



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Document d'analyse du personnel / Staff Discussion Paper

Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base



par Kaetlynd McRae et Danny Auger

Les documents d'analyse du personnel de la Banque du Canada présentent les résultats de recherches menées à terme par les employés sur un vaste éventail de questions touchant aux politiques de la banque centrale et sont rédigés en toute indépendance du Conseil de direction de la Banque. Ils peuvent étayer ou remettre en question les idées dominantes en matière de politiques, et ne reflètent pas nécessairement le point de vue officiel de la Banque. Par conséquent, les opinions exprimées dans le présent article sont celles des auteurs uniquement et n'engagent aucunement la Banque.

www.bank-banque-canada.ca

Juin 2018

Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base

par

Kaetlynd McRae et Danny Auger

Département des Marchés financiers

Banque du Canada

Ottawa (Ontario) K1A 0G9

CANADA

kmcrae@banqueducanada.ca

dauger@banqueducanada.ca

Remerciements

Le présent article n'aurait pu être rédigé sans les précieuses contributions des banques qui répondent au sondage sur le Canadian Dollar Offered Rate (CDOR). Nous exprimons notre reconnaissance à Ian Currie et Ezio Da Dalt (BMO), à Julia Moynihan (CIBC), à Maral Zakarian et Marc Viola (HSBC), à Christian Gaucher et Devra Ouimet (BNC), à John Popelas (RBC), à Mike van Hees (BNE) et à Frank McGillicuddy et Mario Reffo (TD) pour leurs connaissances et leurs points de vue inestimables. Nous remercions Harri Vikstedt pour ses conseils et tous les collègues de la Banque du Canada qui ont également contribué à l'article.

Nous savons gré au Bureau du surintendant des institutions financières, à l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, à la Bourse de Montréal et aux commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et de la Colombie-Britannique du temps et des efforts qu'ils ont mis à revoir le présent article et à formuler des commentaires utiles. Toutes les erreurs et omissions sont les nôtres. Les opinions exprimées dans l'article sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement les points de vue de la Banque du Canada.

Résumé

Le présent article analyse l'organisation du marché des acceptations bancaires (AB) au Canada et ses liens essentiels avec le Canadian Dollar Offered Rate (CDOR). À l'échelle du monde, les AB constituent un produit spécialisé utilisé seulement dans un nombre restreint de pays. Au Canada, les AB procurent une source de financement de premier plan aux petites et moyennes sociétés emprunteuses qui n'ont pas nécessairement un accès direct au marché du financement primaire en raison de leur taille et de leur cote de crédit. Récemment, les AB sont également devenues une source de financement de plus en plus importante pour les grandes sociétés emprunteuses à la suite des révisions à la baisse des cotes de crédit dans certains secteurs et des fusions de sociétés. Le marché allant croissant, les AB représentent maintenant le plus gros segment des instruments du marché monétaire émis par des entités non gouvernementales et constituent le deuxième segment en importance du marché monétaire canadien dans son ensemble : en 2017, leur part s'établissait en moyenne à un peu plus de 25 % du marché monétaire intérieur total. Au Canada, les AB procurent une source de revenus et de liquidité à court terme aux investisseurs parce qu'elles sont relativement attrayantes du point de vue du rendement, de la liquidité et de la notation de crédit.

Le marché des AB est intrinsèquement lié au CDOR, créé à l'origine en vue d'établir un taux de référence quotidien pour les emprunts sous forme d'AB. Ce taux est plutôt nuancé, par comparaison à ceux observés dans d'autres pays, en ce sens qu'il *ne s'agit pas* directement d'un taux bancaire régissant les emprunts, mais d'un taux engagé régissant les prêts. C'est le taux auquel les banques sont prêtes, aux termes d'un contrat, à faire crédit aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB. Le CDOR est également le principal taux d'intérêt de référence servant au calcul du taux d'intérêt variable pour les produits dérivés libellés en dollars canadiens, qu'ils soient négociés de gré à gré ou en bourse. Le CDOR sert aussi à déterminer les intérêts à verser sur les obligations à taux variable.

Sujets : Institutions financières; Marchés financiers; Réglementation et politiques relatives au système financier; Structure de marché et fixation des prix

Codes JEL : G, G1, G18, G2, G21, G23

Abstract

This paper discusses how the bankers' acceptance (BA) market in Canada is organized and its essential link to the Canadian Dollar Offered Rate (CDOR). Globally, BAs are a niche product used only in a limited number of jurisdictions. In Canada, BAs provide a key source of funding for small and medium-sized corporate borrowers that may not otherwise have direct access to the primary funding market because of their size and credit ratings. More recently, BAs have also become an increasingly important funding source for large corporate borrowers because of credit-rating downgrades in certain sectors and industry consolidation. With the market's continued growth, BAs account for the greatest portion of money market instruments issued by non-government entities and are the second-largest money market instrument overall in Canada, averaging just over 25 per cent of the total domestic money market in 2017. For the investment community in Canada, BAs provide a source of short-term income and liquidity because of their relatively attractive yield, liquidity and credit ratings.

The BA market is intrinsically linked to CDOR, which was originally developed to establish a daily benchmark reference rate for BA borrowings. This rate is quite nuanced compared with rates in other jurisdictions in that it is *not* directly a bank borrowing rate. Instead, it is a committed lending rate at which banks are contractually willing to lend cash to corporate borrowers with existing BA facilities. CDOR is also used as the main interest rate benchmark for calculating the floating-rate component of both over-the-counter and exchange-traded Canadian-dollar derivative products. Another use of CDOR is to determine interest payments on floating-rate notes.

Bank topics: Financial institutions; Financial markets; Financial system regulation and policies; Market structure and pricing

JEL codes: G, G1, G18, G2, G21, G23

Introduction

Le présent article donne un aperçu du marché des acceptations bancaires (AB) au Canada, y compris une vue générale de l'historique, de l'évolution et de la mécanique de prêt du marché. Il explique également le lien essentiel entre les AB et le Canadian Dollar Offered Rate (CDOR), principal taux de référence servant à calculer le taux d'intérêt variable pour les produits dérivés libellés en dollars canadiens, qu'ils soient négociés de gré à gré ou en bourse.

Établies au Canada au début des années 1960, les AB s'inscrivent dans l'ensemble de produits du marché monétaire qui font partie intégrante de l'économie réelle et de la transmission de la politique monétaire. Par contraste avec leur usage classique dans le financement du commerce international, les AB ont été lancées sur le marché canadien en vue de stimuler l'activité sur le marché monétaire intérieur. Plus de 50 ans après leur introduction, les AB représentent le plus gros segment des instruments du marché monétaire émis par des entités non gouvernementales et constituent le deuxième segment en importance du marché monétaire canadien dans son ensemble : en 2017, leur part s'établissait en moyenne à un peu plus de 25 % de l'ensemble du marché monétaire intérieur.

Comme en témoigne la croissance continue du marché des AB, ces instruments procurent une source de fonds de premier plan aux petites et moyennes sociétés qui n'ont pas nécessairement un accès direct aux marchés primaires en raison de leur taille et de leur cote de crédit. Récemment, les AB sont également devenues une source de financement plus importante pour les grandes sociétés à la suite des révisions à la baisse des cotes de crédit dans certains secteurs et des fusions de sociétés. Ces produits cadrent aussi avec les politiques d'investissement de nombreux investisseurs institutionnels, qui comptent sur les AB comme source de revenus et de liquidité à court terme.

Les débuts des acceptations bancaires au Canada

Les AB ont été lancées sur le marché canadien le 11 juin 1962. Pour les sociétés emprunteuses, les AB constituaient une nouvelle source de financement à court terme, en complément d'autres produits du marché monétaire qui étaient offerts à l'époque, comme le papier commercial et les prêts indexés sur le taux de base¹.

L'AB est un ordre direct et inconditionnel d'une société (le client) de tirer sur sa propre ligne de crédit (appelée « facilité de crédit par voie d'acceptations bancaires ») auprès d'une banque canadienne. Lorsque le tirage se produit, la banque prenante (la banque prêteuse) garantit le principal et les intérêts en estampillant le document, et devient donc entièrement responsable du paiement à l'échéance en cas de non-paiement de la société emprunteuse. La banque prenante facture des frais, la « commission d'acceptation », pour cette garantie. Cette commission est convenue par les deux parties et dépend de la qualité du crédit de l'emprunteur. Une fois estampillée, l'AB est transférée dans le stock de titres du marché monétaire de la banque (ou du courtier), et peut être vendue à des investisseurs sur le marché

¹ Le taux de base est le taux d'intérêt fixé par les banques en fonction du coût de leurs fonds à court terme et des pressions concurrentielles qui s'exercent entre elles. Les banques peuvent imposer des taux supérieurs ou inférieurs au taux de base à leurs clients, selon la solvabilité de ces derniers.

secondaire. Ces produits reçoivent la même cote de crédit à court terme que celle de la banque prenante.

Au départ, les AB étaient émises sous une forme physique (papier) (**figure 1**). L'emprunteur écrivait le montant voulu et livrait le document à la banque prenante. La banque « acceptait » (estampillait) ensuite le document et le retournait à l'emprunteur, qui apposait sa signature au verso, sans désigner de bénéficiaire (c.-à-d. qu'il l'endossait en blanc). Ainsi, l'AB pouvait être payable au porteur si elle était vendue à un investisseur par un courtier en valeurs avant son échéance. Une fois l'acceptation estampillée, l'emprunteur avait la pleine utilisation des fonds tant que l'AB était en circulation, mais il devait payer le montant arrivant à échéance à la succursale principale de la banque prenante, à Toronto ou à Montréal, à la date d'échéance. Les AB pouvaient être tirées seulement en dollars canadiens, et seulement pour les clients canadiens des banques du pays. Parce que l'AB estampillée était un engagement direct et inconditionnel de la banque prenante, les banques n'acceptaient généralement que les AB des sociétés emprunteuses qui avaient déjà une ligne de crédit établie avec elles (Merrett, 1981).

Figure 1 : Spécimen d'un document d'acceptation bancaire sous forme physique

The image shows a specimen of a physical bank acceptance document. On the left, there is a diagonal stamp that reads: "Accepted Date / Accepté le Bank of Montreal / par la Banque de Montreal". Below this, it says "Branch / Succursale". Further down, it says "To Bank of Montreal / À Banque de Montreal". At the bottom left, it says "Montreal, Toronto or / ou Vancouver" and "Prod. 1006667 - Form 529BL(2) (10/98)". On the right side, there are several fields for information: "ISIN", "Due Date / Échéance", "Issue Date / Date d'émission", "On / Le (Due Date / Échéance)", "for value / pour valeur", "received pay to CDS & CO. the sum of / reçu payez à CDS & CO. la somme de", "dollars / dollars", "This is a depository bill subject to the Depository Bills and Notes Act. Ceci est un instrument assujéti à la loi sur les lettres et les billets de dépôt.", "SPECIMEN", and "By / Par".

Le marché des AB a fait un important pas en avant au milieu des années 1990, lorsqu'il est passé du support papier au règlement électronique des titres par l'entremise de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs, de sorte que les documents papier n'étaient plus nécessaires. Le règlement électronique a aussi rehaussé l'anonymat de l'emprunteur, dont le nom ne figurait plus sur l'AB. Désormais, seul le nom de la banque prenante est divulgué.

L'évolution du marché des acceptations bancaires au Canada

Au Canada, les AB ont été lancées en vue de stimuler l'activité sur le marché monétaire intérieur. Cette visée s'écarte sensiblement de l'usage courant des AB dans le financement du commerce international et des activités d'importation (surtout au Royaume-Uni et aux États-Unis)². Les AB représentaient un ajout logique au marché monétaire canadien et une mesure constructive pour élargir les facilités de crédit et promouvoir l'utilisation efficiente des fonds disponibles aux fins d'investissement à court terme. Les AB servent de complément au papier commercial et aux prêts bancaires comme source de financement des activités intérieures, et aux titres d'emprunt non gouvernementaux, aux bons du Trésor et à d'autres titres à court terme du gouvernement, qui sont des instruments de liquidité et de revenus à court terme utilisés par les investisseurs nationaux.

Les premières directives applicables aux AB ont été élaborées sur plusieurs années, à l'issue de vastes consultations auxquelles ont pris part les banques canadiennes, les courtiers en valeurs et la Banque du Canada. Pour soutenir le marché qui en était à ses balbutiements et aider les courtiers en valeurs à financer les stocks nécessaires à la création d'un marché actif, la Banque du Canada a ajouté les AB à la liste des actifs acceptés en garantie dans ses opérations courantes d'octroi de liquidités³. Pour soutenir encore plus le marché, la Banque du Canada était également prête, à l'occasion, à acheter et à vendre des AB pour son propre compte si elles satisfaisaient aux restrictions juridiques prévues par la *Loi sur la Banque du Canada* en vigueur à l'époque et si leur échéance ne dépassait pas 90 jours.

Pour satisfaire aux restrictions juridiques, toutes les AB respectaient ces critères à l'origine, les banques n'acceptant que les AB dont l'échéance à courir était inférieure à 90 jours et d'entreprises qui utilisaient les fonds pour financer des activités décrites à l'article 18 de la *Loi sur la Banque du Canada* de 1954⁴. L'échéance des AB allait au départ de 30 à 90 jours, et la valeur nominale devait être d'au moins 200 000 dollars. Les tirages pouvaient être d'une valeur de 200 000, 300 000, 500 000 et 1 000 000 de dollars. Une combinaison de ces sommes pouvait être utilisée, au besoin. Au début, les banques avaient également limité les AB aux emprunteurs de la plus haute qualité, étant donné que ces effets constituaient un engagement inconditionnel pour la banque.

L'encours de ces titres s'est établi à seulement quelque 10 millions de dollars en moyenne pour les trois premières années suivant leur lancement (**graphique 1**). Le marché a continué de croître lentement au début des années 1960, en partie en raison de la valeur nominale minimale élevée (200 000 dollars) et de l'importante commission d'acceptation facturée par les banques. Cette valeur minimale empêchait effectivement les petites sociétés emprunteuses de participer au marché, et la lourde commission rendait les AB moins concurrentielles par rapport au papier commercial⁵. Les courtiers préféraient aussi détenir les AB qu'ils avaient estampillées pour leur propre compte plutôt que de les offrir sur le marché

² Cette section est largement inspirée de Merrett (1981).

