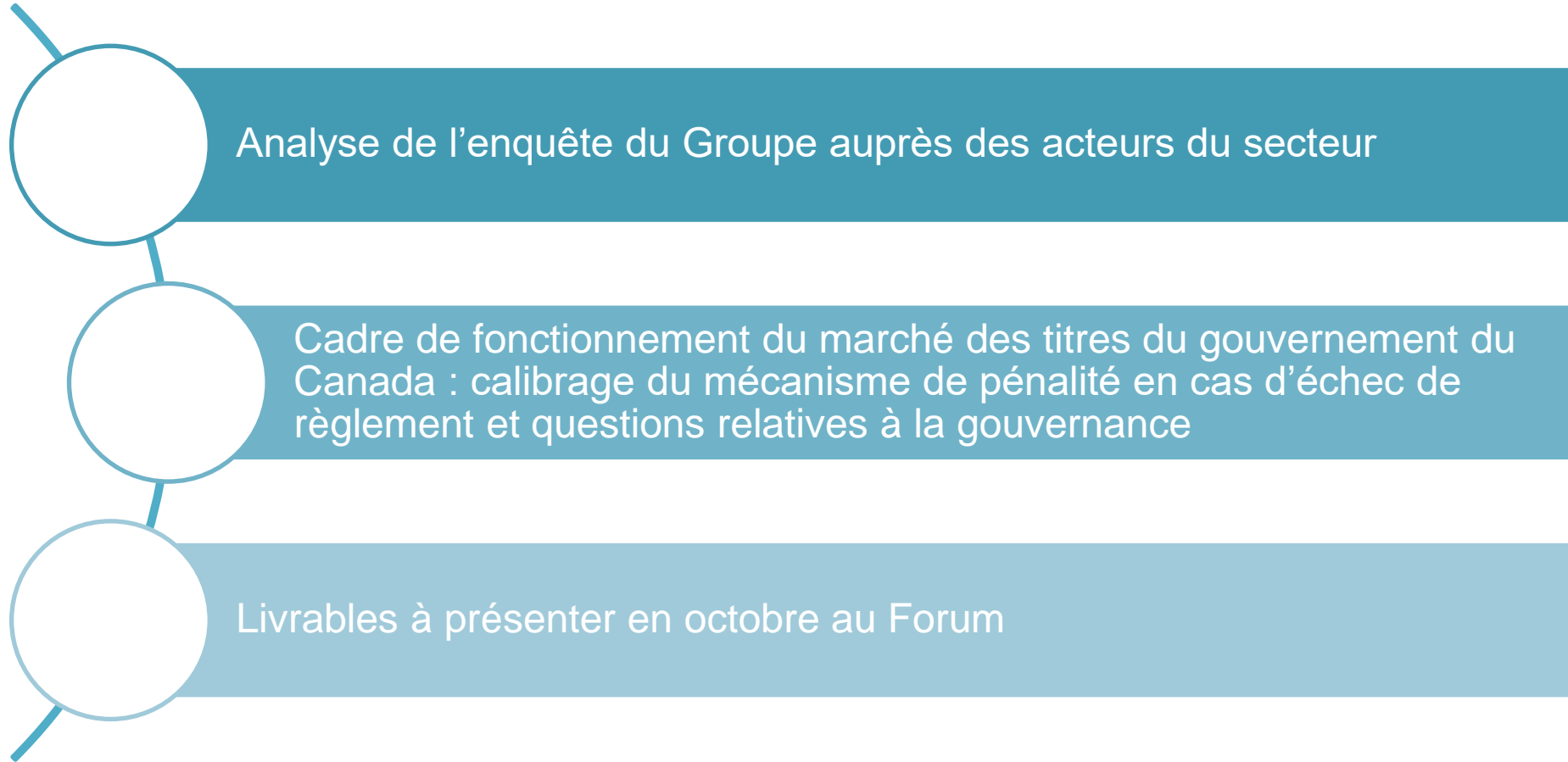




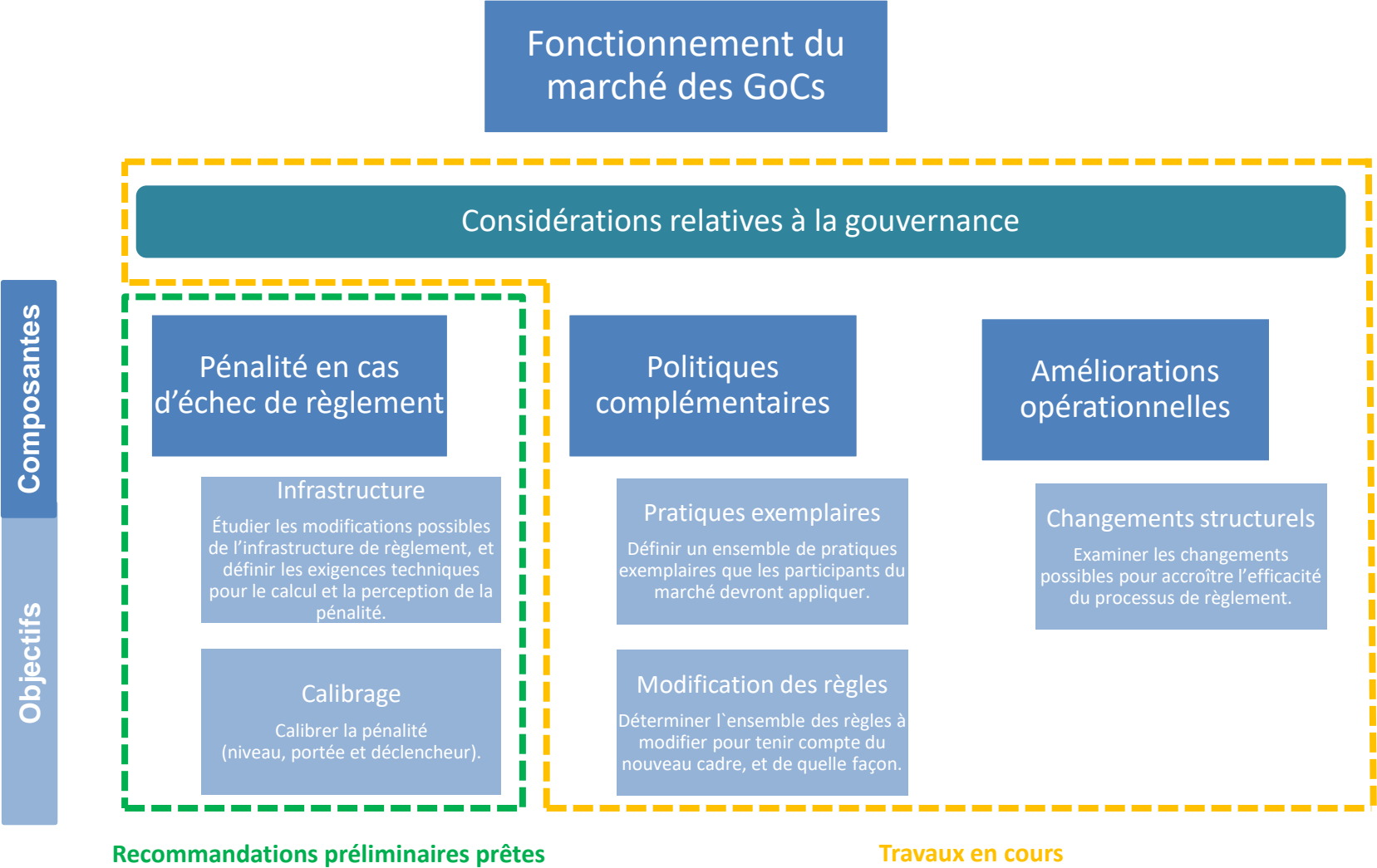
Mise à jour du Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

