transactions, compensées par des contreparties centrales ou non, devraient désormais faire l'objet d'une notification à des référentiels centraux de données¹.

¹ Source : http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf. Version française : <http://www.oecd.org/dataoecd/29/60/44365374.pdf>.

Des efforts sont en cours dans de nombreux pays, y compris au Canada, pour établir des mécanismes de compensation des opérations sur swaps de taux d'intérêt et sur d'autres produits dérivés de gré à gré qui n'étaient pas compensées de façon centralisée auparavant. Au Canada, nous sommes aussi en train de concevoir une nouvelle contrepartie centrale pour les opérations de pension et les titres à revenu fixe.

Ces réformes auront des répercussions d'envergure sur les marchés financiers au Canada et partout dans le monde. L'adoption de contreparties centrales vise à réduire la complexité du réseau et à accroître l'efficience de la compensation ainsi qu'à instaurer des pratiques rigoureuses de gestion des risques et des procédures claires en matière de défaillance. Puisque les contreparties centrales – qui s'interposent entre acheteur et vendeur sur les marchés financiers – concentrent les risques en devenant la contrepartie dans toutes les transactions, elles doivent se conformer à des normes strictes en matière de gestion des risques. Le recours à des contreparties centrales suffisamment robustes est susceptible de rendre le système financier plus solide. En outre, il diminuera le risque de contrepartie auquel sont exposés les principaux participants, ce qui se reflétera dans les exigences de fonds propres applicables aux institutions financières.

Pour être compensés de manière sûre, les contrats que traitent les contreparties centrales doivent au minimum être suffisamment standardisés. La standardisation plus poussée des contrats de dérivés de gré à gré aura des avantages secondaires importants pour le fonctionnement de ces marchés. Elle accroîtra la liquidité, la transparence et l'efficience des marchés des dérivés de gré à gré. En outre, elle aidera à préparer le passage aux bourses et aux plateformes de négociation électronique.

Les défis posés par les réformes du G20

Les objectifs du G20 sont nécessaires et appropriés, mais il ne sera pas facile de les réaliser, pour plusieurs raisons.

Premièrement, ils exigeront peut-être la création de nouveaux services de contrepartie centrale, un processus complexe et qui prend beaucoup de temps. C'est ce que nous constatons au Canada, en lien avec les travaux qui sont en cours pour mettre sur pied une contrepartie centrale de compensation des opérations de pension et des opérations sur titres à revenu fixe. L'industrie canadienne a confié cette tâche à la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés.

Même si elle n'est pas encore terminée, la création d'une contrepartie centrale pour les opérations de pension au Canada a été riche d'enseignements. Deux conditions essentielles sont à respecter : la contrepartie centrale doit être dotée de mécanismes adéquats et robustes de contrôle des risques et elle doit être capable de les mettre en œuvre. Par ailleurs, il faut du temps pour régler les questions d'ordre opérationnel, telles que le développement et la mise à l'essai des logiciels voulus – pour la contrepartie centrale comme pour les participants – et celles liées à l'interaction entre ces logiciels et les systèmes existants.

L'établissement d'une contrepartie centrale de compensation des opérations de pension présente des défis considérables. Mais au moins, les paramètres généraux sont clairs. La

concrétisation des engagements du G20 à l’égard des produits dérivés de gré à gré est une tâche plus complexe, qui nécessite une coordination entre un grand nombre de parties prenantes et peut conduire à un large éventail de résultats possibles.

La compensation des produits dérivés de gré à gré : un domaine complexe

La compensation centralisée des contrats de dérivés de gré à gré réduira le risque systémique en abaissant la probabilité qu’une institution défaillante n’en entraîne d’autres dans sa chute. Or, compte tenu du caractère international de l’industrie, il existe plus d’un moyen de passer à l’utilisation des contreparties centrales. La compensation pourrait être assurée par les grandes contreparties internationales qui desservent le marché mondial (par exemple, ICE Clear, le CME [Chicago Mercantile Exchange] ou LCH.Clearnet), ou par de nouveaux services de compensation centralisée créés par différents pays². Nous assistons à l’émergence de toute une gamme de mécanismes. Certains pays, notamment le Japon et Singapour, sont en train de mettre sur pied de nouveaux services de contrepartie centrale. D’autres feront probablement appel à des contreparties centrales étrangères, ou, comme le Canada, soupèsent encore leurs options. Notre travail consiste à faire en sorte que cette nouvelle configuration des contreparties centrales donne lieu à une diminution marquée du risque systémique tant à l’échelle mondiale qu’au Canada. Les engagements pris par les membres du G20 prévoient un calendrier très serré pour l’élaboration d’une stratégie qui permette de relever ce défi.