³ Les AB pouvaient désormais être prises en pension par la Banque du Canada et servir à garantir les prêts au jour le jour des banques. Cependant, la banque qui octroyait le prêt à un jour ne pouvait être aussi la banque qui estampillait l'AB.

⁴ Au moment de leur introduction, ces restrictions permettaient aux fonds d'être utilisés seulement pour la production ou l'écoulement d'effets, de denrées et de marchandises, y compris des produits de la ferme, des produits de la forêt, des produits des carrières et des mines ou des produits de la mer, des lacs et des rivières.

⁵ Le papier commercial est émis par de grosses sociétés bien cotées, qui peuvent émettre des titres en leur propre nom sur le marché primaire. Le papier commercial est généralement émis à une échéance de trois mois ou moins, et n'exige pas de commission d'acceptation. La nécessité d'avoir une ligne de crédit dépend de la solvabilité de l'émetteur. Voir le [site Web du Dominion Bond Rating Service](#) pour plus de précisions.

secondaire, ce qui limitait le volume des opérations sur ce marché. Parce que le nom de l'emprunteur sous-jacent était directement lié à l'AB physique, les courtiers conservaient soigneusement les noms des clients pour limiter selon toute vraisemblance la concurrence des autres courtiers.

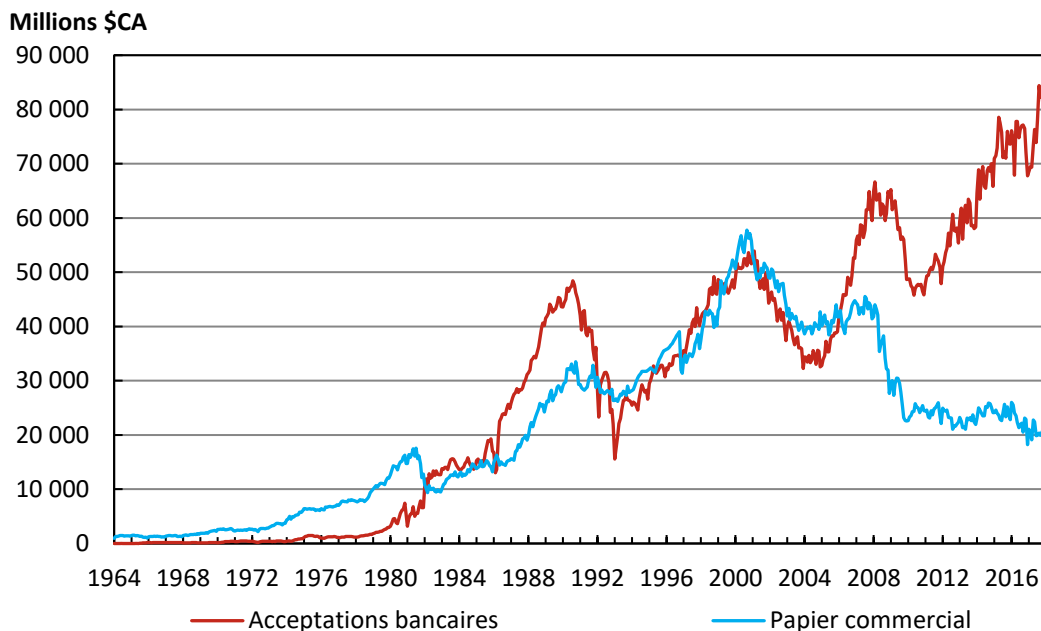
Il a fallu attendre jusqu'aux années 1980 pour voir le marché des AB gagner nettement du terrain chez les participants nationaux. L'accélération de l'activité entourant les AB s'expliquait vraisemblablement par les changements marqués qui s'étaient opérés sur le marché vers la fin des années 1970, notamment une liste élargie d'activités que les banques pouvaient financer au moyen des AB et des échéances de plus de 90 jours. Les banques auraient pu adopter ces changements n'importe quand, mais elles hésitaient parce que les AB ainsi modifiées n'étaient pas admissibles aux fins des facilités de la Banque du Canada. Néanmoins, une grande banque a décidé d'agir en 1978 et annoncé qu'elle estampillerait des AB dont l'échéance serait comprise entre 10 et 180 jours sans imposer de restrictions sur l'utilisation des fonds. D'autres grandes banques ont suivi son exemple plus tard. D'autres changements survenus dans les années 1970 ont soutenu la croissance du marché des AB. Par exemple, la somme pouvant être empruntée au moyen des AB est devenue moins restrictive, tout multiple de 100 000 dollars étant désormais permis, et le resserrement des conditions du crédit a forcé bon nombre d'emprunteurs à se tourner vers le marché des AB comme solution de rechange au papier commercial à titre de source de fonds.

À la fin des années 1980, l'encours des AB dépassait 7 milliards de dollars. Il était manifeste qu'un marché actif des AB prenait place au Canada, de sorte que ce marché avait moins besoin d'un soutien continu. Par conséquent, la Banque du Canada a retiré les AB de sa liste des actifs acceptés en garantie, mais a conservé le pouvoir de vendre et d'acheter des AB dont l'échéance ne dépassait pas 180 jours pour son propre bilan⁶.

Depuis les années 1980, l'encours des AB s'accroît généralement, mais trois cycles distincts (pics en 1990, en 2000 et en 2008) sont apparents (**graphique 1**). Ces cycles ont suivi les trois derniers grands épisodes de tension sur les marchés financiers, et les replis de l'encours des AB correspondent probablement à des périodes où les banques appliquaient des politiques d'octroi du crédit plus restrictives. Par exemple, après la crise financière de 2007-2009, l'encours des AB a chuté de près de 30 %, car les banques avaient collectivement diminué le montant du crédit disponible sous forme d'AB. La pleine incidence sur l'encours des AB s'est fait sentir avec un retard de deux à trois ans, car de 20 à 30 % seulement des facilités de crédit par voie d'AB arrivent à terme chaque année. Sauf indication contraire dans la convention de prêt, la facilité de crédit par voie d'AB elle-même (c.-à-d. la ligne de crédit) et son échéance se renouvellent seulement à l'expiration de la facilité.

⁶ Le 1^{er} décembre 1980, la Banque du Canada a annoncé que les AB ne feraient plus partie des actifs acceptés en garantie des prêts au jour le jour et des prises en pension. Ce changement est entré en vigueur le 1^{er} février 1981.

Graphique 1 : Encours des acceptations bancaires et du papier commercial en dollars canadiens depuis 1964



Sources : Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada
et calculs du personnel de la Banque du Canada

Dernière observation : janvier 2018

Dans le marché d'aujourd'hui, les échéances des AB vont de 1 à 365 jours, en fonction des conditions prévues dans la convention de prêt régissant la facilité de l'emprunteur. Le terme réel de l'AB est déterminé par l'emprunteur, selon l'échéance souhaitée pour les fonds requis. Les AB font partie des garanties admissibles aux fins du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada. Cette dernière peut également, aux termes de l'alinéa 18 g) de la *Loi sur la Banque du Canada*, acheter et vendre une vaste gamme de titres de créance du secteur privé, y compris les AB, dans le cadre de la conduite de sa politique monétaire ou en vue de favoriser la stabilité du système financier canadien⁷.

La mécanique de prêt des acceptations bancaires

Les sociétés emprunteuses disposent d'une variété d'outils pour répondre à leurs besoins en financement à court terme. Ces outils comprennent les émissions de titres sur le marché primaire, comme le papier commercial, ou les tirages sur les lignes de crédit indexées sur le taux de base (avec ou sans écart) ou AB.

⁷ La liste complète des actifs acceptés en garantie aux fins du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada se trouve dans le [site Web de la Banque du Canada](#).

Les outils de financement offerts aux sociétés emprunteuses dépendent de leur cote de crédit

En définitive, la capacité de la société emprunteuse d'avoir accès à divers outils de financement dépend fortement de sa cote de crédit à court terme⁸. Le **tableau 1** donne un aperçu des principaux moyens permettant aux sociétés emprunteuses de recevoir du financement en fonction des cotes de crédit à court terme délivrées par le Dominion Bond Rating Service (DBRS). Les cotes du DBRS servent seulement de ligne directrice dans l'illustration ci-dessous. Des exceptions et une certaine souplesse sont possibles dans chaque catégorie de cote de crédit selon le nom de l'émetteur et les conditions du marché. Il convient aussi de souligner que les préférences à l'égard des cotes sont également attribuables en partie à des facteurs réglementaires.

Tableau 1 : Répartition à titre indicatif des principaux moyens d'obtenir du financement à court terme selon la cote¹

Qualité du crédit	Cote de crédit à court terme du DBRS ¹	Capacité d'émettre des produits de financement à court terme ou d'y accéder ²
Première qualité	R-1 (élevé)	Papier commercial et facilité AB ³
Supérieure	R-1 (moyen)	
Bonne	R-1 (faible)	
Protection adéquate	R-2 (élevé), R-2 (moyen) et R-2 (faible)	Facilité AB
Limite inférieure de la protection adéquate	R-3	Taux de base ou taux de base+
Spéculative	R-4	

¹ Voir le site Web du DBRS pour les définitions des cotes.

² La plupart des clients ont accès à une facilité de prêt indexée sur le taux de base, quelle que soit leur cote de crédit à court terme. Certains emprunteurs dont la qualité du crédit est inférieure ont également accès à des facilités de crédit par voie d'AB, mais la commission d'acceptation sera vraisemblablement plus élevée. Des restrictions pourraient aussi s'appliquer en fonction des limites internes que la banque impose à des catégories de crédit particulières (p. ex., limites en dollars pour l'exposition globale aux produits auxquels est attribuée la cote R-4).

³ « Facilité AB » signifie facilité de crédit par voie d'acceptations bancaires.

Les sociétés à qui les agences de notation du crédit attribuent une cote élevée ont généralement un accès favorable au marché primaire. Ainsi, elles préfèrent émettre du papier commercial pour répondre à la plupart de leurs besoins en financement à court terme dans des conditions de marché normales. Le papier commercial est un billet à ordre non garanti appuyé par une ligne de crédit de soutien assurant une protection de la liquidité. La capacité d'obtenir des fonds directement sur le marché primaire se traduit généralement par un coût de financement inférieur, comparativement aux tirages faits sur les lignes de crédit, et établit également le nom de l'emprunteur sur les marchés de capitaux.

⁸ Ces cotes de crédit peuvent être attribuées par une agence de notation du crédit externe, dans le cas des grandes sociétés emprunteuses, ou par la division des services bancaires aux entreprises d'une institution financière, dans le cas des petites sociétés emprunteuses qui ne se tournent généralement pas vers le marché pour obtenir du financement.

Bon nombre de sociétés emprunteuses émettent du papier commercial, notamment les institutions financières autres que les banques, les sociétés de pipelines et de services publics, les constructeurs automobiles et les sociétés de ressources naturelles. Ces sociétés emprunteuses ont généralement accès au marché primaire des obligations et utilisent surtout le papier commercial pour accroître leur fonds de roulement ou lisser des flux de trésorerie saisonniers. Toutefois, certaines grandes sociétés qui ont accès au marché primaire (de 10 à 15 % environ) empruntent également au moyen de leur facilité de crédit par voie d'AB pour diversifier leurs sources de financement.

Les sociétés emprunteuses qui ont un accès moins favorable au marché primaire ou qui sont des entités fermées, non cotées, se tournent peut-être davantage vers les emprunts faits au moyen des AB ou vers une ligne de crédit indexée sur le taux de base pour obtenir des fonds⁹. Par exemple, les sociétés emprunteuses dont la cote de crédit à court terme se situe dans la catégorie R-2 (cotes attribuées par une source extérieure ou en interne) ont probablement recours surtout aux tirages faits sur leur facilité de crédit par voie d'AB pour obtenir du financement. Toutefois, des exceptions s'appliquent, car certains emprunteurs se situant dans cette catégorie peuvent tout de même avoir un accès favorable au marché du papier commercial. Les emprunteurs dont la cote de crédit à court terme est inférieure à R-2 s'en remettent vraisemblablement surtout aux lignes de crédit qui sont indexées sur le taux de base et dont le taux de référence est le taux de base majoré d'un écart (« taux de base+ »).

Certaines sociétés emprunteuses se financent elles-mêmes en émettant et en vendant des actifs (créances) dans des véhicules bancaires. Les banques reconditionnent ensuite ces créances sous forme de papier commercial adossé à des actifs pour distribution sur le marché secondaire.

Différence entre une facilité de crédit par voie d'acceptations bancaires et une ligne de crédit indexée sur le taux de base

Si les facilités de crédit par voie d'AB et les lignes de crédit indexées sur le taux de base constituent dans les deux cas des conventions de crédit renouvelable utilisées par les sociétés emprunteuses aux fins du financement, d'importantes différences les distinguent toutefois. Pour un résumé de ces différences, voir le **tableau 2**.

La qualité du crédit de la société emprunteuse est un facteur clé de différenciation entre les lignes de crédit indexées sur le taux de base et les facilités de crédit par voie d'AB. La plupart des sociétés emprunteuses ayant accès à une facilité de crédit par voie d'AB ont également accès à une ligne de crédit indexée sur le taux de base, bien que l'inverse ne soit pas nécessairement vrai. Les clients qui disposent de telles lignes de crédit sont habituellement moins solvables, de sorte qu'ils paieront généralement un taux d'intérêt plus élevé sur leurs emprunts, comme le précise la convention de prêt.

⁹ L'accès aux lignes de crédit (par voie d'AB ou indexées sur le taux de base) est généralement évalué en fonction de cotes de crédit internes gérées par la division des services bancaires aux entreprises de l'institution parce que bon nombre de clients sont des entités fermées non cotées.