15 juin 2021

Programme : Mises à jour importantes sur les travaux du Groupe d'orientation



Point sur le cadre du fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada (GoC)



Appel aux commentaires des membres du Forum

Questions aux membres du Forum :

- ❖ **La structure et le calibrage de la pénalité en cas d'échec de règlement** sont-ils appropriés?
- ❖ Les questions relatives à **la gouvernance du cadre** sont-elles appropriées?
- ❖ Le Forum est-il d'accord avec la **démarche proposée pour les livrables** d'octobre liés au plan directeur?
- ❖ Y a-t-il **d'autres points** que le Groupe devrait considérer pour le plan directeur?

Analyse de l'enquête du Groupe auprès des acteurs du secteur

Aperçu de l'enquête sur les frictions associées au règlement

❖ Objectif

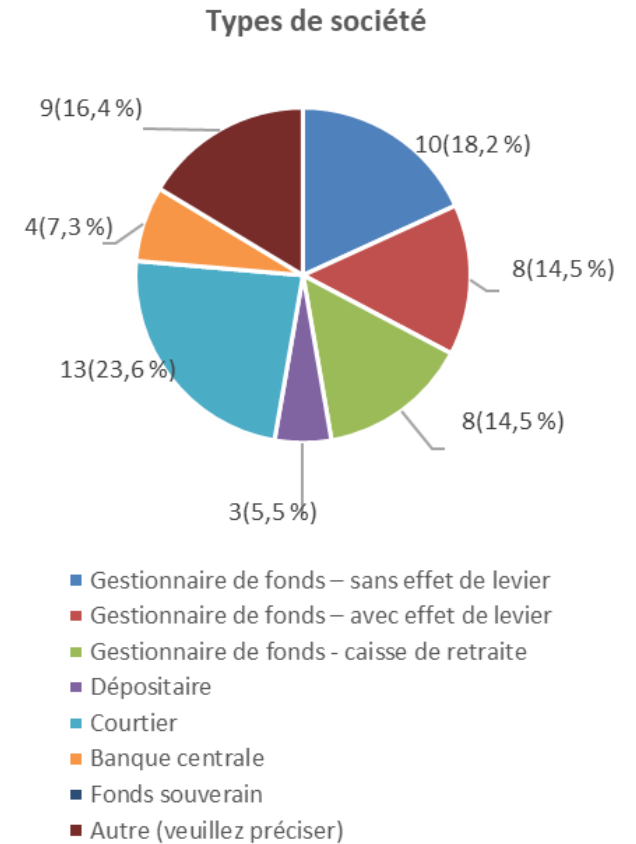
- Soulever les **sources possibles de frictions dans le processus de règlement** parmi toutes les parties prenantes du marché des titres du gouvernement du Canada.
- Étudier les **ajustements structurels possibles** aux processus de règlement ou les pratiques exemplaires à recommander.
- L'objectif global est d'**améliorer le cycle de règlement** et de **réduire les frictions**.

❖ Le bassin de participants était **étendu** et diversifié

- 55 réponses ont été fournies, en provenance d'acteurs des côtés acheteur et vendeur, de dépositaires, de banques centrales étrangères et de compagnies d'assurance.

❖ L'enquête mettait l'accent sur **trois grands thèmes** :

1. Structure du marché
2. Processus
3. Questions subsidiaires



Thèmes principaux

❖ Structure du marché

- L'effet de cascade d'un défaut de livraison est perçu comme le défi numéro un.
- Le prêt de titres et le renantissement pourraient être source de frictions.
- Certain considère que des problèmes pourraient être associés à certaines contreparties.

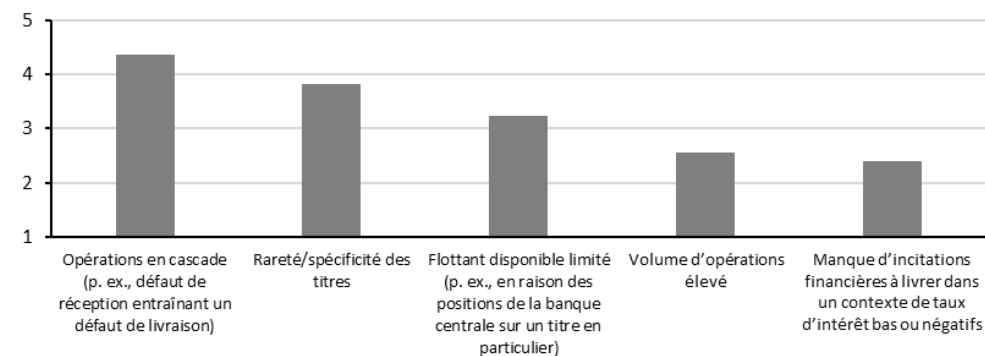
❖ Processus

- Les interventions et processus manuels augmentent le risque d'échecs attribuables à un manque de communication, de transparence et de ressources disponibles.
- Les répondants sont favorables à une plus grande automatisation du processus.
- L'existence d'opérations bilatérales et compensées crée de la fragmentation, qui réduit la capacité de compensation dans le système.

