

RÉSUMÉ DES DISCUSSIONS

Toronto, le 12 juin 2025, de 16 h à 18 h

1. Feuille de route pour la compensation des opérations de pension par les services de contrepartie centrale de la CDCC

La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) présente sa feuille de route pour élargir la compensation des opérations de pension par ses services de contrepartie centrale au Canada. La feuille de route tient compte de l'évolution de la dynamique du marché des pensions, notamment l'adoption accrue des opérations de pension tripartites, l'augmentation des émissions de titres d'emprunt, la participation croissante des négociants principaux américains, la progression des opérations à effet de levier effectuées par les fonds de couverture et le mouvement constaté plus généralement dans le monde vers la compensation centrale. La CDCC considère que la compensation centrale apporte des avantages substantiels au système financier canadien. À l'heure actuelle, elle compense des opérations totalisant entre 40 et 45 milliards de dollars par jour, soit environ 10 à 15 % des opérations du marché canadien des pensions, ce qui est nettement moins que dans les pays comparables. La CDCC vise à combler cet écart en améliorant l'infrastructure, en augmentant l'offre de produits et en élargissant l'accès des participants du côté acheteur grâce à un modèle de compensation « avec parrainage » des opérations de pension.

La CDCC prévoit une feuille de route en trois étapes pour accroître la compensation des opérations de pension par contrepartie centrale : 1) modernisation des opérations et ajout de nouvelles garanties admissibles (à compter de la fin de 2025); 2) intégration avec le Service canadien de gestion des garanties (SCGG) pour faciliter la compensation des paniers de garanties générales du SCGG composés de titres du gouvernement du Canada (prévue pour la mi-2027); et 3) lancement éventuel, après 2027, d'un modèle de compensation avec parrainage des opérations de pension pour permettre une plus grande participation du côté acheteur.

Les membres conviennent qu'une compensation par contrepartie centrale accrue est avantageuse pour le marché financier canadien, mais que le jumelage des marges est un aspect important pour accroître l'adoption de ce mode de compensation. Ils discutent aussi de la nécessité : de sensibiliser les participants au marché aux avantages d'intégrer les opérations de pension et les opérations au comptant dans le service de contrepartie centrale afin de maximiser l'allègement du bilan; et de mieux faire connaître les fonctions existantes de la CDCC. Les membres indiquent que l'approche canadienne devrait tirer des leçons des réussites et des limites des modèles de compensation américain et européen, en mettant en balance la simplicité opérationnelle, l'atténuation des risques et les incitations à l'adoption. Ils soulignent également la nécessité d'une coordination avec le Groupe consultatif sur l'infrastructure liée aux garanties

et les pratiques du marché, et discutent de la création dans l'avenir d'un sous-groupe du Groupe consultatif qui soit axé sur la compensation.

2. Recommandations finales de pratiques exemplaires de gestion des risques pour les opérations de pension garanties par des titres du Trésor américain

Ellen Correia Golay, de la Banque fédérale de réserve de New York, dresse un portrait complet des recommandations finales du Treasury Market Practices Group (TMPG) concernant les pratiques exemplaires de gestion des risques pour les opérations de pension garanties par des titres du Trésor américain. Le TMPG, qui est parrainé par la Banque fédérale de réserve de New York et réunit des parties prenantes clés de l'ensemble du secteur financier, a élaboré ces lignes directrices d'application volontaire pour améliorer la transparence et la cohérence de la gestion des risques, en particulier pour le segment du marché des opérations de pension bilatérales qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale. Bien que les pratiques exemplaires ne soient pas de nature réglementaire, tous les membres du TMPG doivent exercer leurs activités conformément à celles-ci et mettre en place des mesures qui soutiennent leur application dans leurs entreprises. On s'attend aussi des [négociants principaux](#) qu'ils se conforment aux pratiques exemplaires dans le cadre de leurs activités. Ces pratiques font en effet partie des exigences de contrepartie imposées par la Banque fédérale de réserve de New York, qui visent les marchés des titres du Trésor ainsi que des titres de créance et hypothécaires émis par un organisme fédéral.

Ces lignes directrices actualisées font suite à une analyse approfondie, dont une [étude](#) menée en 2023 par l'Office of Financial Research des États-Unis qui a révélé que plus de 70 % des opérations de pension bilatérales non compensées garanties par des titres du Trésor américain comportaient une décote nulle. Le TMPG a aussi mené une [étude](#) sur les pratiques de gestion des risques sur le marché des opérations de pension garanties par des titres du Trésor américain. Celle-ci indique que, même si l'utilisation généralisée des décotes nulles s'explique principalement par l'existence d'accords de compensation ou de compensation des marges au niveau des portefeuilles, elle est parfois attribuable à des pressions concurrentielles et aux relations avec les clients. Le TMPG a déterminé qu'il s'agit d'un possible risque systémique pour le fonctionnement global du marché des opérations de pension garanties par des bons du Trésor, en cas de défaillance d'un ou de plusieurs participants. À la suite d'une vaste consultation sectorielle, le TMPG a [publié](#) ses recommandations définitives le 22 mai 2025. Celles-ci mettent l'accent sur de saines pratiques de gestion des risques (comme l'application de décotes, une documentation juridique solide et des cadres robustes de gestion des risques) tout en évitant de définir des niveaux de décote prescriptifs, afin de maintenir une certaine flexibilité. Le TMPG note que les décisions relatives aux décotes doivent être conçues comme des outils de gestion des risques plutôt que comme des modalités commerciales qui font l'objet de négociations. La mise en œuvre des recommandations du TMPG devrait se faire progressivement d'ici à juin 2026.