Tableau 2 : Résumé illustrant les différences entre les AB et les emprunts indexés sur le taux de base

	Ligne de crédit indexée sur le taux de base	Facilité de crédit par voie d'acceptations bancaires
Qualité du crédit de l'emprunteur (cotes de crédit à court terme du DBRS)	R-3 et cote inférieure ¹	R-2 (faible) et cote supérieure ²
Échéance de la facilité engagée	De un à trois ans	Jusqu'à cinq ans
Taux de référence (taux d'intérêt)	Taux de base	CDOR ³
Commission d'attente	Oui	Oui
Commission d'engagement	Oui	Oui
Frais additionnels ⁴	Écart par rapport au taux de base	Commission d'acceptation
Échéance du prêt/tirage	Variable, taux fixé chaque jour	À terme, de 1 à 365 jours

¹ La plupart des clients qui ont cette cote pourront avoir une ligne de crédit indexée sur le taux de base.

² Certains emprunteurs dont la qualité du crédit est inférieure peuvent également avoir accès à des facilités de crédit par voie d'AB, mais la commission d'acceptation sera probablement plus élevée, et des restrictions pourraient s'appliquer en fonction des limites institutionnelles imposées sur certaines catégories.

³ Les facilités de crédit par voie d'AB ne sont pas toutes établies en fonction du Canadian Dollar Offered Rate.

⁴ Les commissions de montage et de gestion s'appliquent également tant aux lignes de crédit indexées sur le taux de base qu'aux facilités de crédit par voie d'AB.

Dans les grandes banques, la division des services bancaires aux entreprises a la responsabilité de négocier les modalités du prêt avec la société emprunteuse et de gérer la convention de prêt. Cette convention précise les modalités des emprunts, notamment la durée de la facilité engagée, le montant maximal pouvant être en circulation à tout moment, le taux de référence servant à déterminer le taux d'intérêt de base, tout écart par rapport au taux de base et l'échéance des emprunts pouvant être effectués sur la facilité. De manière générale, les facilités de crédit par voie d'AB sont engagées pour des périodes légèrement plus longues que les facilités indexées sur le taux de base.

Pour la plupart des facilités de crédit par voie d'AB, le CDOR est le taux d'intérêt de référence servant à établir le taux de base des emprunts auquel la commission d'acceptation est ajoutée¹⁰. Pour les facilités de crédit par voie d'AB indexées sur le CDOR, le taux effectif pour l'emprunteur est le CDOR établi à 10 h 15, heure de l'Est (HE), publié par Thomson Reuters à la date du tirage, majoré de la commission d'acceptation. Cette commission, que la banque prenante facture afin de garantir l'AB, varie en fonction de la cote de crédit des clients. Ces frais peuvent aller de quelques points de base pour les entités très bien notées (p. ex., cote R-1 [élevé]) à bien au-delà de 100 points de base pour les entités faiblement

¹⁰ Le CDOR est le taux auquel la banque qui participe au sondage accepterait de prêter (offrir) des fonds, au moyen d'AB émises sur le marché primaire, à des clients disposant déjà de facilités de crédit dont le taux est déterminé en fonction du CDOR à des échéances d'environ un, deux, trois, six, et douze mois. De plus amples précisions sur le CDOR se trouvent à la page 20.

notées. La commission d'acceptation est négociée avec la division des services bancaires aux entreprises lorsque la facilité est initialement établie ou que la convention de prêt est renégociée à l'échéance de la facilité. En général, la commission d'acceptation reste la même pendant toute la durée de la facilité, bien qu'elle puisse être révisée à la suite de vérifications périodiques de la qualité du crédit.

Contrairement à la commission d'acceptation, le CDOR traduit les conditions générales du marché et peut varier quotidiennement. Le CDOR est toutefois généralement stable lorsque le marché ne prévoit aucun changement du taux du financement à un jour de la Banque du Canada¹¹.

Par contre, dans le cas des lignes de crédit indexées sur le taux de base, le taux de référence est le taux de base de la banque, à savoir le taux d'intérêt fixé par une banque en fonction du coût de ses fonds à court terme et des pressions concurrentielles du marché. Contrairement au CDOR, le taux de base appliqué par les banques n'est généralement révisé que lorsque la Banque du Canada modifie le taux directeur. Les institutions financières peuvent imposer des taux inférieurs ou supérieurs au taux de base à leurs clients, selon la solvabilité de ceux-ci.

Les deux types de prêts renouvelables s'accompagnent de frais additionnels que l'emprunteur doit payer pour maintenir la facilité. Par exemple, l'emprunteur verse une commission d'engagement à l'égard de la facilité débloquée sur laquelle il peut tirer des fonds. La commission correspond habituellement à un nombre établi de points de base par année pour la durée de la facilité et est payable au départ. Une commission d'attente est également payée sur la partie non utilisée de la facilité afin de dédommager en partie la banque, qui doit détenir des capitaux et des liquidités pour couvrir la totalité de la facilité à des fins réglementaires. Des commissions de montage et de gestion peuvent aussi s'appliquer aux deux types de crédit.

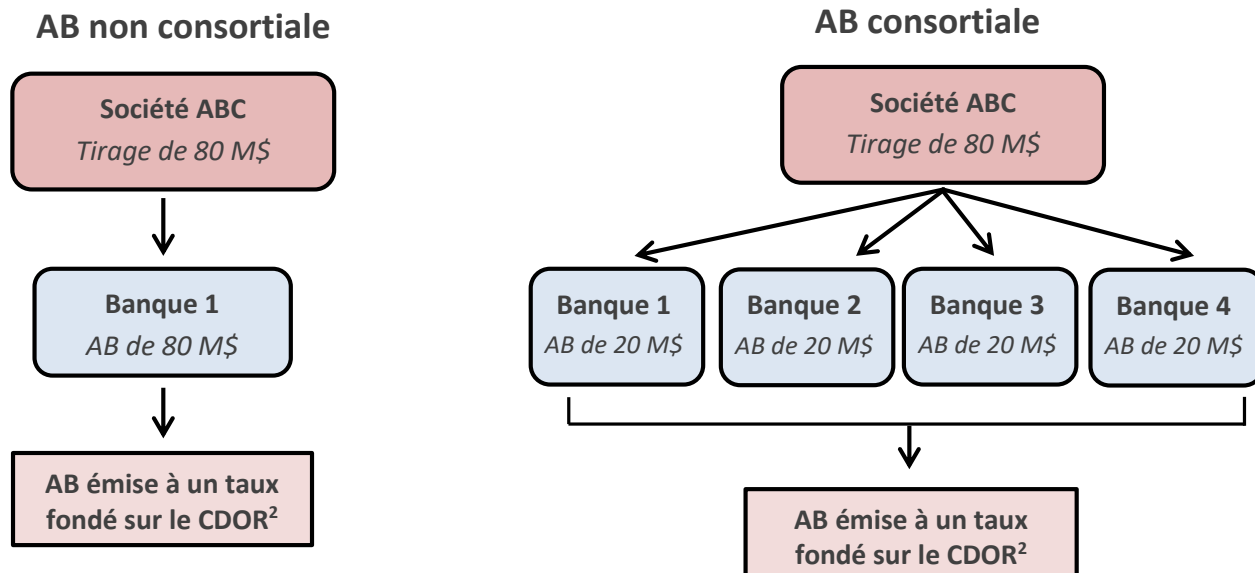
Dans le cas d'une facilité de crédit par voie d'AB, la convention de prêt précise en outre si l'AB est émise par syndication. La création d'AB non consortiales repose sur un seul courtier, tandis que les AB consortiales supposent la participation de plusieurs banques. Par exemple, si un client veut tirer 80 millions de dollars sur sa facilité de crédit par voie d'AB dans le cadre d'une opération non consortiale, l'unique banque prenante met en place un contrat d'AB de 80 millions pour égaliser le tirage. En revanche, dans une opération consortiale, les banques prenantes diviseraient le montant de l'émission selon un ratio établi au préalable dans la convention de prêt (**figure 2**).

Selon nos estimations, dans le cas de 20 à 30 % environ des facilités de crédit par voie d'AB déjà en place, le taux de base de référence n'est pas le CDOR. Par exemple, les taux de référence autres que le CDOR peuvent comprendre le taux offert par la banque individuelle en réponse au sondage CDOR à 10 h 15 (HE) le jour de l'opération (dans le cas d'une AB non consortiale), la moyenne des taux offerts en réponse au sondage CDOR par les banques faisant partie du consortium (si les banques qui répondent ne font pas toutes partie du consortium), des frais bancaires internes ou tout autre taux du marché convenu dans la convention de prêt¹².

¹¹ Voir le **graphique 5** à la page 21.

¹² Certains gros clients voulant faire d'importants tirages peuvent comparer les offres de plusieurs banques afin d'obtenir un taux inférieur au CDOR pour leur AB. Dans ce processus, qui s'exécute généralement comme un « entre-deux », les banques s'affrontent en présentant des offres concurrentielles concernant le taux que les sociétés emprunteuses paieront pour l'émission d'AB. Parfois, le taux proposé par la banque qui l'emporte est inférieur au CDOR en vigueur. Les banques peuvent offrir un taux inférieur si des relations sont déjà établies avec le client.

Figure 2 : Exemple illustrant l'émission consortiale et non consortiale d'acceptations bancaires¹



¹ La répartition des montants des AB consortiales émises est déterminée par la convention de prêt sous-jacente.

² Les facilités de crédit par voie d'AB ne sont pas toutes établies aux termes d'une convention de prêt où le taux de référence est le Canadian Dollar Offered Rate.

L'échéance du prêt est une autre caractéristique qui distingue les facilités de crédit par voie d'AB et les lignes de crédit indexées sur le taux de base. Dans le cas d'une facilité de crédit par voie d'AB, les clients peuvent emprunter des fonds à une échéance allant de 1 à 365 jours, le terme maximal réel étant précisé dans la convention de prêt. Pour répondre à ses besoins en trésorerie, le client peut choisir à sa discrétion l'échéance de l'emprunt (visée par la convention de prêt), habituellement de 90 jours ou moins. Lorsque l'échéance du tirage ne correspond pas aux échéances de référence du CDOR, le taux de référence réel sous-jacent est généralement interpolé à l'aide des paramètres du CDOR s'en rapprochant le plus. Pour ce qui est des emprunts indexés sur le taux de base, le taux est variable et fixé chaque jour au taux de base plus ou moins l'écart de crédit pour la durée du prêt.

La façon dont la banque prenante finance le prêt diffère aussi. Les tirages faits sur une ligne de crédit indexée sur le taux de base sont financés depuis l'enveloppe générale de financement de la banque, laquelle procure à la trésorerie bancaire une souplesse additionnelle pour ce qui est du choix de l'échéance et de l'instrument utilisé pour obtenir les fonds. Par contre, les tirages faits sur une facilité de crédit par voie d'AB entraînent la création d'un titre à même échéance que la banque peut vendre sur le marché secondaire pour financer le tirage. Toutefois, la banque avance les fonds à l'emprunteur, qu'elle vende ou non l'AB sur le marché secondaire, de sorte que le prêt peut être au départ financé centralement depuis l'enveloppe générale de financement de la banque.

Comment les sociétés clientes empruntent-elles sur leur facilité de crédit par voie d'acceptations bancaires?

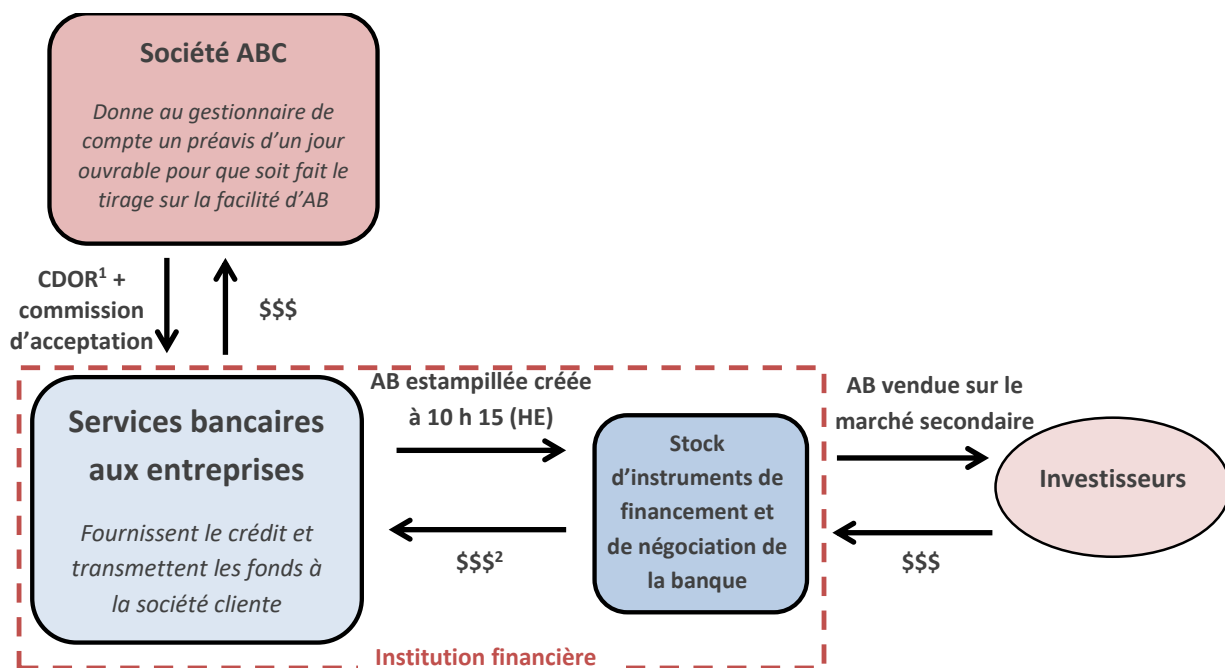
Les sociétés emprunteuses qui ont accès à une facilité de crédit par voie d'AB et à une ligne de crédit indexée sur le taux de base décident du moyen à utiliser selon l'écart entre 1) leur taux débiteur indexé sur le taux de base, plus ou moins un écart de crédit et 2) le taux d'intérêt de référence quotidien du CDOR (dans la plupart des cas), majoré de la commission d'acceptation. De manière générale, si le CDOR majoré de la commission d'acceptation est inférieur au taux débiteur indexé sur le taux de base tout compris qui lui est offert, la société choisira d'emprunter sur sa facilité de crédit par voie d'AB plutôt que sur sa ligne de crédit indexée sur le taux de base.