❖ Questions subsidiaires

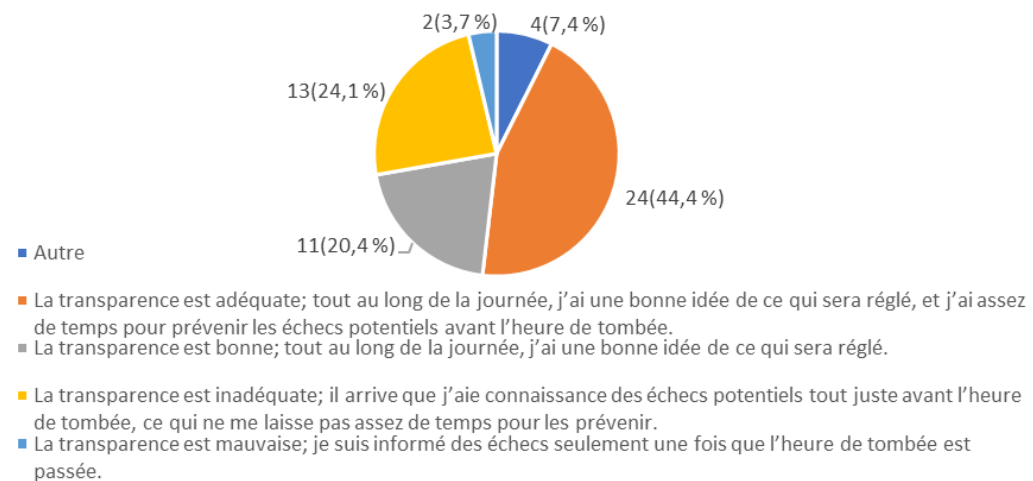
- Il pourrait y avoir des problèmes propres à certains produits sur le marché (comptant vs pensions, bons vs obligations).
- Il faudrait évaluer les tailles des tranches actuelles de CDS pour déterminer les limites minimales et maximales permettant de faciliter le processus de règlement.
- Le règlement hors norme pose des difficultés puisqu'il tend à réduire le cycle de règlement et qu'il donne lieu à des interventions manuelles susceptibles de causer des problèmes.

Réponse moyenne des participants par facteur économique (1 – pas important; 5 – très important)



Source : Banque du Canada

Transparence du processus de règlement



Évaluation des changements potentiels pour le Groupe : prochaines étapes

❖ Afin d'achever l'analyse de l'enquête du Groupe :

- Conduire des recherches sur les principaux facteurs considérés dans le cadre de l'enquête comme favorisant des frictions dans le processus de règlement des opérations sur titres du gouvernement du Canada.
- Consulter les parties prenantes du secteur pour clarifier les questions d'intérêt qui ne peuvent entièrement s'expliquer au vu des résultats de l'enquête.

❖ Ce que le Groupe entend faire par la suite :

- Formuler des recommandations de pratiques exemplaires ou de changements structurels pour le processus de règlement des opérations sur titres du gouvernement du Canada.
 - Trouver une solution aux frictions existantes dans le cycle de vie des opérations.
 - Prendre acte des résultats de l'enquête.
 - Évaluer les processus de règlement en usage à l'étranger.
- Recommander un ensemble de règles et d'autres changements structurels pour faciliter l'implantation du mécanisme de pénalité en cas d'échec et appuyer les recommandations.
- Préparer des directives pour la mise en œuvre des pratiques exemplaires ou des changements structurels recommandés :
 - Échéancier
 - Coût
 - Complexité
 - Responsabilité des tâches

Cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada : calibrage du mécanisme de pénalité en cas d'échec de règlement et questions de gouvernance

Livrables pour le mécanisme de pénalité (à caractère incitatif)

- ❖ Le calibrage du mécanisme de pénalité doit faire en sorte que les incitations financières à régler rapidement soient rétablies dans un contexte de taux bas ou négatifs afin de maintenir le bon fonctionnement des marchés, notamment du fait de l'application de ce mécanisme à TOUS les participants.
- ❖ Le calibrage doit également tenir compte de la structure et des caractéristiques du marché canadien.
- ❖ Les recommandations concernant le plan directeur du cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada portent sur les aspects suivants :

Paramétrage de la pénalité

- Paramètres de la pénalité, comme le montant et le type (statique ou dynamique).
- Sélection du taux de référence.
- Définition des échecs et des opérations visées par le mécanisme.
- Détermination et atténuation des obstacles à l'adoption généralisée.

Déclenchement de la pénalité

- Le mécanisme de pénalité est-il activé en permanence ou par intermittence?
- Quelles conditions (du marché) déclenchent l'application de la pénalité (dans l'un ou l'autre des scénarios)?
- Qui détermine si les conditions d'activation ou de désactivation sont satisfaites?

Mesures de réussite

- Comment allons-nous évaluer la mesure dans laquelle le mécanisme de pénalité atteint l'objectif visé?