Après l'exposé, les coprésidents du sous-groupe chargé de l'évaluation et des décotes (au sein du Groupe consultatif) parlent de la dynamique des décotes au Canada. Les discussions entre les acteurs du côté acheteur et du côté vendeur confirment que les décotes proches de zéro demeurent la norme actuelle pour les opérations de pension bilatérales non compensées adossées à des actifs liquides de haute qualité (c.-à-d. les obligations du gouvernement du Canada, des provinces et d'organismes gouvernementaux). Cela s'explique à la fois par la dynamique concurrentielle et l'excellente qualité du crédit de bon nombre

des grandes contreparties nationales (p. ex., les caisses de retraite). Certains membres du côté acheteur mettent aussi en garde contre le risque que les pratiques de marge dynamiques durant les périodes de forte volatilité entraînent des tensions procycliques sur la liquidité. Néanmoins, les membres du sous-groupe reconnaissent que ces décotes minimales pourraient exposer le marché à des risques extrêmes, en particulier dans des situations de tensions comme la liquidation d'obligations d'État du Royaume-Uni en 2022, ce qui pourrait réduire la disponibilité du financement au moyen d'opérations de pension. Le sous-groupe s'efforcera de mettre la dernière main à la version provisoire de la note d'orientation sur les décotes en tenant compte des recommandations finales de pratiques exemplaires établies par le TMPG pour les marchés américains, qui constituent un point de référence important. La note sera soumise aux membres du Groupe consultatif, qui discute de leur utilisation comme possible outil de gestion des risques pour favoriser une structure de marché plus robuste.

3. Le point sur le Service canadien de gestion des garanties (SCGG)

Un représentant de la CDS fait le point sur le SCGG et souligne que 11 clients sont désormais actifs sur la plateforme. Entre juin et septembre, 12 autres organisations devraient commencer à y participer, et on s'attend à ce qu'il y ait environ 30 à 35 clients actifs d'ici la fin de l'année. De plus, le SCGG a récemment annoncé une nouvelle capacité de mise en gage tripartite, qui permet une substituabilité accrue des garanties tout au long de la journée.

Parmi les autres nouveautés, notons le lancement prévu des billets adossés à des sûretés générales plus tard dans l'année, ainsi que les travaux futurs visant à soutenir la fonction de mise en gage pour respecter les exigences de marge initiale de la CDCC par l'intermédiaire du cadre tripartite. Le coprésident du Groupe consultatif rappelle aux participants que la Banque du Canada commencera à intégrer le SCGG cet été. La Banque s'attend à effectuer, tôt ou tard, toutes ses opérations sur les marchés liées à la conduite de la politique monétaire par l'intermédiaire de ce service. Lors de la prochaine table ronde des emprunteurs provinciaux, en juillet, les coprésidents du Groupe consultatif discuteront de l'évolution des opérations de pension et des contreparties centrales au Canada, compte tenu du rôle que jouent les provinces sur le marché canadien des pensions, en particulier parce qu'elles peuvent y être une importante source de liquidités.

4. Le point sur les sous-groupes

Les sous-groupes font état de leurs progrès.

a. Modèle des dépositaires

Le sous-groupe a achevé avec succès la phase 1 du modèle des dépositaires du SCGG pour les fournisseurs de liquidités et la phase 2 pour les fournisseurs de titres non assujettis au Règlement 81-102. Le modèle de mise en œuvre a été officiellement documenté dans un projet de livre blanc actuellement examiné par le sous-groupe. Ce dernier discute des contraintes réglementaires ayant une incidence sur les fonds d'investissement assujettis au Règlement 81-102 qui agissent à titre de fournisseurs de titres, notamment l'exigence relative à la participation des agents aux opérations de pension. Le sous-groupe étudie ainsi la possibilité que des exemptions ciblées

soient accordées relativement à cette exigence. Les coprésidents du Groupe consultatif suggèrent que le sous-groupe communique avec l'Association des marchés de valeurs et des investissements pour discuter de la question.

