



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours prononcé par Agathe Côté  
sous-gouverneure à la Banque du Canada  
devant l'Association des professionnels  
en finance du Canada (Section de Montréal)  
Montréal (Québec)  
le 26 mars 2013**

# **Vers une infrastructure des marchés financiers plus forte au Canada : où en sommes-nous?**

## **Introduction**

C'est un plaisir d'être parmi vous aujourd'hui.

Je vais profiter du fait que je m'adresse à des professionnels de la finance pour parler de l'infrastructure des marchés financiers, un sujet qui touche tout le monde, d'une manière ou d'une autre – et vous-mêmes encore plus que d'autres, compte tenu de la nature de votre travail.

En général, lorsqu'on parle d'infrastructures, on pense aux routes et aux systèmes de transport. Les Montréalais, comme tous les résidents de grandes villes, savent très bien ce qui se passe quand les infrastructures sont fragiles et qu'elles ne tiennent pas le coup : retards, perturbations de toutes sortes, bref des situations plus ou moins chaotiques.

L'infrastructure est quelque chose dont nous n'appréciions souvent la valeur que lorsqu'elle fait défaut.

Il en va de même dans les marchés financiers. Presque toutes les transactions financières sont compensées, réglées et enregistrées par l'entremise des infrastructures des marchés financiers, ou IMF. Ces dernières permettent aux consommateurs et aux entreprises d'acheter des biens et des services, de faire des placements et de transférer des fonds de manière sûre et efficiente.

Compte tenu du rôle essentiel que jouent les IMF, la gestion des risques s'y rapportant est d'une importance capitale. D'ailleurs, dans les débats entourant les infrastructures, la question du risque systémique était à la mode bien avant la crise financière récente.

Au cours des vingt dernières années, toute une série d'améliorations ont été apportées en ce qui a trait, par exemple, au développement des systèmes de paiement et à la fiabilité du règlement des opérations de change qui mettent en jeu des fuseaux horaires différents. Ces améliorations ont porté leurs fruits

durant la crise. En effet, malgré les faillites de nombreuses institutions dans le monde, un degré d'incertitude extrêmement élevé et une aversion au risque poussée à son comble, les IMF ont quand même continué de remplir leurs fonctions essentielles.

La crise a également fait ressortir l'importance d'un type d'infrastructure en particulier, soit les contreparties centrales. Ces entités se font le vendeur de chaque acheteur et l'acheteur de chaque vendeur pour les opérations qu'elles compensent. Lorsqu'elles sont dotées de mécanismes appropriés de contrôle des risques, les contreparties centrales améliorent la résilience du marché en limitant le risque de contrepartie et, donc, le risque que des perturbations se propagent au sein du système. Cette fonction aide les marchés essentiels à demeurer toujours ouverts, même en périodes de crise. En outre, les contreparties centrales procurent à leurs participants des gains d'efficience appréciables grâce à l'établissement des soldes nets au bilan et elles facilitent la gestion ordonnée des défaillances des membres.

La faillite de Lehman Brothers, l'une des plus mémorables et dramatiques de la crise récente, aurait pu être encore plus catastrophique si la chambre de compensation britannique London Clearing House, qui tient le rôle de contrepartie centrale pour une grande portion du marché des dérivés de taux d'intérêt de gré à gré, n'avait pas géré la défaillance aussi bien qu'elle l'a fait. De manière plus générale, nous avons constaté que les marchés où les transactions étaient compensées par des contreparties centrales ont eu tendance à être plus résilients durant la crise que ceux recourant aux règlements bilatéraux.

Compte tenu de ces résultats positifs, il n'est pas surprenant que l'infrastructure des marchés, et les contreparties centrales en particulier, ait été au cœur des efforts du G20 pour accroître la stabilité financière.

La Banque du Canada s'intéresse de très près aux IMF. En vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, elle est chargée d'en assurer la surveillance réglementaire afin de contrôler le risque systémique au Canada.