Paramétrage : recommandation d'un modèle hybride

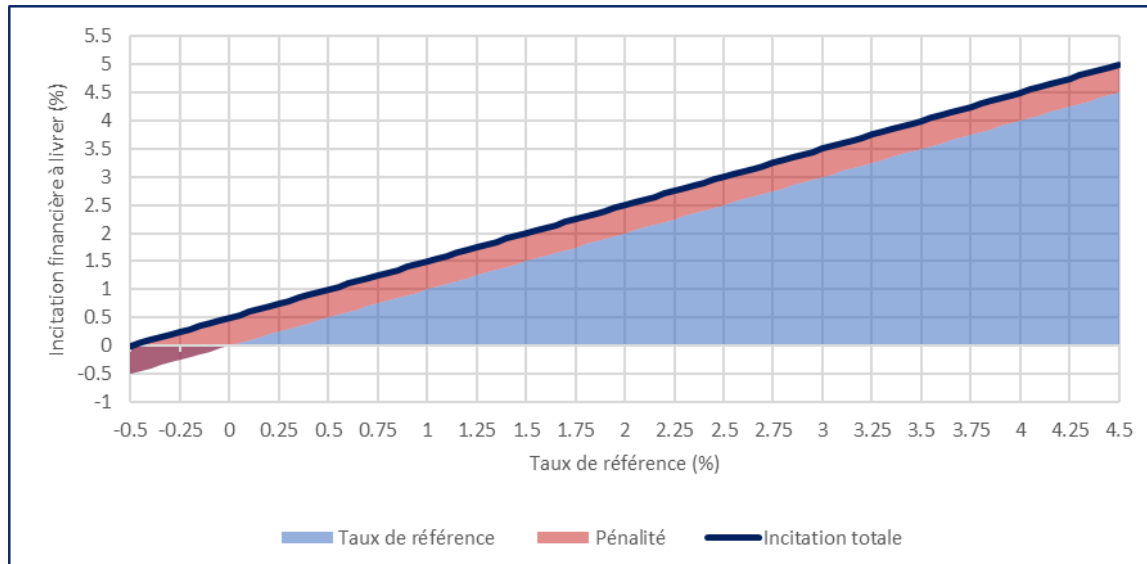
- ❖ Mécanisme hybride = pénalité minimale statique de 50 pb + composante dynamique conditionnelle (activée seulement si certains critères sont remplis).
 - Au départ, seule la pénalité de 50 pb est activée (aucun seuil d'activation, puisqu'il s'agit d'un taux plancher).
 - La pénalité dynamique procure un incitatif total de 150 pb pour permettre aux marchés des garanties d'opérer des compensations dans un contexte de taux d'intérêt bas ou négatifs si le taux d'échecs est élevé et persistant.

$$Pénalité_t = \begin{cases} 0,50\% & \longrightarrow \text{Pénalité statique de base} \\ \max\{1,50\% - Cible\ BdC_t, 0,50\%\} & \longrightarrow \text{Activation de la pénalité dynamique conditionnelle} \\ & \text{si le taux de 50 bps est insuffisant} \end{cases}$$

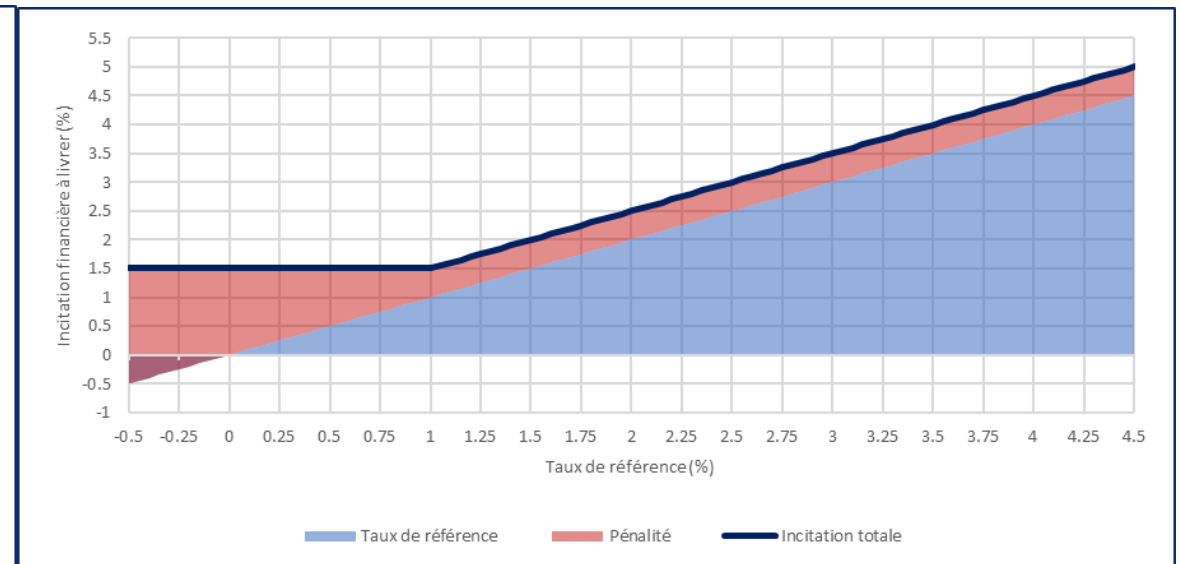
- ❖ **NB : La pénalité est un montant imputé aux participants en défaut; l'incitation financière totale à opérer le règlement a deux composantes (la pénalité en cas d'échec + le taux du financement à un jour).**
- ❖ Le calibrage repose sur les facteurs suivants :
 - La pénalité minimale tient compte du fait que les marchés ont généralement bien fonctionné ces derniers temps, tandis que la composante dynamique conditionnelle procure l'assurance d'une gouvernance gérable en amont.
 - La composante dynamique a un effet dissuasif, même quand elle n'est pas activée.
 - Un dispositif d'annulation est intégré à même la composante dynamique : quand le taux cible de la Banque du Canada est égal ou supérieur à 1 %, la pénalité retombe à 50 pb jusqu'au prochain déclenchement.
 - La formule de calcul et les critères d'activation seront transparents pour les participants du marché.

Incitations au règlement procurées par le modèle hybride

A. Pénalité de base de 50 pb



B. Composante dynamique conditionnelle



Pénalité fixe de 50 pb, indépendamment de la valeur du taux de référence

Quand la composante dynamique est activée, la pénalité augmente pour maintenir une incitation totale de 150 pb si le taux de référence glisse en deçà de 1 %

Critères d'activation de la composante dynamique

- ❖ Le seuil de déclenchement est basé sur les taux d'échec observés sur le marché au comptant et le marché des pensions pour les titres du gouvernement du Canada, pour tenir compte des pressions importantes et soutenues sur le marché des garanties.