S'il décide de tirer des fonds sur sa facilité de crédit par voie d'AB, le client donne un préavis à son gestionnaire de compte à l'institution financière (ou à l'institution responsable du consortium) qui fournit les fonds, en précisant l'échéance et le montant du tirage. Une fois le préavis donné, la banque a l'obligation contractuelle de fournir les fonds demandés dans un délai d'un jour ouvrable, en échange du taux de référence convenu majoré de la commission d'acceptation négociée au préalable. Pour les facilités dont le taux de référence est le CDOR, l'emprunteur connaît le taux complet applicable au prêt seulement lorsque le taux d'intérêt de référence sous-jacent du CDOR est publié, à 10 h 15 (HE). L'AB est alors créée, et les fonds sont avancés au client.

L'échéance du prêt demandé par la société emprunteuse dépend de ses besoins en trésorerie, des attentes à l'égard des taux d'intérêt et de la forme de la courbe du CDOR de référence. En général, les sociétés clientes empruntent pour le terme le plus court du CDOR (un mois), en raison de la nature à court terme de leurs besoins en trésorerie et de leur désir de réduire le plus possible les intérêts qu'elles paient, sachant que la courbe du CDOR suit habituellement une pente ascendante. Bien que les clients empruntent parfois pour plus d'un mois, presque tous les emprunts ont une échéance inférieure à trois mois (ou 90 jours). Ainsi, la majeure partie du volume des émissions (et, par conséquent, des AB estampillées) est à un mois, et une partie moindre est à trois mois. Étant donné la nature engagée des facilités de crédit par voie d'AB, le risque de refinancement pour les clients est minime. Au besoin, l'emprunteur sous-jacent reconduit l'AB à l'échéance pour répondre à ses besoins en financement (p. ex., comptes créditeurs et masse salariale), les tirages les plus importants se produisant vers le premier, le quinzième et le dernier jour du mois.

Lorsque le tirage est approuvé par la division des services bancaires aux entreprises, la banque d'investissement ou le courtier en valeurs crée l'AB, habituellement au taux de référence du CDOR. La division des services bancaires aux entreprises conserve la commission d'acceptation pour couvrir le risque de crédit de la société emprunteuse, tandis que la banque d'investissement ou le courtier en valeurs peut vendre l'AB aux investisseurs sur le marché secondaire (du côté de l'offre du marché) ou conserver l'AB en stock sur son bilan. La **figure 3** illustre ce processus.

Figure 3 : Comment les acceptations bancaires sont créées et vendues aux investisseurs



¹ Le taux de référence, soit le Canadian Dollar Offered Rate, est fixé chaque jour à 10 h 15 (HE).

² Ce transfert se produit généralement au moment où le CDOR est fixé, à 10 h 15 (HE).

Les acceptations bancaires à l'ère moderne

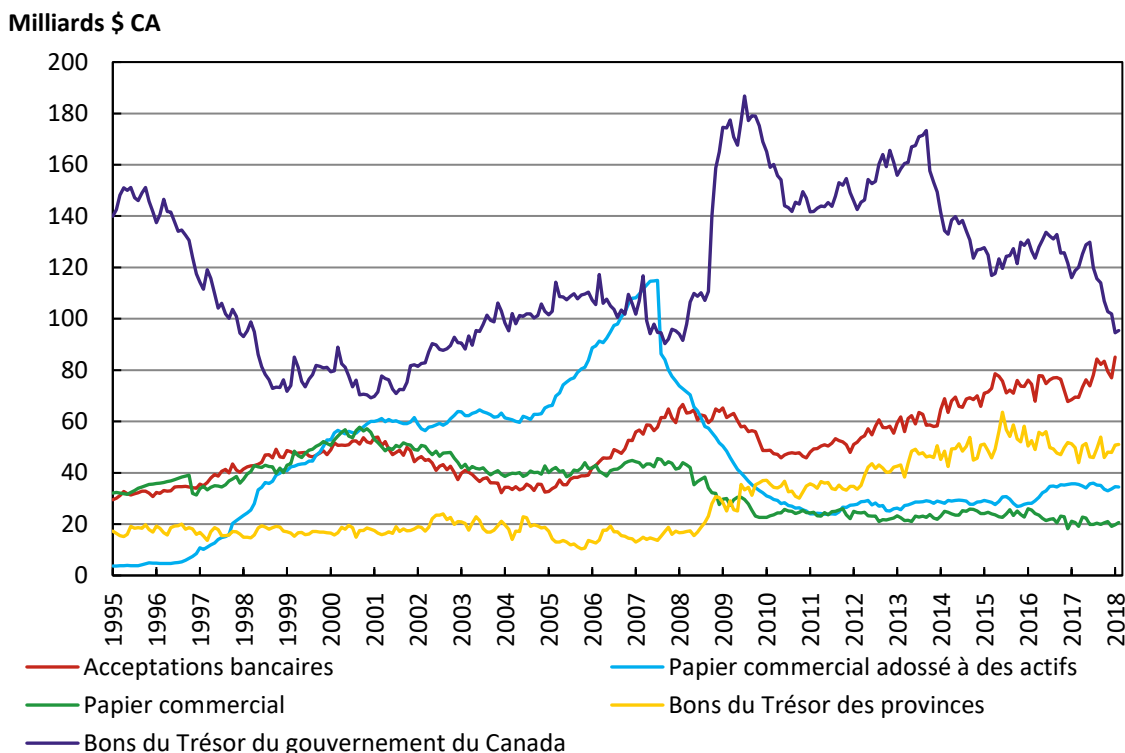
Le marché des acceptations bancaires est plus important que celui d'autres instruments à court terme émis par des entités privées

Au Canada, les instruments de financement de gros à court terme peuvent être classés selon le type d'émetteur et le type de financement (garanti ou non garanti). Les titres du marché monétaire du secteur public sont les titres émis par tous les ordres de gouvernement. Ces titres sont essentiellement des instruments non garantis (c.-à-d. non garantis par des actifs particuliers), comme les bons du Trésor et les bons de gestion de trésorerie émis par le gouvernement fédéral ou les provinces. Les émissions du secteur public constituent la plus grande proportion de l'encours des instruments du marché monétaire. En 2017, les bons du Trésor du gouvernement du Canada représentaient un peu plus de 40 % du marché monétaire, leur encours s'établissant légèrement au-dessus de 115 milliards de dollars en moyenne. Les bons du Trésor émis par les provinces représentaient à peine un peu plus de 15 % de l'encours des instruments du marché monétaire (un peu moins de 50 milliards de dollars) en moyenne en 2017 (graphique 2).

Les titres émis par des entités non gouvernementales forment le reste de l'offre du marché monétaire. Au Canada, les instruments de financement garantis à court terme comprennent les actifs garantis, comme le papier commercial adossé à des actifs (PCAA) et les opérations de pension. Les instruments de financement non garantis autres que ceux émis par les gouvernements comprennent les AB, le papier

commercial, les billets de dépôt au porteur¹³ et les certificats de dépôt¹⁴. Les sociétés emprunteuses s'en remettent surtout au papier commercial et aux AB pour obtenir des fonds, et comptent également sur le PCAA dans certains cas.

Graphique 2 : Encours total des instruments du marché monétaire depuis 1995



Sources : Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada, Statistique Canada et calculs du personnel de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2018

Les AB représentent le plus gros segment des instruments du marché monétaire émis par des entités non gouvernementales : en 2017, leur part s'établissait à un peu plus de 25 % du marché monétaire intérieur total et leur encours était légèrement supérieur à 75 milliards de dollars en moyenne. Le marché des AB s'est replié après la crise financière, mais il a rebondi et s'est accru de près de 70 % depuis le creux touché en 2010. L'encours des AB étant largement cyclique, le plus récent épisode de croissance (depuis 2010) s'explique en partie par le fait que de nouvelles grandes sociétés se sont mises à puiser dans des lignes de crédit sous forme d'AB, notamment des entreprises canadiennes des secteurs du pétrole et des pipelines, des services publics et des télécommunications. À la suite des révisions à la baisse des cotes de crédit consécutives à l'effondrement des cours du pétrole et de l'accumulation de dettes ayant servi à financer d'importantes activités de fusion et d'acquisition, et compte tenu aussi des ratios de dividendes et de levier financier favorables aux actionnaires, ces sociétés en sont venues à compter davantage sur les facilités de crédit par voie d'AB au lieu d'émettre des obligations et du papier commercial. En outre, le recours aux facilités de crédit par voie d'AB a également augmenté parmi les emprunteurs commerciaux auparavant inadmissibles.

¹³ Il est difficile d'estimer le montant de l'encours des billets de dépôt au porteur parce qu'ils ne sont pas suivis de manière distincte dans les bilans des banques.

¹⁴ Pour des détails sur les divers instruments de financement, voir Truno et autres (2017).

Les titrisations (ou PCAA) constituent le deuxième segment des instruments du marché monétaire émis par le secteur privé : en 2017, leur part dépassait légèrement 10 % et leur encours s'élevait à environ 35 milliards de dollars. Le marché du PCAA au Canada est demeuré relativement petit depuis la crise financière en raison du nombre réduit d'émetteurs et de la perte d'intérêt des investisseurs à l'égard de ces produits¹⁵. Depuis la crise, seuls les programmes bancaires détenant des actifs vendus à la banque par les sociétés emprunteuses, comme les prêts hypothécaires assurés, les lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier, les prêts à la consommation, les créances sur carte de crédit et les baux commerciaux, ont émis du PCAA. Toutefois, l'émission de PCAA s'est accrue récemment à la faveur de la hausse des prêts hypothécaires assurés et des prêts consentis pour l'achat d'automobiles et de matériel.

Le papier commercial représentait un peu plus de 5 % (ou environ 20 milliards de dollars, en moyenne) de l'encours des instruments du marché monétaire en 2017. La taille du marché du papier commercial est relativement stable depuis la crise financière au Canada (**graphique 2**). La stagnation de l'encours du papier commercial est attribuable en partie à l'offre insuffisante, qui s'est soldée par la réduction des émissions. Par exemple, les révisions à la baisse des cotes de crédit des sociétés de télécommunications et des sociétés de pétrole et de pipelines ont fait baisser l'offre de papier commercial, et ont entraîné un regroupement général des émetteurs par la voie de fusions et d'acquisitions. Les émetteurs actifs dans ce marché sont généralement de grosses sociétés de services financiers non bancaires et de services immobiliers, et des entreprises de services publics¹⁶.

Les acceptations bancaires sont émises essentiellement par les six grandes banques canadiennes

Les AB sont émises essentiellement par les banques qui offrent des taux en réponse au sondage CDOR. En 2017, les sept banques qui répondaient au sondage étaient à l'origine de près de 98 % de la valeur totale des AB émises en dollars canadiens. Ces émissions étaient réparties à peu près également entre les banques nationales, mais ce sont la Banque Toronto-Dominion (TD), la Banque Royale du Canada (RBC) et la Banque de Montréal (BMO) qui ont émis le plus d'AB en 2017 (**graphique 3**). À l'heure actuelle, six banques offrent des taux en réponse au sondage CDOR : BMO, la Banque de Nouvelle-Écosse (BNE), la Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC), la Banque Nationale du Canada (BNC), RBC et TD. La composition des AB selon l'origine est demeurée relativement stable au fil du temps parmi les banques répondant au sondage CDOR.

Les clients tirent habituellement de 10 millions à 100 millions de dollars sur leur facilité de crédit par voie d'AB. Toutefois, le tirage peut osciller entre à peine 100 000 dollars et 1,5 milliard de dollars, en fonction de la taille du client et de ses besoins d'emprunt. L'encours total des AB par banque va généralement de 8 milliards à 14 milliards de dollars, de sorte qu'une variation de plus ou moins

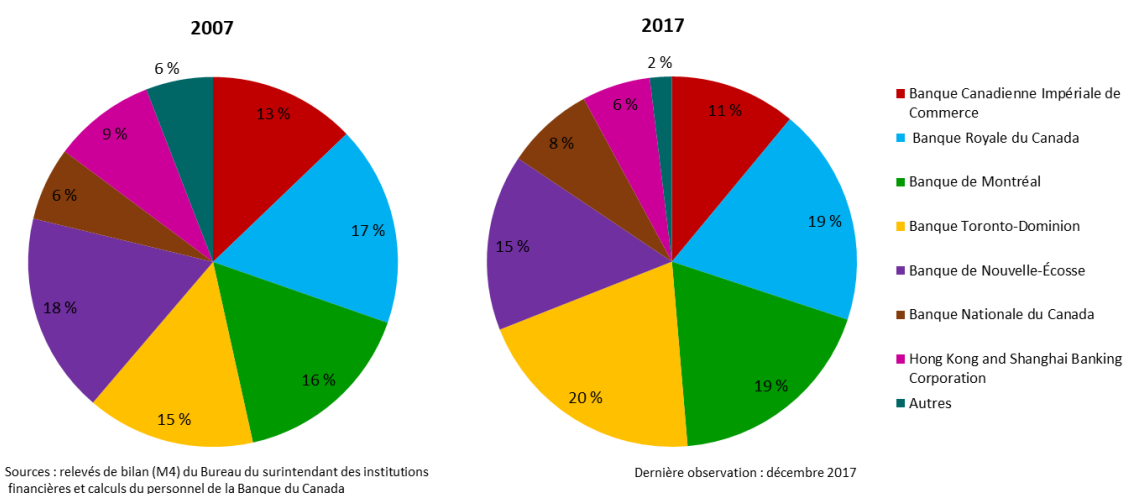
¹⁵ Durant la crise financière, le marché du PCAA de tiers a gelé et les émetteurs ont été forcés de réinscrire ces titres à leurs bilans. Le PCAA non bancaire a finalement été restructuré au moyen d'une procédure déposée sous le régime de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* et n'est désormais plus émis au Canada.