Mais la Banque n'est pas la seule à jouer un rôle important dans ce domaine au Canada. De fait, l'ensemble des organismes de réglementation compétents et le secteur financier travaillent en étroite collaboration pour renforcer l'infrastructure des marchés canadiens et ainsi accroître la résilience du système financier.

Dans le reste de mon discours, je vais décrire les principales initiatives entreprises en ce sens. Les progrès à ce jour sont considérables, mais il reste encore du chemin à faire.

### **Une plus grande participation à la contrepartie centrale canadienne pour les opérations de pension sur titres à revenu fixe est essentielle**

Je commencerai par décrire une initiative qui vous touche de près. Ici même, à Montréal, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) a lancé en février 2012 un service de contrepartie centrale pour le marché canadien des pensions (*repos*) sur titres à revenu fixe qui s'appelle le Service canadien de compensation de produits dérivés (CDCS). Cette

contrepartie centrale est soumise à la surveillance de la Banque du Canada depuis le 30 avril dernier<sup>1</sup>.

Les opérations de pension représentent une source majeure de financement de gros pour les institutions financières et elles sont cruciales pour le fonctionnement et la liquidité d'autres marchés connexes importants, tels que le marché des obligations du gouvernement. Le CDSCS a été conçu pour faciliter le fonctionnement ininterrompu du marché des pensions et pour éviter, dans la mesure du possible, que ne se répète la grave pénurie de liquidité qui a touché ce marché durant la récente crise financière<sup>2</sup>.

Pendant la courte période qui s'est écoulée depuis son entrée en service, le CDSCS a élargi sa gamme de produits, a intégré de nouveaux participants et a vu la valeur moyenne des opérations compensées quotidiennement par son entremise augmenter de façon constante. C'est très bien, mais ce n'est pas suffisant. Pour l'instant, les opérations de pension qui sont compensées au moyen du CDSCS représentent seulement de 10 à 15 % de l'ensemble de ces transactions, ce qui est trop peu pour s'assurer que les marchés demeurent ouverts même en périodes de crise.

Bien que la plupart des grandes banques et entreprises de courtage en valeurs mobilières du pays soient actuellement membres du CDSCS<sup>3</sup>, la majorité des opérations de pension au Canada comptent au moins une contrepartie qui n'y participe pas. Or, le CDSCS ne peut compenser une transaction que si les deux contreparties originelles au contrat participent au service. Elle ne sera donc capable d'accroître sensiblement la proportion des opérations qu'elle prend en charge sur le marché des pensions qu'en attirant un éventail plus large de participants.

Si la solution paraît évidente – attirer davantage de participants –, plusieurs questions doivent être réglées avant que certaines institutions puissent participer, compte tenu du modèle actuel du CDSCS. À titre d'exemple, les petits courtiers n'ont pas forcément la volonté ou la capacité de satisfaire aux demandes opérationnelles quotidiennes ou de prendre part activement aux mesures nécessaires pour gérer les expositions en cas de défaillance d'un des membres. Et, pour le moment, les grands investisseurs, en particulier les caisses de retraite, ne satisfont pas à toutes les exigences imposées aux participants

---

<sup>1</sup> En plus des opérations sur titres à revenu fixe et des opérations de pension, le CDSCS assure la compensation centralisée des contrats d'options et contrats à terme qui se négocient à la Bourse de Montréal, ainsi que de certains contrats d'options sur actions hors cote.

<sup>2</sup> P. Chatterjee, L. Embree et P. Youngman (2012), « La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-56.

<sup>3</sup> Les participants actuels sont la Banque de Montréal, la Banque Nationale du Canada, la Banque Royale du Canada, La Banque Toronto-Dominion, Marchés mondiaux CIBC Inc., Merrill Lynch Canada Inc., Morgan Stanley Canada Limited, NBCN Inc., RBC Dominion valeurs mobilières Inc., Scotia Capitaux Inc. et Valeurs mobilières Desjardins Inc.

directs<sup>4</sup>. Néanmoins, la participation de ces caisses de retraite est capitale, car ces institutions représentent une forte proportion des acheteurs sur le marché des pensions.

