



INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA
ASSOCIATION CANADIENNE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES



LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 123

Compte rendu de Londres : un examen des questions d'actualité cruciales pour les marchés financiers mondiaux

FAITS SAILLANTS :

Pour l'année qui vient, l'OICV se penchera sur l'évaluation des risques mondiaux, notamment la liquidité des obligations de société en cas de crises sur les marchés, les portefeuilles de FNB détenus par les gestionnaires de fonds, la cybersécurité, l'impartition et les cryptomonnaies.

L'effritement ininterrompu du système de commerce multilatéral empêche les marchés mondiaux de fonctionner de façon efficace et risque de fragmenter le marché. Le Brexit est la préoccupation la plus grave.

Avec l'échéance prochaine de mars 2019, les négociations aboutiront à un Brexit dur assorti d'un union douanière temporaire pour permettre les échanges commerciaux, sinon il n'y aura pas d'accord. Dans les deux cas, il y aura la tenue d'un vote à la Chambre des communes. L'UE et le R. U. s'entendent probablement sur un régime d'équivalence réglementaire : pour éviter le risque de perturbations sur les marchés ou de création d'obstacles importants pour les activités, le jour du Brexit, en l'absence d'interventions aux plans législatif ou réglementaire (« cliff edge risk »); et pour fournir la transition nécessaire s'il n'y a pas d'accord de Brexit.

Le présent numéro de la Lettre du président discute des risques sur les marchés financiers mondiaux et des priorités des prochaines réformes, et il se concentre sur les enjeux actuels importants, notamment l'impact du Brexit, les perturbations du système de commerce multilatéral, et les incertitudes sur les accords commerciaux actuels et proposés – tout cela a ébranlé les marchés financiers. Le compte rendu s'inspire de la réunion préparatoire de l'International Council of Securities Associations (ICSA) tenue le 7 novembre, et de rencontres qui ont eu lieu à Londres les 8 et 9 novembre avec Mark Yallop, le président du conseil d'administration du Fixed Income Currencies and Commodities Markets Standards Board (FMSB), et avec des dirigeants financiers.

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a cerné les principaux risques sur les marchés mondiaux pour l'année qui vient, notamment :

- Les risques associés aux évolutions des marchés des cryptoactifs. L'OICV a souligné que plusieurs membres ont constaté une hausse marquée d'entreprises qui offrent à des clients de détail des produits de gré à gré spéculatifs dont le sous-jacent est une cryptomonnaie. En outre, les achats de cryptomonnaies dans divers ressorts par l'intermédiaire de plateformes en ligne constituent des risques importants sur le plan de la protection des investisseurs;
- Des préoccupations sur la liquidité du marché obligataire secondaire en cas de crise sur les marchés;
- La concentration des FNB dans les portefeuilles institutionnels et les conséquences systémiques de chocs financiers importants;
- Les impacts imprévus des récentes réformes réglementaires; et
- L'absence de réglementation transfrontalière dans plus domaines, notamment : le partage d'informations; la coordination et la planification pour régler les différends transfrontaliers impliquant des banques d'importance systémique mondiale (G-SIB); et la gestion de crise des intermédiaires

d'importance systémique qui ne sont pas des banques, notamment les compagnies d'assurance et les contreparties centrales (CCP).

PRIORITÉS ET PRÉOCCUPATIONS DE L'OICV

L'OICV a établi plusieurs axes de travail pour s'occuper de ces risques. Une grande priorité pour l'OICV, et aussi pour le Financial Stability Board (FSB), est le suivi et l'évaluation des portefeuilles de FNB détenus par les gestionnaires de fonds, la stabilité de la liquidité du marché obligataire en cas de crises, et l'endettement au bilan des intermédiaires qui ne sont pas des banques.

L'OICV examine actuellement les applications technologiques, comme la technologie de registre numérique pour la négociation et la compensation, l'intelligence artificielle et l'apprentissage machine (algorithme), afin de mieux comprendre les avantages et les risques de leur mise en œuvre sur la conformité réglementaire et dans le but de trouver le juste équilibre entre l'innovation et le maintien d'un système de concurrence équitable pour les participants au marché.

La gestion et le partage de données financières sont un enjeu incontournable, dans le contexte des nouvelles lois restrictives sur la protection des renseignements personnels adoptées par l'UE – le Règlement général sur la protection des données (RGPD). Cette réglementation préoccupe sérieusement l'OICV étant donné le succès de l'entente de partage de renseignements adoptée en vertu du Protocole d'accord. En effet, le protocole a montré son importance en facilitant la mise en application transfrontalière. L'OICV travaille avec les autorités de l'UE à trouver un compromis satisfaisant qui serait compatible avec le RGPD actuellement en vigueur.

L'OICV s'occupe aussi du suivi des activités de financement durable et des marchés des obligations vertes pour mieux comprendre les premières répercussions des réglementations, notamment sur la convenance des

informations financières liées au climat en déterminant : si ces informations sont structurées, comparables, fiables, claires, et efficaces; et si elles sont utiles dans la prise de décision des prêteurs, des assureurs et des investisseurs.