¹⁶ En raison de l'aversion au risque accrue manifestée par les investisseurs de 2007 à 2009, d'autres marchés du crédit à court terme comme celui du papier commercial ont montré des signes de tension, car les emprunteurs sous-jacents préoccupaient les investisseurs. Le marché des AB a été touché dans une moindre mesure. Selon les données du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM) 1.0, le volume des opérations concernant le papier commercial a chuté de presque 90 % sur le marché secondaire, du sommet au creux, tandis que le volume des opérations sur les AB a baissé d'un peu plus de 60 %, du sommet au creux, pendant la crise financière. Depuis, le marché du papier commercial est demeuré relativement stable, l'encours s'établissant à environ 10 milliards de dollars par année en moyenne.

2 milliards de dollars dans les tirages peut avoir un important effet sur le prix des AB sur le marché et sur la taille du stock d'AB du courtier.

À l'instar d'autres titres du marché monétaire, les AB sont émises et cotées selon le principe de l'escompte à la valeur nominale du titre, car aucun coupon n'est versé. Par exemple, une AB à 30 jours d'une valeur nominale de 1 million de dollars qui rapporte 1,35 % aurait un prix à l'émission de 99,889 \$ et une valeur de rachat de 998 890 \$. Les AB contrastent donc avec les instruments portant intérêt, comme les obligations, dont le prix à l'émission est égal à la valeur nominale ou au pair, ou près de cette valeur. Les titres du marché monétaire sont remboursés à leur valeur nominale à l'échéance, et le rendement pour l'investisseur correspond à la différence entre le prix d'achat actualisé initial et la valeur nominale.

Graphique 3 : Émissions totales d'acceptations bancaires en dollars canadiens (passif) en 2007 et en 2017, en %



Le volume des opérations sur acceptations bancaires a augmenté et se concentre avant tout dans les AB à un mois ou moins

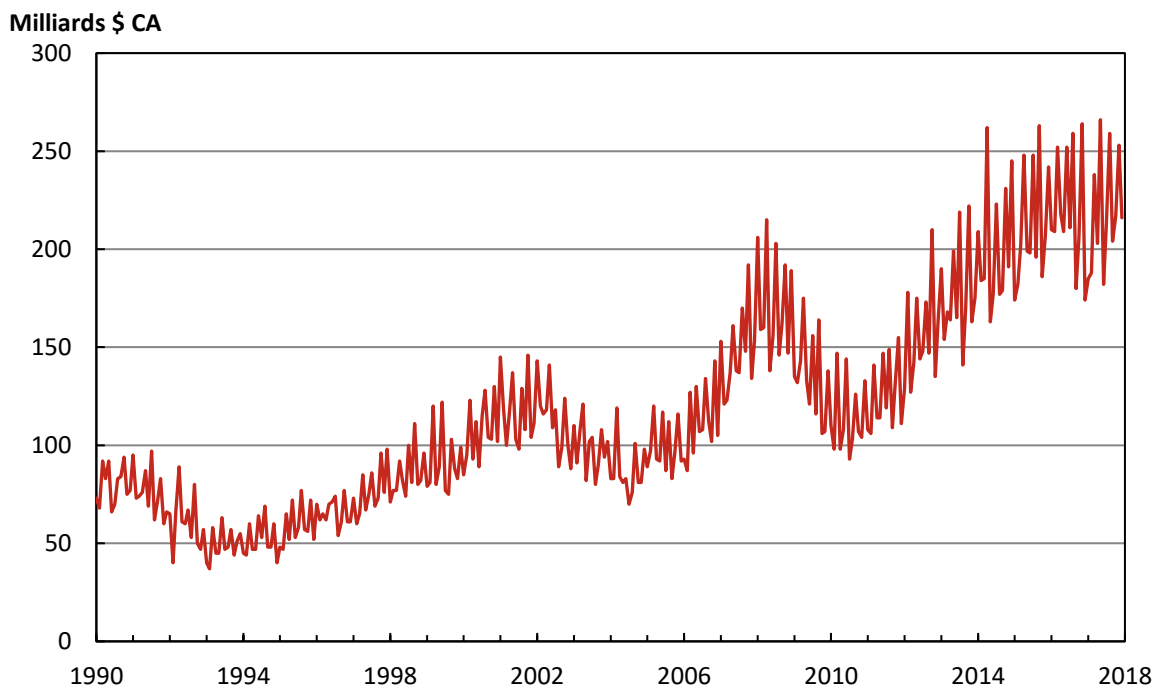
Le volume mensuel total des opérations sur AB augmente continuellement depuis le début des années 1990. Depuis le début de 2011, le volume mensuel total des opérations s'est accru de près de 90 % (**graphique 4**).

D'après les données préliminaires tirées du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM) 2.0 récemment mis à niveau, le volume mensuel des opérations sur AB peut être ventilé selon le marché primaire et secondaire, et selon l'échéance¹⁷. En général, près de 100 % des émissions d'AB (c.-à-d. le marché primaire) ont une échéance de trois mois ou moins, et plus de 90 % de ces émissions ont une échéance de un mois ou moins. Les caractéristiques des émissions sur le marché

¹⁷ Le SEROM 2.0 est une base de données répertoriant les opérations conclues de gré à gré sur le marché des titres d'emprunt par les courtiers membres de l'OCRCVM.

primaire concordent relativement bien avec les données sur les opérations sur le marché secondaire; plus précisément, l'échéance est de trois mois ou moins pour près de 100 % du volume des opérations sur AB. Compte tenu de leur nature à court terme, les AB se négocient principalement pour être détenues jusqu'à l'échéance lorsque les clients les achètent auprès de la banque ou du courtier sur le marché secondaire.

Graphique 4 : Opérations mensuelles totales sur acceptations bancaires depuis 1990, en volume



Nota : Cette série de données surestime le volume total des opérations sur AB sur le marché secondaire, car elle comprend les données sur les opérations tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

Source : Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2017

Pour les investisseurs, les acceptations bancaires procurent un gain net de rendement sur le marché secondaire par rapport à d'autres instruments du marché monétaire

Le marché monétaire offre aux investisseurs une variété d'instruments pouvant répondre aux besoins en revenus et en liquidité à court terme. La décision d'investissement dépend du mandat particulier de l'investisseur, mais repose généralement sur la liquidité et le rendement requis et sur l'exposition au risque de crédit global à l'égard des émetteurs individuels ou des types d'émetteurs. Étant des instruments essentiellement à court terme, les AB sont généralement considérées comme des actifs à acheter et à détenir jusqu'à l'échéance, mais elles peuvent être négociées pour diverses raisons : besoins de trésorerie, prolongation de l'échéance et contraintes de crédit. Les investisseurs qui détiennent des AB comprennent habituellement les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les fonds communs du marché monétaire, les sociétés, les services de trésorerie des banques, les organismes gouvernementaux et les gestionnaires d'actifs.

Le **tableau 3** illustre l'écart de taux relatif des produits du marché monétaire canadien à trois mois par rapport aux bons du Trésor du gouvernement du Canada à trois mois sur le marché secondaire. L'écart

variera en fonction de la dynamique de l'offre et de la demande, et peut être influencé par le nom de l'émetteur, la liquidité du produit, la cote de crédit relative et les conditions générales du marché.

Les effets provinciaux commandent généralement l'écart le plus faible par rapport aux bons du Trésor du gouvernement du Canada parce qu'ils sont soutenus par un gouvernement provincial plutôt que par une entité privée. Par contre, le PCAA bancaire commande l'écart le plus élevé sur le marché parce que le PCAA s'inscrit dans le mandat d'investissement d'un nombre moins élevé d'investisseurs, la détention de papier structuré ayant perdu de son attrait depuis la crise financière.

Tableau 3 : Illustration de l'écart de taux des titres du marché monétaire par rapport aux bons du Trésor du gouvernement du Canada

Produit du marché monétaire (marché secondaire)	Écart par rapport aux bons du Trésor du gouvernement du Canada à trois mois (points de base)
Bons du Trésor du gouvernement du Canada	0
Bons du Trésor des provinces	+10
Papier commercial	+30
Acceptations bancaires	+30
Billets de dépôt au porteur	+30
Papier commercial adossé à des actifs	+40

Nota : L'écart variera selon le nom de l'émetteur, la liquidité du produit, la cote de crédit relative et les conditions du marché, et est arrondi à cinq points de base près à des fins indicatives. Par exemple, durant la crise financière de 2007-2009, l'écart entre le papier commercial à trois mois et les acceptations bancaires à trois mois s'est fortement creusé en raison des préoccupations suscitées par les emprunteurs sous-jacents dans le segment du papier commercial.

Source : prix indicatifs proposés par des courtiers sur le marché primaire

Période d'observation : 2017

Les AB offrent un gain net de rendement relativement attrayant sur le marché secondaire par rapport aux bons du Trésor, tout en étant hautement liquides et bien notées. Par exemple, l'année dernière, le gain net moyen tournait autour de 30 points de base pour l'AB à trois mois par rapport aux bons du Trésor. Comme ces instruments reçoivent la cote de crédit de la banque prenante, la nette majorité des émissions d'AB sont notées R-1 (élevé), la cote de crédit à court terme la plus élevée du DBRS, ce qui témoigne de la forte situation de crédit des banques qui les émettent.

Les billets de dépôt au porteur (BDP) sont également offerts aux investisseurs dans la sphère du marché monétaire. Contrairement aux AB, dont l'émission est déclenchée lorsqu'une société fait un tirage sur facilité de crédit par voie d'AB, les BDP sont émis directement par la banque en son propre nom, le plus souvent en réponse à un besoin de financement général de la banque¹⁸. De plus, ces instruments peuvent se négocier à un écart un peu plus grand par rapport aux bons du Trésor que les AB. Les BDP peuvent être émis par demande inversée de la part des investisseurs cherchant une AB assortie d'une

¹⁸ Selon leur structure organisationnelle, certaines banques peuvent émettre des AB directement pour leur propre financement plutôt que d'émettre des BDP.

échéance particulière qui ne figure pas dans le stock d'AB courant de la banque. Ainsi, les BDP offrent plus de souplesse que les AB du point de vue de la taille et de l'échéance, laquelle est généralement plus longue que dans le cas des AB et va de trois mois à un an.

De nouveaux produits concurrentiels et de nouveaux règlements ont modifié le paysage du marché monétaire

La concurrence accrue livrée par des actifs à court terme à rendement supérieur, laquelle s'explique par la mise en œuvre graduelle de la nouvelle réglementation bancaire et le contexte de bas taux d'intérêt, a érodé une partie de la demande classique d'AB. Des produits comme les comptes d'épargne d'entreprise à taux d'intérêt élevé, les certificats de placement garantis et les dépôts à terme sont offerts à des taux supérieurs à celui des AB. Cette situation est notamment attribuable à leur traitement réglementaire plus avantageux, qui a eu pour effet de faire reculer, en partie, la demande des investisseurs classiques et d'accroître les rendements et les écarts par rapport aux swaps indexés sur le taux à un jour.

Depuis la mise en œuvre de la nouvelle réglementation bancaire, comme le ratio de liquidité à court terme (LCR) et les flux de trésorerie nets cumulatifs (NCCF), il est plus exigeant en capital et en liquidité de conserver au bilan un stock d'AB (tant les AB émises par la banque en son nom propre que celles émises par d'autres banques). Ainsi, selon des observations empiriques, les courtiers réduisent leurs stocks d'AB en fin de mois et de trimestre, de manière à offrir un rendement supérieur sur le marché secondaire des AB pour stimuler la demande des clients et gérer les niveaux des stocks. Le traitement réglementaire des AB aux fins du LCR, des NCCF et du ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR), qui sera bientôt mis en œuvre, est brièvement décrit dans l'**encadré 1**¹⁹.

¹⁹ De plus amples renseignements sur le LCR, le NCCF et le NSFR se trouvent dans les sites Web du Bureau du surintendant des institutions financières et du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

Encadré 1 : Traitement réglementaire des acceptations bancaires

LCR – Ratio de liquidité à court terme

- Le LCR vise à ce que les institutions disposent d'un encours suffisant d'**actifs liquides de haute qualité (HQLA)** pour couvrir leurs besoins de liquidité dans l'hypothèse d'une crise de liquidité qui durerait 30 jours civils.

$$\frac{\text{Encours d'HQLA}}{\text{Total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours civils suivants}} \geq 100 \%$$

- Les acceptations bancaires (AB) ne sont pas considérées comme des HQLA. Le fait de les conserver au bilan lorsqu'elles arrivent à échéance dans moins de 30 jours est donc désavantageux pour l'institution.

NCCF – Flux de trésorerie nets cumulatifs

- Les NCCF constituent un indicateur avec horizon de liquidité qui mesure les flux de trésorerie nets cumulatifs d'une institution en vue de saisir les risques que présente l'asymétrie des fonds entre l'actif et le passif de l'institution sur 12 mois.

$$NCCF (\text{semaines}) = \sum (\text{Entrées} - \text{Sorties}), \text{flux cumulatifs}$$

- Aux fins des NCCF, 75 % du montant de l'encours des AB déclaré comme un passif au bilan doit être considéré comme une sortie. Ainsi, seulement 25 % de l'encours des AB conservées au bilan doit être considéré comme renouvelé par l'emprunteur chaque mois.

NSFR – Ratio structurel de liquidité à long terme

- Le NSFR¹ vise à accroître la stabilité du profil de financement des banques en limitant le **recours excessif** de ces dernières au financement de gros à court terme. Le calibrage rend compte de la stabilité des passifs à plusieurs égards : durée de financement, type de financement et contrepartie.

$$\frac{\text{Montant du financement stable disponible (ASF)}}{\text{Montant du financement stable exigé (RSF)}} \geq 100 \%$$

- Comme le définit le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, le coefficient ASF est de 0 % si l'institution ne peut déterminer qui est le propriétaire véritable de l'AB sur le marché secondaire. Par ailleurs, le coefficient RSF est de 50 % ou de 85 %, en fonction de la durée résiduelle de la facilité de crédit par voie d'AB (moins d'un an ou plus d'un an) sur la partie conservée au bilan.