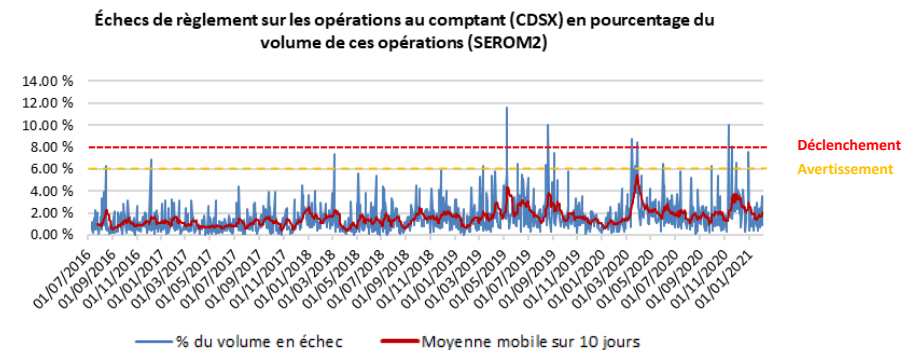
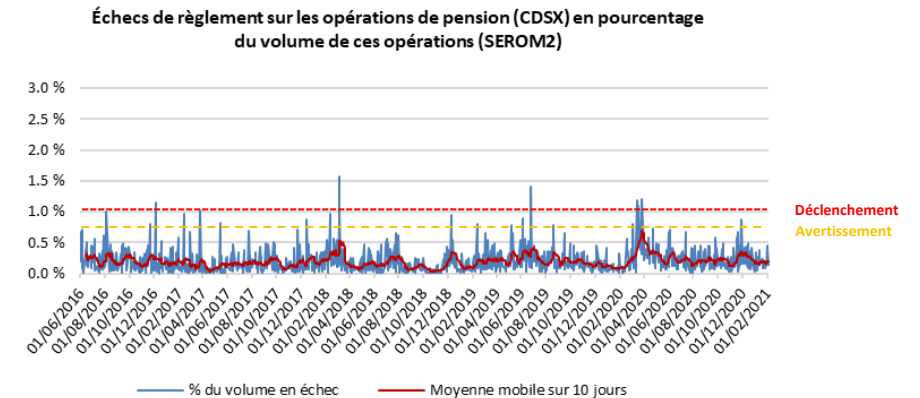
	Marché des pensions	Marché au comptant
Seuil de déclenchement (si l'un ou l'autre des critères est rempli)	Taux d'échec sur les opérations de pension (moyenne mobile sur 10 jours) $\geq 1\%$	Taux d'échec sur les opérations au comptant (moyenne mobile sur 10 jours) $\geq 8\%$
Seuil d'avertissement	Taux d'échec sur les opérations de pension (moyenne mobile sur 10 jours) $\geq 0,75\%$	Taux d'échec sur les opérations au comptant (moyenne mobile sur 10 jours) $\geq 6\%$

- ❖ Le seuil d'avertissement permet au marché de s'auto-réguler (pour qu'il ne soit plus nécessaire d'activer la composante dynamique).

- Par souci de transparence, les participants du marché pourraient être informés par des avis aux marchés ou dans Bloomberg si la moyenne mobile sur 10 jours du taux franchit le seuil d'avertissement.

Notes :

- Le taux d'échec est une fraction correspondant au nombre de nouveaux échecs de règlement sur le marché au comptant ou le marché des pensions, divisé par le volume des règlements opérés sur ce marché un jour donné (les transactions échues sont exclues).
- Avec les seuils de déclenchement proposés, la composante dynamique n'aurait **pas** été activée au cours des cinq dernières années. Ces seuils pourraient être revus périodiquement.



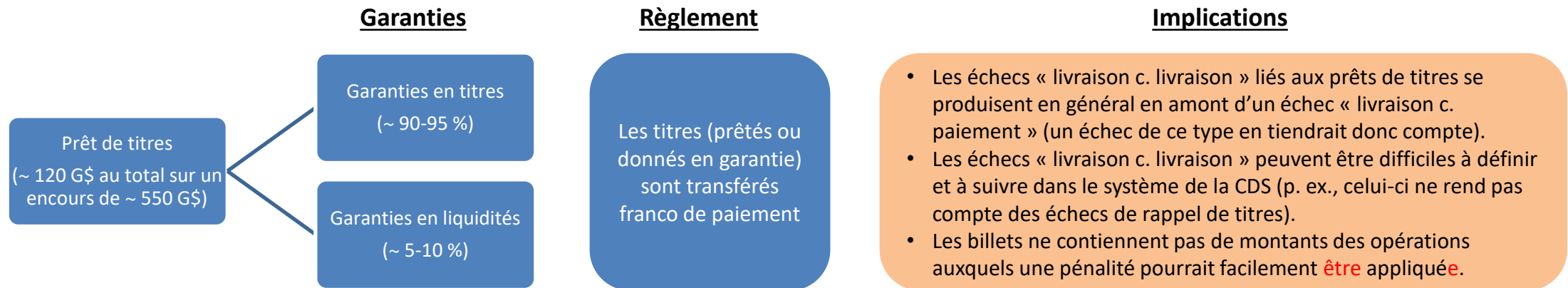
Définition des échecs : opérations visées

- S'apparente beaucoup à la méthode américaine.
- Aucune pénalité ne devrait être appliquée quand d'autres règles (p. ex., celles d'une bourse ou d'une agence de compensation) prévoient déjà des pénalités pour non-livraison d'un titre du gouvernement du Canada.

Types d'instruments et d'opérations	Visés?	Remarques
Bons, obligations à rendement nominal, obligations à rendement réel, coupons détachés	Oui	Suivi centralisé par la CDS
Autres?	Non	Pour éviter de dépasser le mandat du Groupe d'orientation, seuls les titres du gouvernement du Canada sont visés pour le moment.
Marché au comptant	Oui	Suivi centralisé par la CDS
Marché des pensions	Oui	Suivi centralisé par la CDS
Marché de prêt de titres (défaut de livraison de titres du gouvernement du Canada)	Oui*	*Le suivi centralisé des échecs serait difficile, mais des réclamations bilatérales sont possibles.
Options, contrats à terme (remise physique d'un titre du gouvernement du Canada)	Oui*	*S'applique seulement au défaut de livraison de l'actif sous-jacent lorsqu'il y a livraison physique. Le suivi centralisé des échecs serait difficile, mais des réclamations bilatérales sont possibles.
Livraison contre paiement	Oui	Suivi centralisé par la CDS
Livraison contre livraison, franco de paiement, nantissement	Oui*	*Le suivi centralisé des échecs serait difficile, mais des réclamations bilatérales sont possibles.