La dépendance à l'égard de l'impartition, particulièrement pour l'expertise technologique, a beaucoup augmenté au cours des dernières années, tant pour la salle des marchés que pour le service de suivi de marché, et aussi pour le service de post marché. Il pourrait s'agir d'une faille de vulnérabilité dans le secteur des services financiers, car les normes des sociétés du secteur en matière d'intégrité financière et de cybersécurité ne s'appliquent pas aux tiers fournisseurs. L'OICV axe ses activités sur le suivi et l'évaluation des Principes de l'OICV sur l'impartition afin que les sociétés réglementées puissent avoir les outils nécessaires pour impartir des services et superviser l'impartition en toute diligence afin de gérer les risques.

Le suivi à grande échelle de l'OICV a été conçu pour déceler les tendances qui se dessinent sur les marchés financiers et pour vérifier qu'il n'y a pas de lacunes réglementaires qui laisseraient les marchés sans protection en cas de chocs systémiques.

Une préoccupation de plus en plus présente sur les marchés mondiaux est l'effritement ininterrompu du système de commerce multilatéral et les conséquences sur l'efficacité des marchés mondiaux et sur la croissance mondiale. Cette préoccupation découle des faits suivants : i) Les actions abusives de l'administration Trump en matière de commerce, ses déclarations et ses prises de position allant du retrait de l'Accord de Paris sur le changement climatique et du retrait de l'Accord de Partenariat transpacifique global et progressiste jusqu'à la mise en œuvre de plusieurs séries de droits de douane sur une large gamme de produits; ii) Les pratiques commerciales déloyales et prédatrices de la Chine; et iii) L'impact des négociations du Brexit et la possibilité de ne plus avoir accès aux marchés européens. Ce n'est pas surprenant que le Japon, qui accueillera la prochaine réunion du G20, ait décidé que les discussions porteront sur la réglementation transfrontalière.

BREXIT : PAS D'ACCORD OU BREXIT DUR?

Le facteur omniprésent est l'impact du Brexit sur l'avenir économique de la zone euro et sur la stabilité des marchés financiers. Un dénouement chaotique pourrait causer un effondrement de l'économie de l'Europe et une dislocation des marchés financiers. Il pourrait résulter une révision à la baisse des prévisions et un ralentissement de la normalisation de la politique monétaire, ce qui frapperait de plein fouet les augmentations prévues de taux d'intérêt. Les décideurs politiques européens, notamment la Banque centrale européenne (BCE), encourageront fortement les organismes de réglementation des valeurs mobilières à adopter une réglementation accommodante, particulièrement dans l'éventualité d'un Brexit dur, afin de maintenir les mouvements transfrontaliers et de minimiser les perturbations du marché.

Des perturbations aux accords commerciaux en vigueur peuvent se propager sur les marchés financiers de diverses façons :

premièrement, dislocation directe des marchés causée par des perturbations aux échanges commerciaux; et deuxièmement, fragmentation du marché à cause des changements à la réglementation en vigueur régissant les opérations transfrontalières devenus nécessaires pour s'adapter à la nouvelle situation. Ces perturbations se manifesteront surtout si les négociations du Brexit avortent. Les organismes de réglementation devront alors mettre en place des mécanismes de reconnaissance réciproque et d'équivalence des normes réglementaires, ou reconnaissance de compétence, pour maintenir intacts les mouvements de capitaux entre l'UE et le R. U. Les perturbations des échanges commerciaux ailleurs pourraient nécessiter le même type d'ajustements réglementaires. L'ironie de toute cette incertitude commerciale et réglementaire, et malgré le fait que l'administration américaine est en grande partie responsable de la confusion, est que les hautes directions nouvellement en place à la Commodity and Futures Trading Commission (CFTC) et à la Securities and Exchange Commission (SEC) des États Unis sont beaucoup plus sensibilisées que leurs prédécesseurs aux normes internationales : elles en ont une plus grande vue d'ensemble et elles sont plus disposées à s'y conformer. Les commentaires récents du président du conseil d'administration de la CFTC, Christopher Giancarlo, laissent à penser que les banques européennes pourraient ne plus être autorisées à faire affaire avec les chambres de compensation des États Unis si l'UE exige que la compensation se fasse dans le ressort du siège social. Cette façon d'intégrer les marchés a incité l'OICV à ressusciter son rapport sur la réglementation transfrontalière qui avait l'objet de beaucoup d'éloges – le Rapport du groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière publiée en 2015.

Les marchés financiers mondiaux seront sur le qui vive durant les quelques prochains mois alors que les négociations en arriveront à leur point culminant avec l'échéance de mars 2019 pour conclure un accord. L'échéance est encore plus proche parce que l'accord doit être ratifié par le Parlement britannique et chacun des 27 États membres de l'UE avant l'échéance.