¹ Le [6 février 2018](#), le Bureau du surintendant des institutions financières a reporté de janvier 2019 à janvier 2020 la mise en œuvre du NSFR au Canada. En octobre 2014, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire avait publié des révisions au NSFR et fixé au 1^{er} janvier 2018 la date de mise en œuvre à l'échelle internationale.

Le lien intrinsèque entre les acceptations bancaires et le Canadian Dollar Offered Rate

Le CDOR est le taux auquel la banque répondant au sondage accepterait de prêter (d'offrir) des fonds, au moyen d'AB émises sur le marché primaire et à des échéances d'environ un, deux, trois, six et douze mois, à des clients disposant déjà de facilités de crédit dont le taux est déterminé en fonction du CDOR. Il représente le taux acheteur sur le marché primaire des AB. Il convient de souligner que le taux proposé en réponse au sondage CDOR ne s'applique pas à un type d'emprunteur ou à un montant en particulier, mais constitue plutôt un taux de référence pour chaque durée respective. Il contraste avec le taux vendeur (pour les AB au comptant), le taux offert sur le marché secondaire par les banques pour stimuler la demande des investisseurs et gérer les niveaux des stocks d'AB après leur émission.

Le CDOR est étroitement lié aux conditions du marché monétaire global, et plus précisément aux attentes du marché à l'égard du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada, déterminées par le taux des swaps indexés sur le taux à un jour (**graphique 5**). Le swap indexé sur le taux à un jour est un produit dérivé négocié de gré à gré par lequel deux parties conviennent d'échanger, pour une période donnée, un taux d'intérêt fixe contre un taux variable qui correspond au taux moyen des opérations de pension à un jour (CORRA). Le **graphique 5** montre aussi la stabilité relative du CDOR pendant les périodes où à peu près aucune attente à l'égard de la révision du taux cible n'est intégrée dans les taux du marché (par le truchement des swaps indexés sur le taux à un jour), comme c'était le cas entre 2011 et 2015. Durant cette période, l'écart entre le CDOR à un mois et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour s'est établi en moyenne à un peu moins de 30 points de base. Récemment, l'écart s'est élargi, en raison principalement des coûts de financement accrus des courtiers, du coût lié à l'inscription de stocks au bilan et du relèvement des exigences réglementaires qui s'appliquent aux actifs liquides de grande qualité.

Bon nombre de facteurs peuvent influencer sur le CDOR, notamment : les coûts réglementaires; les conditions du marché du crédit; les pressions de financement saisonnières, comme les fins de mois ou de trimestre; et la dynamique de l'offre et de la demande d'AB, notamment le volume des opérations sur le marché secondaire.

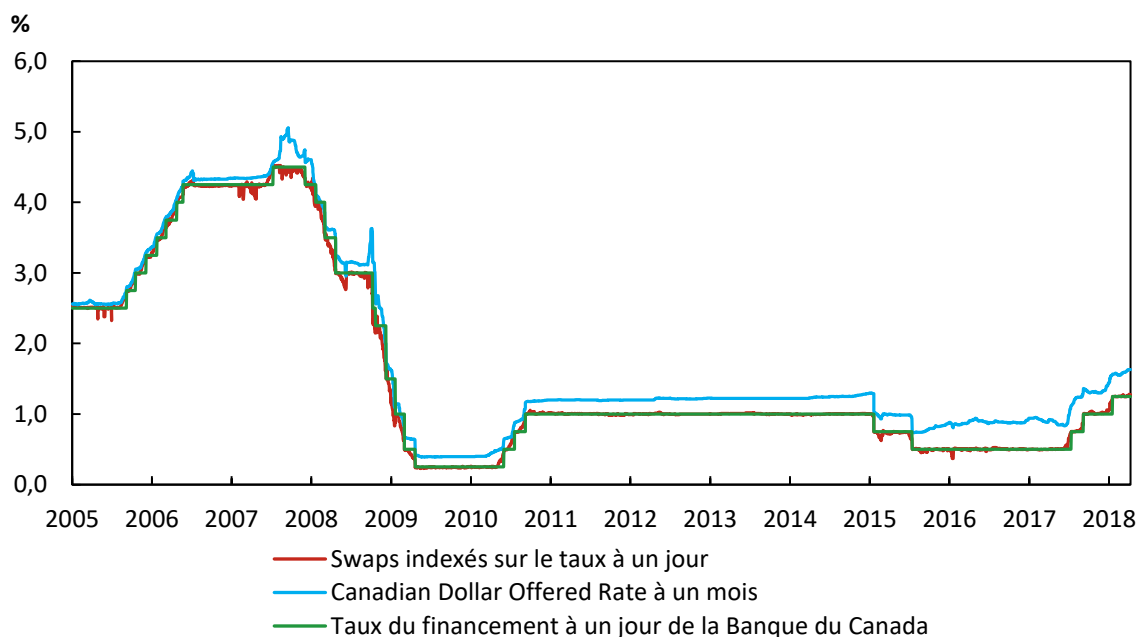
Le CDOR a été élaboré au départ par les banques pour faciliter le calcul du taux de référence des AB consortiales²⁰. Dans les années 1980, le nouveau marché des swaps de taux d'intérêt qui se développait au Canada a adopté le CDOR pour le calcul des paiements à taux d'intérêt variable des swaps de taux d'intérêt en dollars canadiens. En 1988, le CDOR à trois mois est devenu le taux de référence des contrats à terme sur acceptations bancaires (les contrats BAX) quand ces instruments ont été lancés à la Bourse de Montréal.

Le CDOR est encore calculé et utilisé pour établir le prix des AB consortiales, comme à l'origine. Toutefois, le marché a évolué et aujourd'hui, le taux CDOR du jour sert à déterminer le prix de divers instruments en dollars canadiens, notamment les contrats à terme sur AB, les accords de taux futur et

²⁰ Le CDOR était connu au départ sous le nom de *Canadian Dollar Offered Rate*, mais a été renommé *Canadian Dealer Offered Rate* en 2008. Depuis juin 2014, le CDOR est redevenu le *Canadian Dollar Offered Rate*, pour rendre compte du fait que tous les membres du panel répondant au sondage CDOR sont désormais des banques. Voir OCRCVM (2014) pour de plus amples renseignements.

les obligations à taux variable²¹. La plupart des produits financiers dont le taux est déterminé en fonction du CDOR (en particulier les swaps de taux d'intérêt, les contrats BAX et la majorité des obligations à taux variable) ont le CDOR à trois mois comme taux de référence. Le CDOR à d'autres échéances, par exemple à six et à douze mois, sert rarement de taux de référence.

Graphique 5 : Le Canadian Dollar Offered Rate suit généralement les attentes à l'égard du taux cible de la Banque du Canada (CDOR à un mois)



Gouvernance du Canadian Dollar Offered Rate

Jusqu'au 10 juillet 1988, le Comité des agents agréés de la Banque du Canada était responsable du sondage CDOR, et Reuters Inc. (maintenant Thomson Reuters) était l'agent de calcul et de publication du taux (ACCOVAM, 1998). Après le 10 juillet 1988, la responsabilité du sondage a été prise en charge par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), un organisme d'autoréglementation. Reuters continuait de calculer et de publier les résultats du sondage. En 2003, l'ACCOVAM a créé le groupe de travail sur le CDOR à titre de tribune où discuter de l'établissement et de la diffusion de ce taux. Ce groupe de travail se composait de représentants des banques répondantes et de l'ACCOVAM, et la Banque du Canada jouait le rôle d'observateur.

En 2008, l'ACCOVAM et les Services de réglementation du marché inc., qui offraient des services de réglementation indépendants aux places boursières canadiennes, ont fusionné et formé l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). L'OCRCVM a pris en

²¹ Le LIBOR en dollars américains sert également de taux de référence pour les swaps libellés en dollars américains, les contrats à terme en eurodollars et d'autres produits dérivés, prêts, prêts hypothécaires et obligations à taux variable libellés en dollars américains.

charge la surveillance et la responsabilité administrative du CDOR, tandis que le calcul et la gestion de l'indice de référence relevaient toujours de Thomson Reuters²².

En août 2012, l'OCRCVM a lancé un examen du CDOR, ce qui coïncidait avec la publication du rapport Wheatley sur le LIBOR, en septembre 2012²³. L'examen de l'OCRCVM portait avant tout sur la gouvernance des pratiques de surveillance entourant les réponses au sondage CDOR. Le rapport d'examen a été publié en janvier 2013²⁴. Si l'OCRCVM a conclu que les pratiques de surveillance des répondants au sondage CDOR étaient adéquates dans l'ensemble, il a néanmoins recommandé certains points à améliorer, dont :

- des critères écrits précis pour la participation au processus d'établissement du taux;
- une documentation plus explicite concernant la définition, la méthode de calcul et la transparence du taux CDOR;
- les attentes réglementaires documentées pour la participation aux activités d'établissement du CDOR et la supervision de ces activités, ainsi que des moyens de contrôle pour éliminer les possibilités de manipulation.

En juillet 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a rendu publics des principes applicables aux indices financiers de référence, à la lumière d'enquêtes et de mesures d'exécution qui concernaient des tentatives de manipulation des principaux taux d'intérêt de référence. Les principes de l'OICV, qui ont été avalisés par le G20 et le Conseil de stabilité financière, proposent un cadre de gouvernance et de gestion des indices financiers de référence²⁵.

De nombreuses mesures ont été prises pour améliorer les taux de référence canadiens, compte tenu des recommandations formulées dans le cadre de l'examen du CDOR réalisé par l'OCRCVM en 2013 et de l'adoption des principes établis par l'OICV en 2013²⁶. Ces mesures comprennent les suivantes :

- En juin 2014, l'OCRCVM a publié un code de conduite volontaire, élaboré par le panel de banques répondant au sondage CDOR en collaboration avec l'OCRCVM et la Banque du Canada²⁷. Le code comprend des normes minimales concernant la méthode de réponse au sondage, la surveillance interne et la conservation des dossiers. Le code a par la suite été adopté par Thomson Reuters lorsque la société est devenue administrateur à la fin de 2014, et a été mis à jour plusieurs fois depuis²⁸.
- Pour mieux rendre compte du fait que l'octroi de prêts fondés sur des AB constitue une activité bancaire, toutes les réponses au sondage CDOR proviennent désormais des banques, et non plus des courtiers. Dans cette optique, en janvier 2014, le Bureau du surintendant des

²² Le rôle d'association professionnelle joué par l'ACCOVAM a été éliminé en 2006, après la création d'une association professionnelle distincte et indépendante, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACVM).

²³ En juin 2012, le gouvernement du Royaume-Uni a chargé Martin Wheatley, directeur général de la Financial Services Authority (FSA) et co-délégué de la Financial Conduct Authority, de mener un examen indépendant sur l'établissement et l'utilisation du LIBOR. Voir Wheatley (2012) pour de plus amples renseignements.

²⁴ Voir OCRCVM (2013) pour de plus amples renseignements sur l'[examen par l'OCRCVM des pratiques de surveillance du taux CDOR](#).

²⁵ Voir OICV (2013) pour de plus amples renseignements sur [les principes applicables aux indices financiers](#) (en anglais seulement).

²⁶ Voir Lane (2014) et Thorn (2014) pour de plus amples renseignements sur les mesures prises en vue de renforcer la gouvernance du CDOR.

²⁷ Voir OCRCVM (2014) pour le communiqué.

²⁸ Voir Thomson Reuters (2018a) pour le code de conduite de l'administrateur du CDOR et du répondant au sondage CDOR.

institutions financières (BSIF) a été chargé de surveiller l'efficacité des mécanismes de gouvernance et de contrôle des risques inhérents au processus par lequel les banques répondent au sondage CDOR²⁹. En septembre 2014, le BSIF a publié la version définitive de sa ligne directrice (E-20) sur les réponses au sondage sur le taux de référence CDOR³⁰, laquelle devait être entièrement mise en œuvre au plus tard le 31 décembre 2014.

- À l'été 2014, le panel de banques répondant au sondage CDOR a lancé un appel d'offres en vue de créer un poste d'administrateur chargé de la gestion du CDOR, conformément aux principes de l'OICV³¹. Thomson Reuters a été nommée administrateur du CDOR le 31 décembre 2014, après en avoir été l'agent de calcul et de publication. À titre d'administrateur, Thomson Reuters est responsable du calcul, de la gestion, de la diffusion et de la commercialisation du taux.
- En 2015, le comité de surveillance du CDOR et du CORRA a été mis sur pied par Thomson Reuters, l'administrateur des deux indices de référence. Le comité se réunit trois ou quatre fois par année pour discuter de questions touchant les indices financiers de référence canadiens. Il examine notamment la définition, la portée et la méthodologie des indices de référence pour veiller à ce qu'ils demeurent optimaux et conformes à toutes les directives et à tous les règlements pertinents. La liste complète des rôles et des responsabilités de ce comité de surveillance indépendant se trouve dans son [mandat](#), publié dans le site Web de Thomson Reuters.

Comment le Canadian Dollar Offered Rate est-il calculé?

Chaque jour avant 10 h 15 (HE), les banques répondant au sondage indiquent à Thomson Reuters³² le taux auquel elles sont prêtes à consentir des prêts demeurant inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB dont le taux est déterminé en fonction du CDOR (le taux acheteur proposé sur le marché primaire) pour les cinq échéances de un, deux, trois, six et douze mois³³. La plus basse et la plus haute des valeurs proposées sont écartées, et la moyenne des valeurs proposées restantes donne le taux de référence quotidien du CDOR. Le taux CDOR pour chaque échéance est annualisé sur une année de 365 jours. Les cinq taux de référence CDOR et tous les taux proposés en réponse au sondage sont publiés par Thomson Reuters à 10 h 15 (HE) le même jour pour tous les abonnés au flux en temps réel, et sont accessibles sans frais plus tard à 16 h (HE).