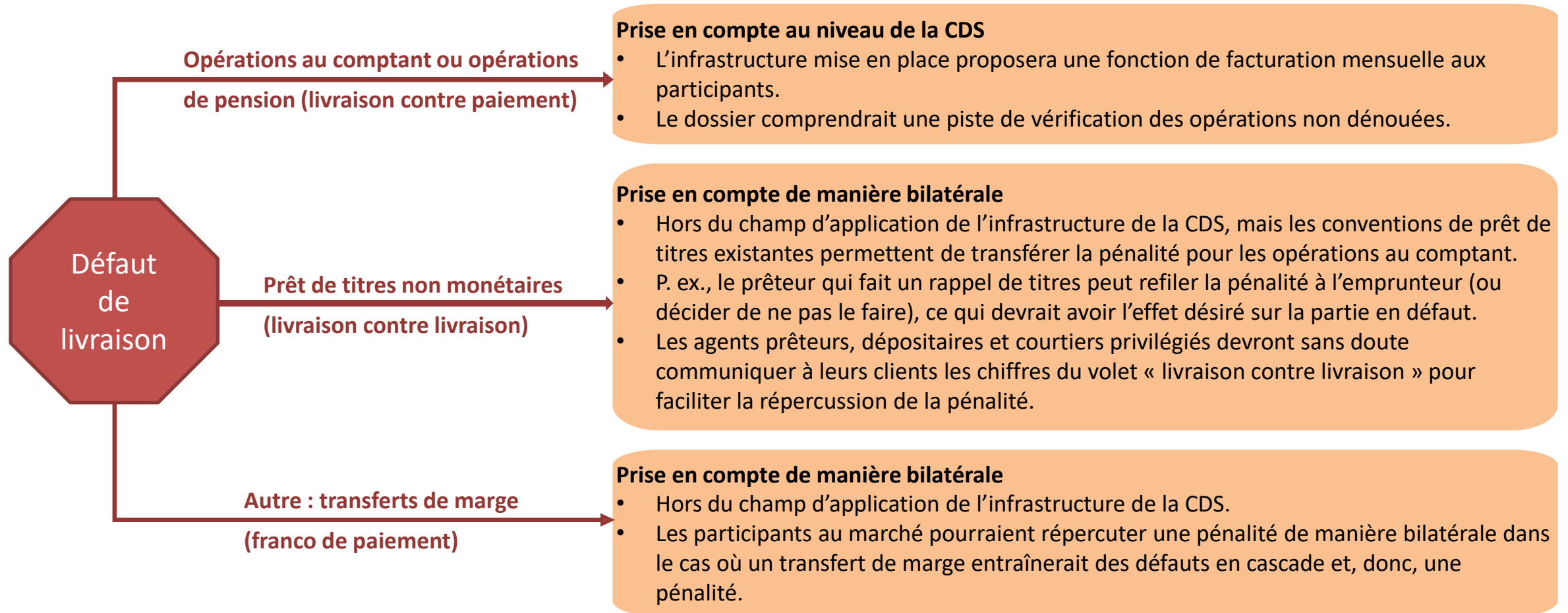
Définition des échecs : les règlements « livraison c. livraison » posent des difficultés particulières

- ❖ Le marché des prêts de titres du gouvernement du Canada est vaste, ces prêts avoisinant 120 milliards de dollars en tout temps.
 - À titre de comparaison : la moyenne des volumes d'opérations quotidiennes (SEROM 2.0, net) se situe entre 10 et 20 milliards de dollars pour le marché au comptant, et entre 20 et 40 milliards de dollars pour le marché des pensions.
 - Au Canada, les prêts de titres sont majoritairement adossés à des garanties en titres et non en liquidités (comme aux États-Unis), et pour cette raison, il est difficile d'en rendre compte dans le cadre du processus de règlement standard de la CDS.
 - Contrairement aux marchés au comptant et des pensions, il n'est pas courant de prêter un titre qu'on n'a pas déjà en sa possession, ce qui réduit l'incidence des échecs de règlement.



- ❖ Une infrastructure permettant d'effectuer un suivi centralisé des échecs de type « livraison contre livraison » serait difficile à mettre en œuvre et dépasse la portée de la présente recommandation.

Recommandation sur la façon de rendre compte de différents types d'opérations ou de règlements et de garantir des règles du jeu équitables



Aperçu du montage à la CDS d'un mécanisme de pénalité en cas d'échec de règlement

❖ Quotidiennement :

- Saisir les renseignements sur les défauts de règlement concernant tous les titres désignés.

❖ Mensuellement :