Le choix d’une stratégie appropriée aux fins de la compensation centralisée des dérivés de gré à gré est particulièrement important pour les participants au marché et pour les organismes de réglementation du Canada. Pour mettre les choses en perspective, la valeur de l’encours notionnel des contrats de dérivés de gré à gré libellés en dollars canadiens atteint presque 9 billions de dollars. Par ailleurs, les produits dérivés de gré à gré, notamment les swaps de taux d’intérêt, sont étroitement connectés, par l’arbitrage et par les liens financiers, à différents marchés financiers du pays, y compris ceux des autres produits dérivés et des obligations ainsi que le marché monétaire. Ce secteur est donc suffisamment gros et suffisamment connecté pour que toute perturbation ait de graves répercussions sur l’ensemble de nos marchés. Parallèlement, les marchés des produits dérivés sont intrinsèquement mondiaux : par exemple, dans plus de la moitié des opérations sur des produits de taux d’intérêt libellés en dollars canadiens, une des parties au moins ne réside pas au Canada – et les dérivés de gré à gré en dollars canadiens ne représentent que 2 % environ du marché mondial. La solution retenue, quelle qu’elle soit, devra affronter ces deux réalités : l’importance systémique des dérivés de gré à gré au pays et le caractère international de ce marché.

Les grandes contreparties mondiales desservant de multiples marchés

Le marché étant mondialisé, la compensation des produits dérivés de gré à gré par les grandes contreparties internationales offre des avantages de taille. Ces

² Actuellement, cinq banques canadiennes remplissent les conditions requises pour devenir des participants directs à LCH.Clearnet, la principale contrepartie centrale pour les swaps de taux d’intérêt. (Les swaps de taux d’intérêt sont le plus important des produits dérivés de gré à gré sur le marché canadien.)

contreparties centrales peuvent profiter d'économies d'échelle et, peut-être, offrir plus de possibilités pour la compensation et la mutualisation des risques.

Cependant, l'accès à ces établissements est une préoccupation cruciale. Jusqu'à récemment, l'accès était limité aux plus grandes institutions financières d'envergure mondiale. Il est en train d'être élargi, mais les courtiers mondiaux – les membres de ce qu'il est convenu d'appeler le G14 – jouissent d'avantages considérables et bien établis sur le plan des coûts de règlement. Par contre, les institutions qui n'ont pas directement accès aux contreparties centrales étrangères devraient faire appel à l'un des adhérents compensateurs de ces contreparties pour compenser indirectement leurs opérations.

La principale raison d'être de l'accès limité est le contrôle des risques. En cas de défaillance d'un des membres de la contrepartie centrale, les autres adhérents compensateurs se partagent les pertes et prennent en charge les positions de l'institution en défaut. Ils doivent donc posséder de vastes ressources financières et mener un large éventail d'activités.

Mais là réside un défi important. En mettant en œuvre les engagements du G20 concernant la compensation centralisée de tous les contrats de dérivés de gré à gré, il est essentiel de veiller à ne pas concentrer excessivement les risques au sein d'un nombre relativement restreint d'institutions, qui sont les adhérents des contreparties centrales mondiales. Ce sont justement ces établissements qui ont propagé la crise et amplifié sa contagion dans l'ensemble du système financier mondial en 2008.

Cette éventuelle concentration des risques a plusieurs dimensions. Premièrement, la faillite d'un des adhérents poserait des risques pour la contrepartie centrale et les autres adhérents. Deuxièmement, l'effondrement de l'un de ces grands établissements présenterait des risques pour les institutions qui ont recours à lui pour la compensation indirecte de leurs opérations. Troisièmement, les courtiers étrangers pourraient être en mesure d'utiliser leur position dominante dans la compensation directe pour accroître leur avantage compétitif dans d'autres secteurs des marchés financiers, comme les services de négociation et d'autres services de banque d'investissement. Cela pourrait entraîner une plus grande concentration des opérations, et des risques, dans toute une gamme d'activités.

Par conséquent, si nous décidons de recourir aux grandes contreparties centrales étrangères, il faudra élargir l'accès direct à ces établissements tout en les dotant de mécanismes rigoureux de contrôle des risques. Les normes s'appliquant aux infrastructures des marchés financiers font d'ailleurs l'objet d'une révision qui vise à rendre les contreparties centrales et leurs membres résistants à de tels chocs.

Il est également indispensable de veiller à la sûreté et à l'efficience de la compensation indirecte. À cet égard, une priorité clé est de faire en sorte que les positions des sous-adhérents soient protégées par une ségrégation adéquate des garanties et par la transférabilité des positions en cas de défaut d'un adhérent compensateur.

La Banque du Canada travaille sur la scène internationale en collaboration avec ses collègues d'autres organismes canadiens pour mettre au point des mesures assurant la sûreté et l'efficience des contreparties centrales étrangères, où qu'elles soient établies.