Même si la plupart des institutions financières dont le siège social est à Londres se sont préparées au pire – une absence d'accord – depuis au moins un an, voire plus longtemps, l'échéance de mars 2019 qui arrive à grands pas augmente la probabilité que le pire se produise. Les efforts déployés par les banques dont le siège social est au R. U. pour mettre en place la présence exigée en Europe continentale ont été compromis par la présence de différentes normes bancaires propres à chaque pays membre de l'UE. En effet, l'Union bancaire de l'UE, avec ses réglementations uniformes, n'est pas achevée. En outre, évaluer le nombre d'emplois perdus sur le marché de Londres à cause des restructurations entraînées par le Brexit est compliqué, car il faut tenir compte de l'attrition du personnel causée par l'augmentation des applications et des systèmes technologiques. Par exemple, Credit Suisse a procédé à d'importantes coupes dans le personnel affecté aux activités de Londres en passant de 10 000 à 6 000 employés en prévision du Brexit pour réaliser des gains d'efficacité et augmenter les bénéfices.

On ne sait pas trop ce qui se passera sur le plan des ententes réglementaires s'il n'y a pas d'accord de Brexit, particulièrement

après la sortie du R. U. du cadre de l'UE. Deux enjeux cruciaux sont le maintien de l'accès des institutions financières européennes aux services de contrepartie centrale (CCP), notamment la chambre de compensation (LCH), offerts au R. U. et le respect des contrats en vigueur sur les dérivés non compensés. Les organismes de réglementation européens comprennent mieux maintenant le risque de perturbations sur les marchés ou de création d'obstacles importants pour les activités, le jour du Brexit, en l'absence d'interventions aux plans législatif ou réglementaire (« cliff edge risk ») que comporte chacun de ces deux enjeux. L'opinion générale est que l'UE permettra l'accès aux services de contrepartie centrale offerts au R. U. en adoptant un régime temporaire d'équivalence. Cependant, il y a de l'incertitude et un manque de clarté sur les conditions, et il n'y a pas d'échéancier précis. Pour faciliter l'adoption d'un régime renforcé d'équivalence, il y a eu « délocalisation intérieure » de la législation de l'UE dans le droit du R. U. L'Association for Financial Markets in Europe (AFME) et l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ont préparé conjointement un document sur la nécessité d'un accès à une contrepartie centrale (CCP) et sur le respect des renouvellements de contrats sur les dérivés non compensés. Un groupe d'États membres de l'UE travaillent actuellement à trouver une solution acceptable.

Le consensus est que le R. U. et l'UE sauveront les meubles et qu'ils concluront à la toute dernière minute un accord de Brexit. L'accord de retrait intérimaire comprendra une union douanière temporaire pour permettre les échanges commerciaux de même qu'un régime temporaire d'équivalence pour les réglementations financières. Voici les difficultés d'une telle entente :

- i. Il s'agit d'un accord intérimaire avec toute l'incertitude que comporte la suite;
- ii. L'union douanière prévoira une élimination complète des droits de douane et un accès sans entraves aux produits du R. U. Cependant, elle ne prévoira pas le libre accès au marché unique de l'UE et elle n'inclura pas les services financiers;
- iii. L'accord est conditionnel notamment à la conformité fiscale et environnementale;
- iv. Le R.-U. ne décidera pas seul de la fin de l'union douanière temporaire. Il s'agira d'une décision commune prise par le R. U. et l'UE. Il y a donc un risque que le R. U. soit assujéti indéfiniment à l'union douanière temporaire; et
- v. L'EU pourrait demander une indemnisation additionnelle en plus de la somme convenue de 39 G£.

En terminant, le projet d'union douanière temporaire aura des conséquences sur la souveraineté du R. U. Si un accord permanent n'est pas conclu au plus tard en juillet 2020, l'union douanière temporaire et les conditions associées pourraient rester en vigueur indéfiniment. Dans ce cas, ce qui est appelé le filet de sécurité de l'Irlande du Nord entrerait en fonction. Les règles du marché unique continueraient alors à s'appliquer à l'Irlande du Nord permettant ainsi la libre circulation des personnes et des marchandises sur toute l'île d'Irlande. Le reste de l'UE maintiendrait l'union douanière. Une telle situation est politiquement inacceptable.

Si certains projets d'union douanière temporaire sont retenus dans le cadre d'un accord provisoire sur le Brexit, on peut s'attendre à

ce que le gouvernement poursuive les négociations du Brexit. En effet, le R. U. cherchera à pénétrer davantage le marché unique de l'UE tout en adoptant une stratégie commerciale « semi américaine » en cherchant à établir des relations commerciales en dehors de l'UE.

Certes, on peut reprocher au R. U. de ne pas avoir établi une stratégie et des objectifs de négociation clairs au début des négociations. Cependant, l'UE est aussi fautive, car elle ne s'est pas rendu compte que le R. U., le seul parmi les pays européens, possède une économie largement diversifiée avec des marchés financiers profonds d'envergure mondiale. L'UE n'a pas suffisamment réfléchi aux questions stratégiques importantes sur ce qu'il adviendra du Brexit, laissant largement la stratégie de négociation entre les mains de la bureaucratie de l'UE.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI

Président et chef de la direction de l'ACCVM
Novembre 2018