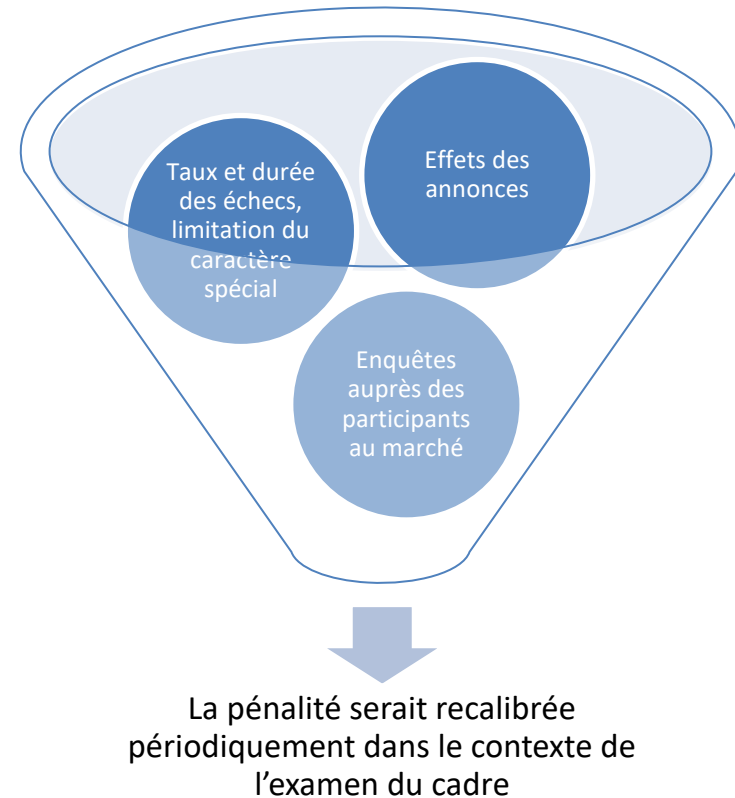
- Regrouper l'information pour créer une piste de vérification de toutes les opérations non dénouées.
- Structurer la piste de vérification ordinolinguistique en ventilant l'information par participant, date, rôle (livreur ou destinataire), y compris les numéros de compte des participants dont dispose la CDS et la pénalité exigible par opération.
- La piste de vérification permet aux dépositaires, aux agents prêteurs et aux courtiers privilégiés de répercuter la pénalité de la CDS sur leurs clients.
- La CDS additionnera les montants exigibles qui figurent dans cette piste de vérification et reportera les données nécessaires dans les livres de caisse de toutes les parties concernées.

❖ Les estimations préliminaires des coûts et frais de montage semblent indiquer que leur montant ne serait pas excessif.

❖ Il reviendra aux agents prêteurs, aux dépositaires et aux courtiers privilégiés de répercuter concrètement toute pénalité sur leurs clients.

Mesures de réussite du mécanisme de pénalité en cas d'échec

- ❖ Les mesures de réussite devraient refléter le fait que le calibrage du mécanisme de pénalité s'apparente à une police d'assurance :
 - L'objectif principal est d'offrir un mécanisme incitatif qui permette au marché de fonctionner quand les taux d'intérêt sont bas ou négatifs, pas de faire tendre les taux d'échecs vers zéro.
 - Un plancher de 50 pb élargit l'espace de négociation pour les garanties et incite à la discipline de marché tout en atténuant les préoccupations liées aux effets de la pénalité.
- ❖ Plutôt que de fixer des objectifs contraignants pour certaines mesures, les examens périodiques du calibrage de la pénalité devraient être holistiques et s'inscrire dans le contexte de l'examen de l'ensemble du cadre.



Modèle proposé pour la gouvernance du cadre de fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada

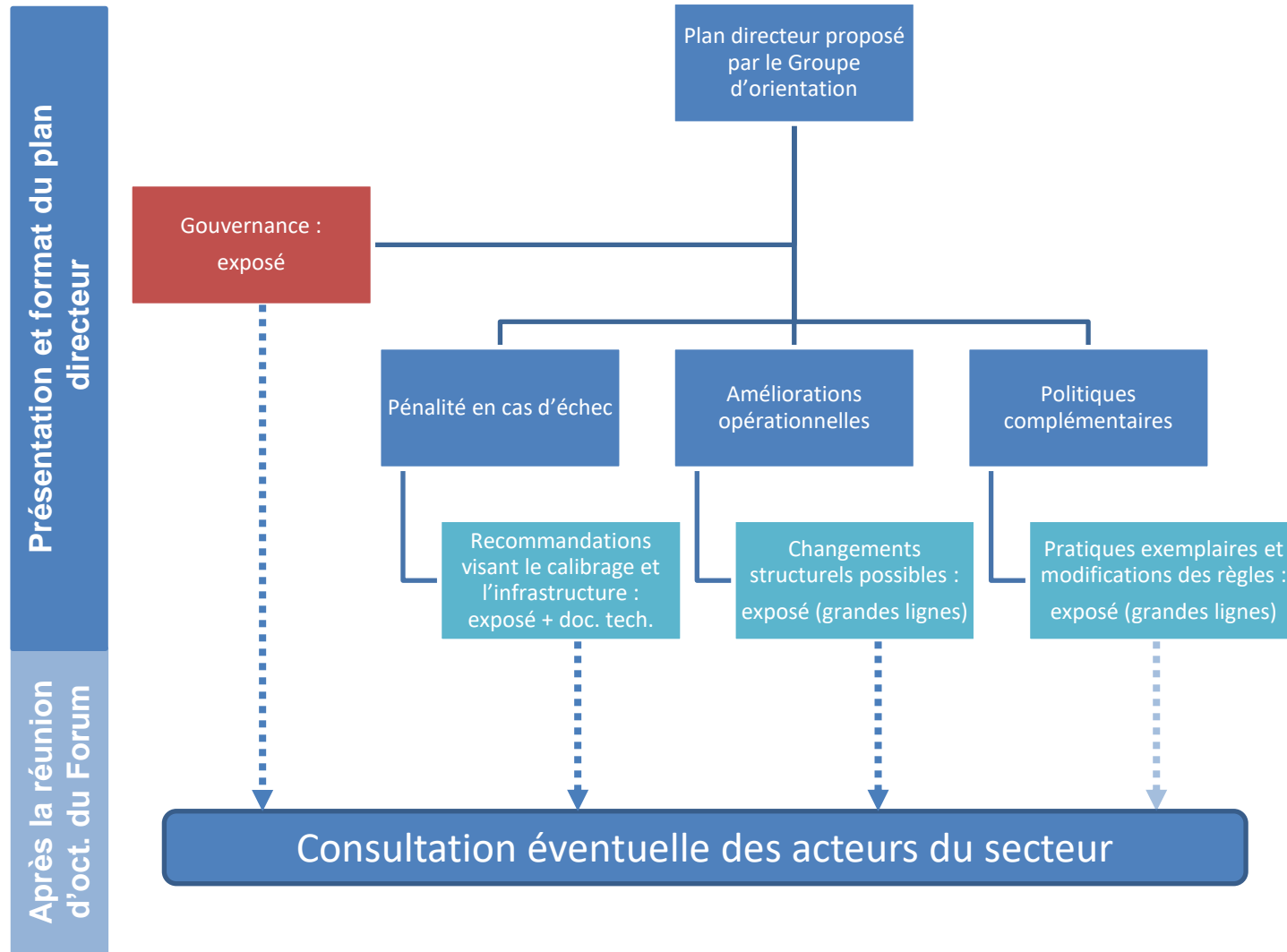
- ❖ Le Forum canadien des titres à revenu fixe serait globalement responsable de la gouvernance du cadre et de ses composantes, y compris le volet des pratiques exemplaires.
 - Le Groupe d’orientation pourrait éventuellement poursuivre sa mission à titre de sous-groupe permanent du Forum chargé de la gouvernance du cadre (à l’image du TMPG), en profitant de la diversité des parties prenantes représentées en son sein.