Les contreparties centrales nationales

Si l'option des contreparties centrales internationales peut convenir à certains pays, quelques-uns ont décidé de créer leurs propres contreparties centrales, notamment pour la compensation de produits pouvant avoir d'importantes répercussions sur leur propre système financier.

Quels seraient donc les avantages d'une contrepartie centrale canadienne pour compenser les dérivés de taux d'intérêt de gré à gré en dollars canadiens? En premier lieu, si une contrepartie centrale était établie au pays, il serait plus simple pour les autorités nationales, dont la Banque du Canada, d'exercer leurs responsabilités de surveillance à l'égard des infrastructures financières d'importance systémique. Ensuite, nous serions mieux placés pour gérer une crise et fournir, au besoin, des liquidités d'urgence pour soutenir une contrepartie centrale canadienne en difficulté. Il est certes possible d'élaborer des mécanismes de collaboration pour assurer la surveillance des contreparties centrales étrangères et la gestion de crises touchant ces institutions – des discussions sont d'ailleurs en cours à ce sujet à l'échelon international –, mais ces travaux ne sont pas terminés. De tels arrangements devront être conçus de manière à ce que la Banque puisse s'acquitter de ses obligations de surveiller et de préserver la stabilité du système financier canadien.

Une contrepartie centrale nationale présenterait aussi d'autres avantages : elle pourrait dans certains cas atténuer – même si elle ne les éliminerait certainement pas – les répercussions des chocs financiers émanant de l'étranger sur les marchés canadiens. Elle pourrait être spécialement adaptée aux besoins de notre système financier et favoriser le développement d'une expertise sur les marchés et l'innovation.

Les grandes questions qui se posent concernent la viabilité économique d'une contrepartie centrale canadienne et sa capacité de soutenir la stabilité et l'efficience du système financier. Nous savons qu'une bonne partie du marché des dérivés de gré à gré est à caractère mondial et que le succès d'un service de compensation canadien des produits dérivés de taux d'intérêt de gré à gré repose sur une large participation à la fois des firmes canadiennes et des firmes étrangères. Sans cela, le marché risquerait de se fragmenter et de devenir moins liquide et la contrepartie centrale canadienne pourrait voir ses propres mécanismes de contrôle des risques affaiblis. Une autre grande question est celle de savoir si une contrepartie centrale canadienne répondrait adéquatement aux besoins de compensation des institutions financières du pays. Dans la même veine, une contrepartie centrale canadienne devrait avoir un rapport coût-efficacité raisonnable afin de ne pas repousser les transactions vers l'étranger – ce qui compromettrait ses avantages prospectifs.

L'établissement de liens entre les contreparties centrales de différents pays pourrait contribuer à réduire la fragmentation du marché. Mais ces liens sont difficiles à mettre en place et les risques qu'ils comportent devraient être correctement gérés. En fait, il existe

quelques liens, qui fonctionnent, entre contreparties centrales (notamment pour les marchés au comptant), mais on ne dispose actuellement d'aucun modèle généralement accepté qui pourrait servir à l'établissement de ce type de relations entre les contreparties centrales chargées de la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré.

Alors qu'elle détermine quelle sera la meilleure stratégie de compensation pour les produits dérivés de gré à gré canadiens, la Banque du Canada avance sur deux fronts. D'une part, nous collaborons avec nos homologues canadiens et étrangers afin que les contreparties centrales mondiales, en particulier celles qui revêtent une importance systémique pour le Canada, puissent fournir les avantages voulus sur le plan de la stabilité financière. D'autre part, nous explorons activement la possibilité de mettre sur pied une contrepartie centrale domiciliée au Canada, en collaboration avec l'industrie financière et les autres organismes responsables des politiques publiques. Nous devons choisir les mécanismes qui soutiennent le mieux la stabilité et l'efficience du système financier canadien.

Conclusion

Nous sommes au cœur d'une énorme transformation de la réglementation financière, sans doute le train de réformes le plus radical que nous ayons connu en sept décennies. Non seulement les enjeux sont complexes, mais ils présentent des défis sur le plan transfrontalier qui doivent être relevés aussi bien à l'échelle mondiale qu'au Canada. La Banque appuie les objectifs du programme de réformes du G20. Ces réformes sont cruciales si nous voulons empêcher qu'une crise similaire à celle de 2008 ne se produise. Toutefois, nous devons être vigilants quant au risque de conséquences inattendues. À la Banque du Canada, nous nous employons, ici et sur la scène internationale, à faire en sorte que les réformes proposées de l'infrastructure financière mondiale et nationale apportent une amélioration substantielle du fonctionnement du système financier et une réduction marquée du risque systémique.