De plus, un nouveau volet de travail a été formé au sein du sous-groupe pour passer en revue les processus et le délai de règlement au Canada, avec une large participation de spécialistes représentant diverses parties prenantes. La première réunion devrait avoir lieu au cours du mois prochain.

b. Paniers normalisés

Le sous-groupe poursuit ses travaux visant à établir des paniers normalisés de garanties générales composés de titres du gouvernement du Canada qui seront utilisés sur la plateforme du SCGG. Les progrès ont ralenti, les ressources devant être réparties entre divers projets concurrents (comme le projet de modernisation des systèmes de postnégociation) et l'établissement des paniers devenant de plus en plus complexe, mais les tests et l'adoption anticipée des paniers pour la négociation sont en cours. Une des grandes priorités consiste à assurer la déclaration exacte des opérations sur panier dans le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM), surtout compte tenu de l'importance de saisir avec exactitude toutes les opérations de pension visant des titres du gouvernement du Canada pour leur prise en compte éventuelle dans le calcul du taux CORRA. Le sous-groupe s'emploie également à verrouiller les modèles de paniers normalisés approuvés par le Groupe consultatif dans l'application OSCAR utilisée par le SCGG. Une fois cela fait, il publiera une liste officielle des paniers approuvés par le Groupe consultatif sur le site Web de celui-ci afin de favoriser l'uniformité et la transparence. Les prochaines phases des travaux pourraient soutenir la compensation des paniers par l'intermédiaire de la CDCC, et le sous-groupe s'attend à ce qu'un guide de pratiques exemplaires soit publié pour harmoniser la déclaration des données entre les courtiers.

Les coprésidents du Groupe consultatif ont remarqué que les participants au marché peuvent aussi utiliser des paniers sur mesure au besoin, mais qu'il est très avantageux pour le fonctionnement et la liquidité du marché d'avoir des paniers normalisés pour le secteur. Ils notent aussi que la plupart des opérations sur Eurex se font au moyen des principaux paniers normalisés.

c. Évaluation des prix et décotes

La production des deux documents auxquels le sous-groupe se consacre continue de progresser : une note sur les meilleures pratiques pour l'établissement des prix des garanties et leur évaluation, et une note d'orientation fondée sur des principes au sujet des décotes sur les opérations de pension. Les deux notes ont été fournies au sous-groupe pour examen et devraient être achevées d'ici la fin de l'année.

5. Divers

La Banque du Canada fait le point sur la relance de la création d'une obligation à taux variable T+0 à court terme fondée sur le taux CORRA comme instrument de rechange sur le marché monétaire, après la cessation de l'émission des acceptations bancaires. Inspiré du modèle du marché américain des certificats de dépôt Yankee, l'instrument proposé ciblerait le règlement T+0 des titres ayant une échéance de 3 à 12 mois, dans le but de concilier une simplicité opérationnelle et la possibilité d'émettre l'obligation à

taux variable directement à partir du pupitre du marché monétaire. Un volet de travail spécifique est en train d'être mis en place, et la réunion inaugurale du groupe devrait avoir lieu d'ici la fin de l'été.

Le sous-groupe chargé de la pénalité en cas d'échec de règlement est en cours de formation. Son mandat est d'établir les modalités de gouvernance définitives, de déterminer les paramètres de la pénalité et de superviser l'élaboration de l'infrastructure de reddition de comptes de la CDS. Les défauts de règlement d'opérations sur titres du gouvernement du Canada ne sont pas un enjeu dans le contexte actuel de taux d'intérêt. Cependant, l'établissement de l'infrastructure de la pénalité dès maintenant permettra d'être préparé au cas où les échecs de règlement deviendraient un problème, ce qui peut se produire lorsque les taux d'intérêt sont bas ou négatifs, une situation où le coût des échecs est faible, voire avantageux.

La dernière réunion de 2025 est reportée du 18 septembre au 16 octobre et les réunions de 2026 débuteront en janvier.

Participants**Membres du Groupe consultatif :**

Nick Chan, BMO Marchés des capitaux (coprésident)
André Zanga, Casgrain & Compagnie Limitée
George Kormas, Corporation canadienne de compensation de produits dérivés
Steve Everett, La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
Robert Lemon, CIBC
Richard Anton, CIBC Mellon (représenté par Louis Lesnika)
Sandy McRae, Office d'investissement du RPC
Nicolas Poisson, Fiera Capital
Rob Goobie, Régime de retraite des soins de santé de l'Ontario
David McKinnon, Manuvie
Chris Miller, Banque Nationale
Arthur Kolodziejczyk, RBC Services aux investisseurs (représenté par Imran Sheri)
Brian Tinney, RPIA
Robert Dias, Banque Scotia (représenté par Ciaran Dayal)
Travis Keltner, State Street
Adnann Syed, Gestion de Placements TD

Participants externes :

Elie Elkhal, Corporation canadienne de compensation de produits dérivés
Ellen Correia Golley, Banque fédérale de réserve de New York
Todd Evans, Association des marchés de valeurs et des investissements

Observateurs :

Fabrice Tomenko, Clearstream
Kelsey Gunderson, La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
Manisha Ramji, La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée
Joshua Chad, McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l.

Responsables des sous-groupes :

Alasdair Graham, BMO
Aaron Carter, CIBC
Breiffni McCormack, RBC Services aux investisseurs

Banque du Canada :

Harri Vikstedt (coprésident)
Maks Padalko
Wendy Chan
Adrian Walton
Zahir Antia
Danny Auger
Michael Mueller
Xuezhi Liu
Mehak Khatteer