La CDCC et ses membres sont déjà à pied d'œuvre pour trouver un moyen d'intégrer les institutions qui relèvent de ces deux catégories.

La CDCC examine la possibilité de mettre en place un dispositif qui permettrait aux petites institutions de compenser indirectement leurs transactions, c'est-à-dire par l'intermédiaire d'un participant direct offrant des services de compensation. C'est une approche qui a fait ses preuves et que les institutions financières comprennent bien.

Ceux qui participent actuellement au CDSCS ont un rôle à jouer dans la réalisation de cette initiative. Ils doivent se demander s'ils veulent ou non procurer des services de compensation aux petits établissements et, s'ils décident de le faire, développer leur capacité de prendre en charge cette activité. Ils doivent aussi déterminer comment ils vont gérer leur exposition au risque client.

Pour ce qui est des grandes caisses de retraite, la participation indirecte n'est pas nécessairement une option viable, en raison de la concentration des risques qui se produirait si ces entités faisaient compenser leurs transactions par l'intermédiaire d'un seul participant direct. La CDCC et les représentants de l'industrie se penchent sur une approche qui permettrait à ces entités de participer directement à la contrepartie centrale, de manière à ce que les risques soient gérés sans les assujettir aux mêmes accords de mutualisation des pertes. Il est important de poursuivre les efforts destinés à préciser de quelle façon ce dispositif pourrait fonctionner concrètement.

La Banque du Canada appuie pleinement les travaux qui sont entrepris présentement par la CDCC et l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières afin d'accroître la participation à la contrepartie centrale. La Banque continuera de jouer un rôle à cet égard pour s'assurer que les solutions mises en place respectent les normes élevées qu'elle applique en matière de gestion des risques.

Si la participation au CDSCS engendre des coûts, elle procure des avantages substantiels, aussi bien en temps normal qu'en périodes de turbulences. Non seulement le système financier canadien va-t-il bénéficier de la compensation centralisée d'un plus grand nombre d'opérations de pension, mais les participants actuels et futurs vont eux-mêmes profiter de l'efficience accrue découlant d'une réduction plus marquée des positions nettes et du risque de contrepartie.

Ces avantages seront encore plus grands lorsque l'industrie aura conçu un produit pour les opérations générales de pension dans lesquelles tout titre figurant dans un panier prédéterminé d'instruments peut être donné en garantie.

---

<sup>4</sup> Les participants du CDSCS doivent être soit un membre en règle d'une bourse reconnue dans une province canadienne, soit une banque assujettie à la *Loi sur les banques* (Canada). En général, les caisses de retraite n'appartiennent à aucune de ces catégories.

Ce produit devrait rendre le marché canadien des pensions plus liquide et plus efficient.

### **La compensation centralisée des dérivés de taux d'intérêt de gré à gré augmente**

Permettez-moi maintenant de vous parler d'un autre effort visant à accroître la stabilité financière par le recours aux contreparties centrales. Vous êtes sans doute au courant que les dirigeants du G20 se sont engagés à ce que l'ensemble des contrats de dérivés de gré à gré standardisés soient compensés par des contreparties centrales.

Les autorités canadiennes, comme celles de la plupart des pays membres du Conseil de stabilité financière, ont décidé, à l'automne dernier, de permettre aux établissements d'ici de respecter l'engagement du G20 en recourant à toute contrepartie centrale reconnue par elles, ce qui inclut les contreparties centrales mondiales<sup>5</sup>. Bien qu'une contrepartie centrale établie au Canada se prêterait mieux à une surveillance étroite par les autorités nationales, y compris, au besoin, en leur permettant d'intervenir pour atténuer les risques, les contreparties centrales mondiales présentent de nombreux avantages. En effet, elles favorisent davantage la liquidité et l'efficience sur un marché des produits dérivés de gré à gré essentiellement planétaire. Par ailleurs, ces contreparties rendent le système financier plus robuste face aux chocs et permettent aux acteurs de ce marché de gérer adéquatement leurs risques<sup>6</sup>.