Les banques participantes sont la Banque de Montréal, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque Nationale du Canada, la Banque Toronto-Dominion, la Banque Royale du Canada et la Banque Canadienne Impériale de Commerce. Autrefois, Merrill Lynch Canada Inc., Deutsche Bank Securities Limited et la Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) participaient au sondage volontaire

²⁹ Voir BSIF (2014) pour de plus amples renseignements sur le [rôle joué par le BSIF](#) dans la surveillance du processus de réponse au sondage CDOR.

³⁰ Pour en savoir davantage, voir la [version définitive de la ligne directrice E-20, Réponses au sondage sur le taux de référence CDOR, du BSIF](#).

³¹ L'ACCVM et trois courtiers intermédiaires ont lancé un appel d'offres semblable en vue de nommer un administrateur chargé de la gestion du CORRA, conformément aux principes de l'OICV.

³² Voir Thomson Reuters (2018b) pour de plus amples renseignements sur la [méthodologie du CDOR](#) (en anglais seulement).

³³ Le CDOR est calculé à des échéances de 1, 2, 3, 6 et 12 mois, mais, en général, les clients des banques peuvent faire des tirages sur leur facilité de crédit pour des termes allant de 1 à 365 jours.

quotidien sur le CDOR. Merrill Lynch Canada s'est retirée du processus d'établissement du CDOR le 5 décembre 2012, Deutsche Bank Securities, le 31 janvier 2014 et la HSBC, le 8 janvier 2018.

Bien que le panel compte seulement six banques à l'heure actuelle, ces institutions représentent les six principaux émetteurs d'AB, ayant émis près de 92 % de l'encours des AB en 2017.

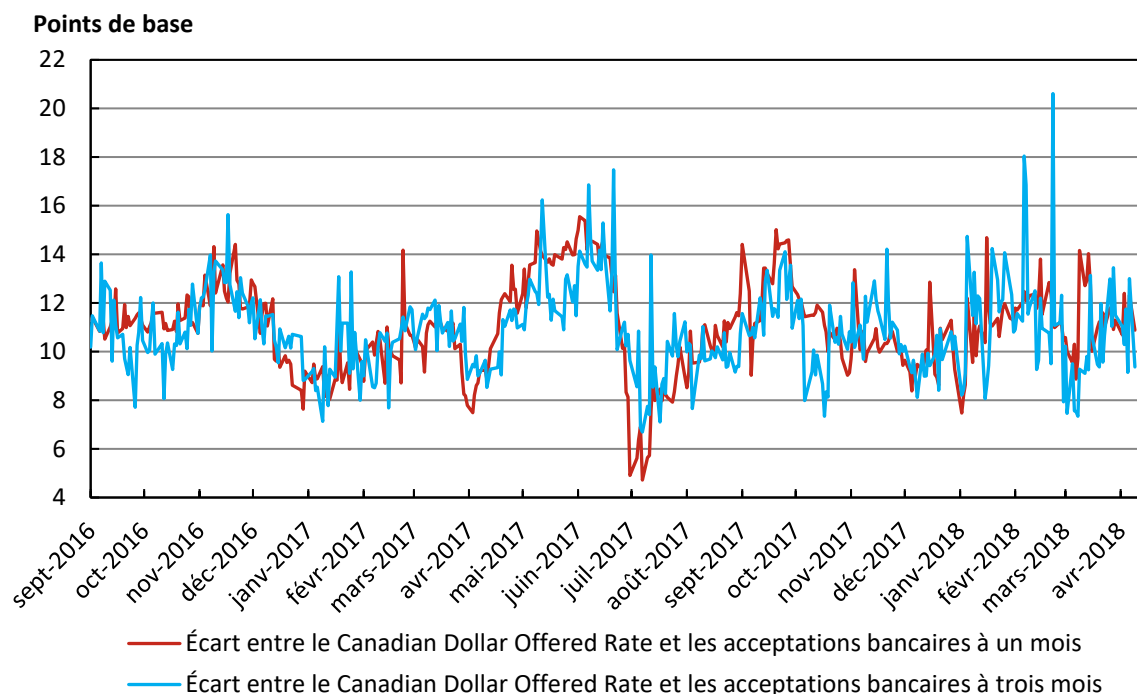
Pourquoi y a-t-il un écart entre le Canadian Dollar Offered Rate et le taux des acceptations bancaires?

L'écart entre le CDOR et le taux des AB exprime la différence entre le CDOR et le taux sur le marché secondaire auquel les courtiers offrent ces AB. Autrement dit, il s'agit de la différence entre le taux auquel les banques accordent des prêts demeurant inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB et le taux auquel les courtiers offrent (vendent) l'AB créée depuis le stock inscrit à leur bilan aux investisseurs sur le marché secondaire.

De nombreux facteurs influent sur l'écart de taux entre le marché primaire et le marché secondaire des AB. Par exemple, des facteurs structurels dus aux exigences réglementaires agissent sur la capacité d'une banque à stocker des titres en fin de mois et de trimestre. L'écart peut également varier à court terme en fonction de facteurs saisonniers et de la demande des clients.

Avant la crise financière, l'écart entre le CDOR et le taux des AB au comptant tournait autour de deux ou trois points de base. En raison des coûts additionnels découlant des mesures réglementaires adoptées après la crise (**encadré 1**), en particulier les coûts touchant les facilités de crédit engagées, l'écart entre le CDOR et le taux des AB au comptant s'est accru, s'établissant en moyenne aux alentours de huit à douze points de base. D'après les données préliminaires du SEROM 2.0, qui répertorie les opérations conclues par les courtiers membres de l'OCRCVM, l'écart du CDOR par rapport au taux des AB au comptant pour les échéances de un et de trois mois s'est établi en moyenne à environ onze points de base de septembre 2016 à décembre 2017 (**graphique 6**). Les coûts réglementaires accrus concernent la négociation et l'utilisation aux fins du bilan à la fois des AB et des facilités de crédit par voie d'AB. L'écart évolue aussi généralement de concert avec les stocks d'AB des courtiers, surtout en fin de mois ou de trimestre, lorsque les banques tentent de réduire leur stock d'AB.

Graphique 6 : Écart entre le Canadian Dollar Offered Rate et le taux auquel les acceptations bancaires sont vendues sur le marché secondaire (titres à un et à trois mois)



Nota : Le taux vendeur des AB est établi d'après des données préliminaires et les calculs du personnel de la Banque du Canada fondés sur le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM) 2.0, une base de données répertoriant les opérations conclues de gré à gré sur le marché des titres d'emprunt par les courtiers membres de l'OCRCVM.

Sources : SEROM 2.0, Bloomberg et calculs du personnel de la Banque du Canada

Dernière observation : avril 2018

Quelle est la différence entre le Canadian Dollar Offered Rate et le London Interbank Offered Rate?

Tout comme le CDOR, le London Interbank Offered Rate (LIBOR) est un indice financier de référence calculé en fonction des taux proposés par un panel de banques, mais les similitudes entre les deux s'arrêtent là³⁴. Ce sont des taux nettement différents : le CDOR est un taux engagé régissant les prêts, alors que le LIBOR est un taux régissant les emprunts. Plus précisément, le CDOR est le taux auquel les bailleurs de fonds sont prêts à faire crédit aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit engagées par voie d'AB dont le taux est déterminé en fonction du CDOR (majoré d'une commission d'acceptation). Ainsi, le CDOR ne dénote pas directement la solvabilité de la banque participante. En revanche, le LIBOR est le taux théorique auquel le bailleur de fonds croit pouvoir emprunter sur le marché interbancaire non garanti à d'autres institutions bancaires pour diverses échéances et dans diverses monnaies³⁵.

³⁴ Le LIBOR et le CDOR ont commencé à se distinguer en 1998 lorsque l'administrateur du LIBOR, la British Bankers' Association, a demandé aux banques de fonder leur réponse au sondage sur le taux auquel elles étaient en mesure d'emprunter des fonds sur le marché interbancaire non garanti.

³⁵ Le LIBOR est actuellement calculé pour cinq grandes monnaies – le dollar américain, l'euro, la livre sterling, le yen et le franc suisse – et sept échéances – un jour, une semaine, un, deux, trois, six et douze mois.

Après la publication du rapport Wheatley en septembre 2012, la British Bankers' Association a mis en œuvre plusieurs des changements qui y étaient recommandés. Entre autres, le LIBOR a cessé d'être calculé pour cinq des dix monnaies, et le nombre d'échéances pour lesquelles le LIBOR était publié est passé de quinze à sept³⁶. Selon les conclusions du rapport Wheatley, l'utilisation du LIBOR se concentrait dans quelques monnaies et échéances principales. Ainsi, il se révélait difficile de fonder sur des données commerciales certains indices de référence LIBOR qui étaient publiés, car peu de prêts interbancaires étaient consentis dans ces monnaies sur le marché de Londres. De plus, les participants au marché n'utilisaient pas volontiers ces taux comme indices de référence. En mai 2013, la publication du LIBOR en dollars canadiens a cessé, abandon qui n'a provoqué aucun problème sur le marché³⁷.

Quelle est la différence entre le Canadian Dollar Offered Rate et l'Australian Bank Bill Swap Rate?

Les AB sont un produit spécialisé utilisé seulement sur le marché d'un nombre restreint de pays homologues du Canada. Par exemple, la facilité de crédit sous forme d'effets bancaires de l'Australie est aussi un important moyen de faire crédit aux sociétés emprunteuses. En acceptant un tirage sur une facilité de crédit sous forme d'effets bancaires, la banque accorde du crédit à l'emprunteur et garantit de rembourser le porteur de l'effet à l'échéance. Comme au Canada, les sociétés font les tirages généralement à très court terme, soit un mois ou moins. Ces facilités sont également engagées et fonctionnent habituellement comme des lignes de crédit renouvelables pour la société emprunteuse³⁸.

Si le marché des effets bancaires sous-tend aussi l'indice financier de référence de l'Australie, le Bank Bill Swap Rate (BBSW), cet indice de référence représente le taux auquel les banques négocient des fonds entre elles sur le marché interbancaire, à la différence de l'indice de référence du Canada, le CDOR, qui représente le taux auquel les banques offrent des fonds aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB. Étant donné son statut d'indice financier de référence, le BBSW sert de taux de référence pour la plupart des produits dérivés libellés en dollars australiens et autres paiements contractuels. En juin 2015, l'encours des effets émis et acceptés par les banques de premier ordre (les grandes banques australiennes) s'établissait à environ 150 milliards de dollars australiens. De cette somme, une proportion d'à peu près 15 % seulement (un peu au-dessus de 22 milliards de dollars australiens) était composée d'effets bancaires, et une proportion d'environ 85 % (un peu plus de 127 milliards de dollars australiens) était composée de certificats de dépôt négociables³⁹. À titre de comparaison, les AB au Canada représentent près de 65 % (environ 75 milliards de dollars) de toutes les émissions des sociétés sur le marché monétaire.

³⁶ Les monnaies pour lesquelles le calcul du LIBOR a pris fin sont le dollar canadien, le dollar néo-zélandais, le dollar australien, la couronne suédoise et la couronne danoise.

³⁷ Le LIBOR en dollars canadiens était le taux d'intérêt interbancaire moyen auquel les banques membres du panel étaient disposées à se prêter entre elles des fonds non garantis en dollars canadiens. Voir [ISDA LIBOR Currency/Maturities Discontinuations – Guidance Note](#) pour de plus amples renseignements.

³⁸ Pour en savoir plus, voir Boge et Wilson (2011).

³⁹ Pour de plus amples renseignements, voir AFMA (2016).

Quel est l'écart entre le Canadian Dollar Offered Rate et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour?

Le swap indexé sur le taux à un jour est un swap de taux d'intérêt dont la branche variable est liée à un taux de référence à un jour (le CORRA au Canada) calculé sur une période donnée. Il s'agit d'un taux non garanti dans certains pays (p. ex., le UK Sterling Overnight Index Average – le taux d'intérêt SONIA) et garanti dans d'autres pays (p. ex., le CORRA au Canada). Le CORRA est la moyenne pondérée des taux auxquels les opérations générales de pension à un jour sont négociées par l'entremise de courtiers intermédiaires désignés entre 6 h et 16 h. Les swaps indexés sur le taux à un jour peuvent indiquer les attentes du marché à l'égard de modifications à venir de la politique monétaire⁴⁰. L'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour isole la composante crédit du CDOR, mais est étroitement lié aux conditions du marché monétaire global⁴¹.

On croit souvent à tort que les banques canadiennes éprouvent des pressions financières lorsque l'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour s'élargit, mais tel n'est pas nécessairement le cas. Cette interprétation tient au fait que l'écart entre le LIBOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour sert traditionnellement à mesurer la vigueur relative du secteur bancaire, parce que le LIBOR est utilisé de manière générale comme une estimation du taux auquel les banques croient pouvoir emprunter sur le marché interbancaire non garanti. Depuis la récente mise en œuvre de la réforme du marché monétaire américain, la relation entre l'incidence et l'écart a beaucoup changé⁴². Toutefois, comme le CDOR est le taux auquel les banques *offrent* des prêts demeurant inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB, il intègre les coûts réglementaires associés à la facilité.

Avant la crise financière, l'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour, relativement stable, tournait autour de dix points de base en moyenne. Il s'est élargi durant la crise, comme l'écart entre le LIBOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour, car les liquidités s'amenuisaient et la disponibilité des bilans bancaires commandait une prime. Ainsi, le coût accru de l'activité de prêt a été transmis aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB, parce que les banques acceptaient moins volontiers de prêter des fonds. Au Canada, les effets immédiats de la crise financière sur le CDOR ont été beaucoup moins désordonnés que sur le LIBOR en dollars américains, compte tenu de la grande solvabilité des banques canadiennes, attribuable à leur saine gestion des risques, à leur forte capitalisation et à leurs sources de financement stables^{43, 44}. À son

⁴⁰ De plus amples renseignements sur le CORRA et sa méthode de calcul se trouvent dans la page Web des taux d'intérêt de référence canadiens de [Thomson Reuters](#).