- ❖ Le cadre serait réexaminé à intervalles réguliers pour garantir le fonctionnement efficace du marché.
 - Les intervalles seraient réduits en cas de changement important (par exemple, activation de la composante dynamique de la pénalité, hausse persistante du taux d’échecs sans que le seuil d’activation soit atteint).
 - Le Groupe d’orientation, ou le groupe de gouvernance, pourrait aussi effectuer des examens ponctuels et recommander des changements – par exemple, si l’évolution du marché le justifie –, y compris des changements importants dans les processus ou l’infrastructure.

- ❖ Une institution membre du Groupe d’orientation ou du groupe de gouvernance devrait prendre en charge les caractéristiques du mécanisme de pénalité qui auront été convenues (par exemple, surveiller les taux d’échecs, fournir des mises à jour au groupe de gouvernance, communiquer avec les acteurs du marché au sujet de la composante dynamique).

Livrables à présenter en octobre au Forum

Plan directeur accompagné de recommandations sur la conception et la faisabilité du cadre



Le Groupe d'orientation présentera le plan directeur en octobre 2021 :

- Le Groupe demandera conseil en ce qui concerne le plan directeur et **toutes** les composantes du cadre.
- Le Forum devrait prendre la décision d'approuver le plan directeur (en tout ou en partie) à une réunion ultérieure.
- Sous réserve de l'approbation du Forum, un livre blanc sera publié.

Merci

Annexe

Rappel de la mission du Groupe d'orientation et contexte

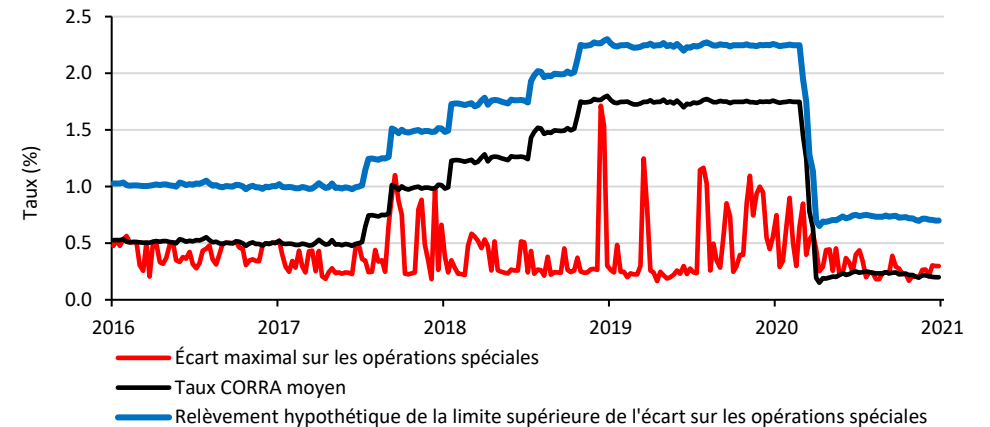
- ❖ En octobre 2019, le Forum canadien des titres à revenu fixe (le Forum) a approuvé la formation d'un groupe de travail chargé de passer en revue le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada dans un contexte de bas taux d'intérêt.
- ❖ Le Groupe d'orientation sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada (le Groupe d'orientation) a été mis sur pied en 2020. Son mandat :
 - Explorer et concevoir un cadre qui favoriserait le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada dans un contexte de bas taux d'intérêt (**phase de conception**), et fournir au Forum des recommandations sur la conception de ce cadre.
 - Le **cadre** devra prévoir : un mécanisme d'incitation financière à régler rapidement les opérations, qui s'appliquera à tous les participants au marché; des critères pour la mise en œuvre du cadre;
 - des **politiques complémentaires ou des changements dans les pratiques du marché**, qui permettraient d'en améliorer le fonctionnement et d'atténuer toutes conséquences involontaires potentielles.
 - Sous réserve de l'approbation du Forum et de plus amples instructions de sa part, prendre les mesures nécessaires en vue de la mise en œuvre du cadre (**phase de mise en œuvre**).

Pourquoi le paramétrage du mécanisme de pénalité est-il approprié?

- ❖ Une analyse des écarts sur les opérations spéciales conjuguée à l'absence de défauts importants et persistants donne à penser qu'une **pénalité statique de 50 pb** est appropriée dans un contexte comme celui qui prévaut depuis 2016.
- ❖ Pour permettre la compensation des opérations sur les marchés des garanties alors que les taux sont bas ou négatifs, ou en cas de choc entraînant des défauts importants et persistants, la **pénalité dynamique de 150 pb** procurerait des incitations supplémentaires, au besoin.
 - Un taux de 150 pb reflète le taux maximal observé ces derniers temps pour des titres spéciaux négociés sur le marché des titres du gouvernement du Canada.
- ❖ Le modèle hybride tient compte du fait que les marchés ont généralement bien fonctionné ces derniers temps.
- ❖ Globalement, on a une approche *de minimis* qui incite au règlement (grâce à la composante dynamique conditionnelle) tout en présentant une gouvernance gérable en amont.

Écart hebdomadaire maximal sur les opérations spéciales par rapport au taux CORRA

L'univers de transactions inclut le volume non tronquée d'opérations CORRA et les opérations à jour lendemain



Sources : SEROM et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 31 décembre 2020