Le résultat par contre est qu'à l'échelle mondiale, il y aura probablement une concentration des transactions autour d'une poignée de contreparties centrales, lesquelles sont vraiment en train de devenir des institutions financières d'importance systémique mondiale. Pour limiter la concentration des risques et pour veiller à ce que les autorités nationales disposent des outils dont elles ont besoin pour protéger les marchés locaux, le Conseil de stabilité financière a mis au point des mécanismes de protection, ou « garde-fous », encadrant la compensation par des entités mondiales.

Les garde-fous en question prévoient que ces entités doivent :

- fournir un accès libre et équitable;
- être assujetties à des mécanismes efficaces de surveillance fondée sur la collaboration entre les autorités compétentes;
- disposer de plans de redressement et de résolution robustes;
- avoir accès à des liquidités d'urgence dans toutes les monnaies pertinentes.

Le marché des produits dérivés de gré à gré le plus important sur le plan systémique pour le Canada est celui des dérivés de taux d'intérêt, et la principale contrepartie centrale mondiale pour ce marché est le service SwapClear de LCH.Clearnet, établi à Londres. La Banque est satisfaite des progrès qui sont

---

<sup>5</sup> Cette décision n'empêche aucunement l'instauration et l'exploitation futures d'une contrepartie centrale locale.

<sup>6</sup> Pour une analyse détaillée des facteurs ayant mené à la décision des autorités canadiennes, consulter la livraison de décembre 2012 de la *Revue du système financier*. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2012/12/rsf-1212-chande.pdf>.

accomplis actuellement en vue de doter SwapClear des garde-fous nécessaires et participe au dispositif multilatéral de surveillance mis sur pied le 14 décembre dernier par la Financial Services Authority du Royaume-Uni.

Je tiens à préciser que la mise au point des garde-fous, en particulier l'élaboration des régimes de redressement et de résolution des contreparties centrales, n'est pas encore entièrement terminée. Les autorités canadiennes vont surveiller la mise en œuvre des garde-fous dans toute contrepartie centrale qui deviendra importante pour la stabilité des marchés canadiens de dérivés de gré à gré.

Le nombre de transactions sur les dérivés de taux d'intérêt confiées par les institutions canadiennes à SwapClear augmente régulièrement<sup>7</sup>. Cette tendance devrait se poursuivre, à mesure que les banques se conformeront à l'engagement du G20 envers la compensation centralisée.

De fait, devant l'ampleur de cette évolution, la Banque du Canada considère maintenant SwapClear comme étant d'importance systémique et elle l'assujettira à sa surveillance le 2 avril. La désignation de ce système, dont le ministre des Finances a convenu qu'elle est d'intérêt public, donne à la Banque les pouvoirs et la responsabilité de s'assurer que SwapClear a mis en place des mécanismes appropriés et efficaces de contrôle des risques. La Banque est convaincue que la surveillance de SwapClear exercée en collaboration avec les autorités compétentes, conjuguée aux outils que procure la désignation, lui permettra de gérer efficacement le risque systémique au sein de ce marché essentiel, ce qui contribuera à rendre le système financier canadien plus résilient.

### **Les infrastructures des marchés financiers seront soumises à des normes plus strictes de gestion des risques**

Le dernier volet des réformes en cours dont je veux vous parler est l'adoption de nouvelles normes de gestion des risques pour les infrastructures d'importance systémique. En 2010, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont entamé une révision complète de leurs normes en la matière. L'objectif était de les harmoniser avec les pratiques optimales actuelles et de prendre en compte les acquis des autorités sur le plan de la mise en œuvre, notamment les leçons tirées de la crise financière.

Les Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers qui ont découlé de ce travail ont été parachevés l'an dernier. Les nouvelles normes sont beaucoup plus rigoureuses que les précédentes et elles accordent encore plus d'importance au contrôle du risque systémique. Elles mettent résolument l'accent sur la gouvernance et stipulent que les IMF doivent être dotées d'un cadre exhaustif de gestion des risques et détenir des ressources financières beaucoup plus élevées.

---

<sup>7</sup> Les cinq grandes banques canadiennes sont des membres compensateurs directs de SwapClear.

La Banque du Canada a adopté ces principes et elle les appliquera aux systèmes assujettis à sa surveillance<sup>8</sup>.

Comme c'est le cas partout dans le monde, tous les systèmes canadiens devront apporter des améliorations à leurs méthodes de gestion des risques pour satisfaire aux nouvelles normes. En ce moment, toutes les infrastructures désignées entreprennent une analyse rigoureuse de leurs pratiques en fonction des nouveaux principes. Elles cernent leurs lacunes et dressent des plans pour y remédier. La Banque et les autres organismes de réglementation canadiens travaillent en étroite collaboration avec les IMF pour voir à ce qu'elles s'y conforment en temps voulu.

Qu'est-ce que cela signifie pour les participants, pour vous et pour votre entreprise? Que les IMF vont modifier leurs pratiques de gestion des risques lorsqu'elles passeront aux nouvelles normes. Ces nouvelles pratiques vont se traduire par des hausses de coûts pour les IMF, qui auront des répercussions sur les participants. Et, dans certains cas, le montant des garanties requises augmentera, mais vous aurez une plus grande assurance que vos transactions seront exécutées comme vous le souhaitez, beau temps, mauvais temps. Les IMF informeront leurs membres des changements à venir, à mesure qu'elles règleront les détails.

**Nous avons fait des progrès considérables, mais il reste du chemin à parcourir**

Alors, où en sommes-nous?

Au sortir de la crise, un élément primordial des réformes internationales destinées à accroître la résilience du système financier a consisté à renforcer les infrastructures des marchés. Ce travail a pour but de réduire le risque systémique et de garder les marchés essentiels toujours ouverts.

Au Canada, nous avons fait beaucoup de progrès : nous avons instauré notre propre contrepartie centrale pour les opérations de pension sur titres à revenu fixe, et le volume des opérations sur le marché des dérivés de taux d'intérêt de gré à gré qui sont compensées par une contrepartie centrale a augmenté de façon marquée. De plus, nous sommes en train de mettre en oeuvre les nouvelles normes internationales plus rigoureuses qui s'appliquent aux infrastructures.

Tout le travail accompli jusqu'à maintenant est impressionnant, mais il y a encore du chemin à parcourir.

Nous sommes conscients que plusieurs des améliorations à apporter vont entraîner des coûts, en temps et en argent, dans le secteur des services financiers. Je ne veux pas sous-estimer l'engagement que ces changements vont nécessiter de toutes les parties concernées. Mais les bénéfices vont

---

<sup>8</sup> En plus du Service canadien de compensation de produits dérivés, la Banque surveille le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), principal système canadien de virement électronique de fonds; le CDSX, système canadien qui offre des services de règlement des opérations sur titres et qui joue le rôle de dépositaire central des titres; et le volet en dollars canadiens de la CLS Bank, système qui prend en charge à l'échelle mondiale le règlement d'opérations de change dans de nombreuses monnaies, y compris le dollar canadien.

largement dépasser les coûts. Et ce n'est pas le moment de nous arrêter ou de ralentir. Il est essentiel de poursuivre nos investissements dans les infrastructures; si nous continuons à investir, nous aurons l'assurance qu'elles nous serviront bien dans l'avenir.