⁴¹ Le taux des swaps indexés sur le taux à un jour ne représente pas un véritable taux à terme, parce qu'il correspond à la moyenne des opérations générales de pension quotidiennes pour une échéance donnée, tandis que le CDOR intègre tant la prime de crédit que la prime de terme.

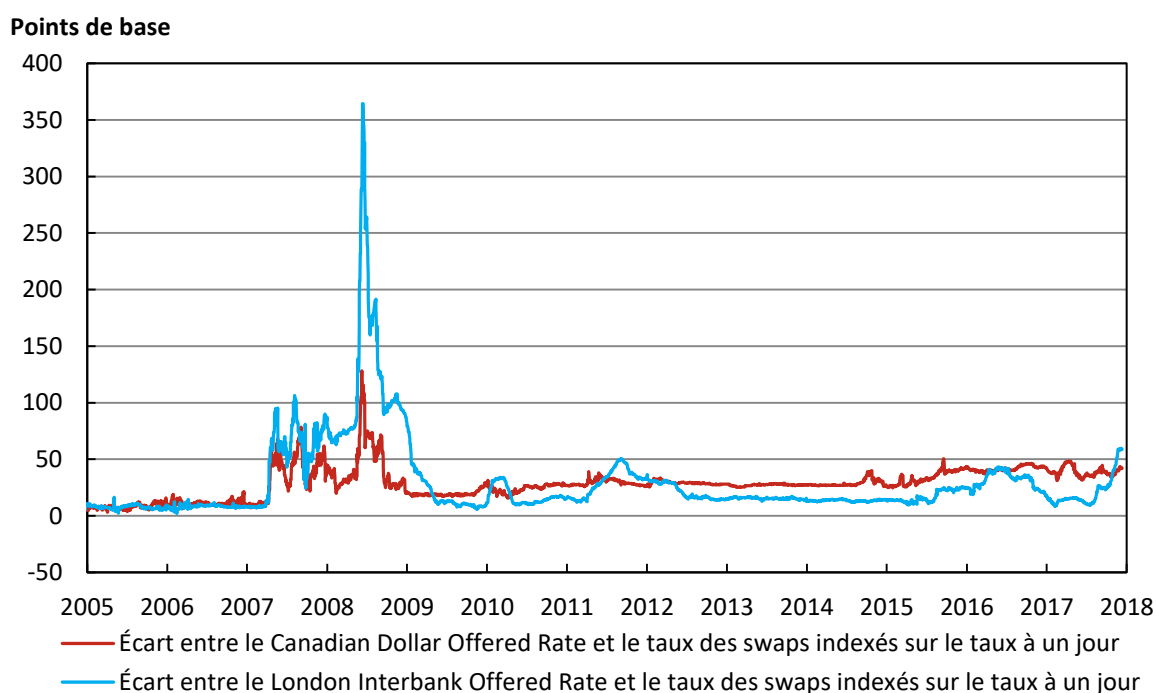
⁴² De plus amples renseignements sur la réforme du marché monétaire américain se trouvent dans le site Web de la US Securities and Exchange Commission, notamment le communiqué 2014-143 intitulé « [SEC Adopts Money Market Fund Reform Rules](#) ».

⁴³ La volatilité moindre du CDOR comparativement au LIBOR durant la crise financière s'explique peut-être aussi par la composition des panels. Plus précisément, le panel de banques répondant au sondage CDOR est plus homogène, étant composé principalement de grandes institutions canadiennes à l'origine de plus de 90 % des émissions d'AB, alors que le panel de répondants au LIBOR est composé d'un ensemble diversifié d'institutions internationales.

⁴⁴ Durant la crise financière, les indices boursiers des banques canadiennes ont mieux fait que les indices boursiers comparables des banques européennes et américaines.

sommet, l'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour s'établissait à environ 128 points de base, tandis que l'écart entre le LIBOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour a atteint environ 364 points de base (**graphique 7**). La Banque du Canada a réagi à la crise en fournissant directement des liquidités extraordinaires aux participants au marché financier en vue de stabiliser le système financier. Par exemple, la Banque a réintroduit les prises en pension à plus d'un jour en septembre 2008 et, en quatre semaines, elle a injecté plus de 20 milliards de dollars de liquidités à plus d'un jour dans le système⁴⁵.

Graphique 7 : Écart entre le CDOR, le LIBOR en dollars américains et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour, à trois mois, depuis 2004



Source : Bloomberg

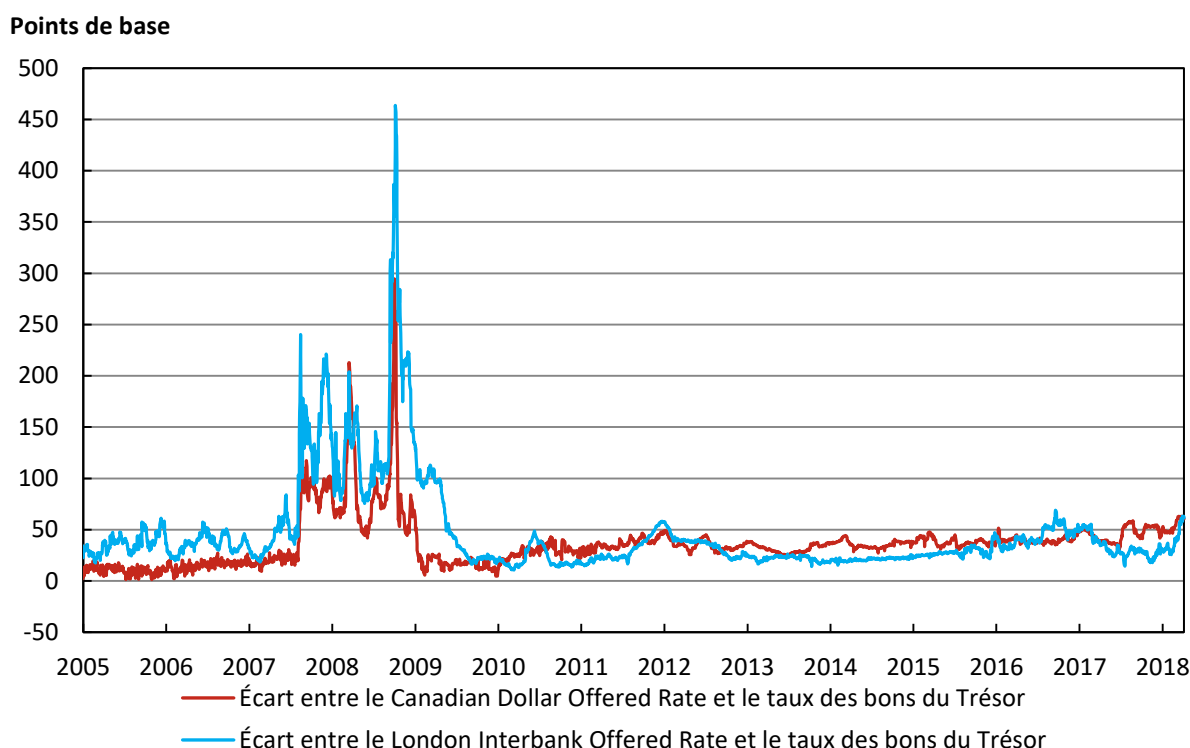
Dernière observation : avril 2018

Après la crise, l'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour a dépassé les niveaux d'avant la crise, s'établissant en moyenne aux alentours de 30 ou 40 points de base (**graphique 7**). En théorie, cette dérive est attribuable surtout au léger relèvement des taux vendeurs des AB sur le marché secondaire (et du CDOR, par conséquent). Ce relèvement s'explique en partie par le fait que les courtiers sont moins disposés à conserver des AB en stock en raison des normes resserrées applicables aux actifs liquides de grande qualité, plus particulièrement en fin de mois et de trimestre, et du coût réglementaire accru des facilités engagées. En outre, la concurrence livrée par les solutions de dépôt à taux d'intérêt supérieur a fait reculer la demande d'AB. Les banques sont plus disposées à offrir des dépôts à taux d'intérêt élevé aux clients institutionnels, car ces dépôts bénéficient d'un traitement réglementaire plus favorable.

⁴⁵ Le gouvernement du Canada a mis en œuvre d'autres initiatives, comme le Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés. Dans le cadre de ce programme, le gouvernement a acheté (par l'entremise de la Société canadienne d'hypothèques et de logement) des blocs de prêts hypothécaires résidentiels assurés auprès d'institutions financières canadiennes. Pour un résumé des mesures prises par la Banque du Canada et le gouvernement du Canada durant la crise financière, voir Zorn et Wilkins (2009).

La dérive vers le haut cadre également avec l'élargissement de l'écart observé entre le CDOR et les taux d'autres instruments du marché monétaire, comme les bons du Trésor du gouvernement du Canada. Par exemple, l'écart entre le CDOR et le taux des bons du Trésor à trois mois était en moyenne d'environ 15 points de base avant la crise; depuis, il s'est établi à environ 35 points de base (**graphique 8**). Une fois encore, le creusement de l'écart serait attribuable dans une large mesure aux coûts réglementaires accrus intégrés dans le CDOR et à la demande d'actifs liquides de grande qualité (c.-à-d. la demande de bons du Trésor, définis comme des actifs liquides de grande qualité aux fins réglementaires)⁴⁶.

Graphique 8 : Écart entre le CDOR et le taux des bons du Trésor du gouvernement du Canada à trois mois, et entre le LIBOR et le taux des bons du Trésor du gouvernement américain à trois mois, depuis 2005



Source : Bloomberg

Dernière observation : avril 2018

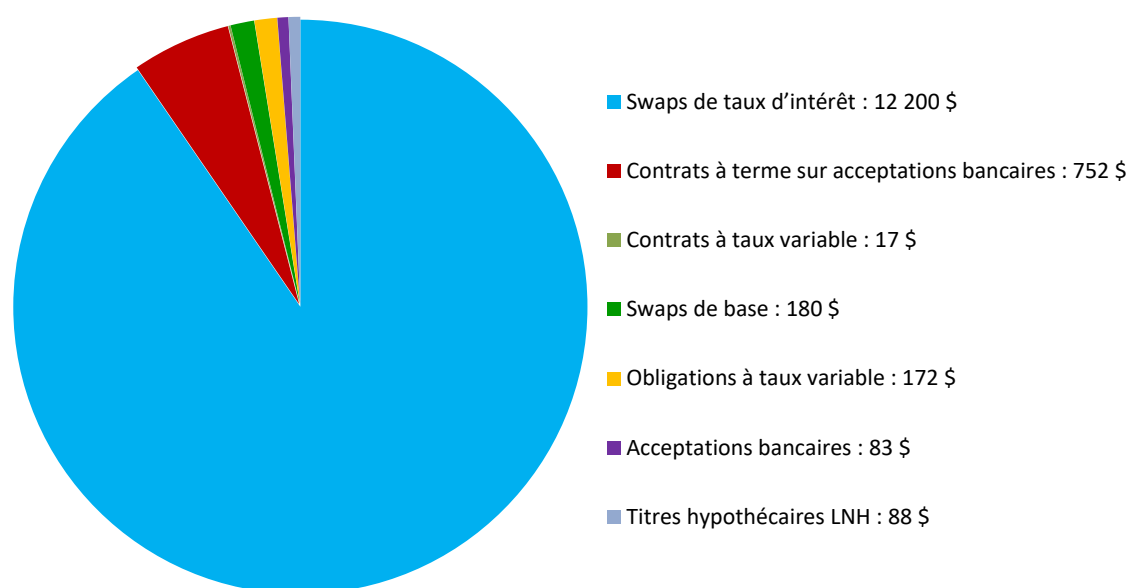
Produits basés sur le CDOR

À la fin de 2017, le CDOR servait à établir les intérêts à payer sur des obligations à taux variable d'une valeur d'environ 170 milliards de dollars canadiens, les paiements à verser sur des swaps de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens d'environ 12 000 milliards de dollars canadiens, sur des accords de taux futur d'environ 17 milliards de dollars canadiens, sur des swaps de base d'environ 180 milliards de dollars canadiens, sur des produits dérivés négociés en bourse sur AB d'environ 750 milliards de dollars

⁴⁶ Durant la crise financière, la demande de bons du Trésor du gouvernement du Canada a beaucoup augmenté parce que les investisseurs se sont tournés massivement vers les titres de qualité. Par conséquent, l'écart entre le taux des bons du Trésor du gouvernement du Canada à trois mois et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour à trois mois est devenu nettement négatif et a touché un creux d'environ -120 points de base en 2008.

canadiens et sur des titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (LNH) à taux variable d'un peu moins de 90 milliards de dollars canadiens (**graphique 9**). Au total, la valeur des instruments financiers basés sur le CDOR dépassait 13 000 milliards de dollars canadiens à la fin de 2017.

Graphique 9 : Produits basés sur le CDOR (milliards \$ CA)



Nota : Sources des données – encours des swaps de taux d'intérêt et des contrats à taux variable : Banque des Règlements Internationaux, au 2 novembre 2017; encours des contrats à terme sur acceptations bancaires : Bloomberg, au 21 décembre 2017; encours des swaps de base : Depository Trust and Clearing Corporation, au 15 décembre 2017; obligations à taux variable : Bloomberg, au 21 décembre 2017; encours des acceptations bancaires : Statistique Canada, octobre 2017; encours des titres hypothécaires LNH à taux variable : Société canadienne d'hypothèques et de logement, avril 2018. Aucun ajustement n'a été fait pour tenir compte des données comptées en double, et les opérations réglées par l'intermédiaire de la chambre de compensation d'une contrepartie centrale n'ont peut-être pas été totalement saisies. Par ailleurs, le CDOR influe sur une gamme élargie de produits qui ne sont pas montrés dans ce graphique, car toutes les grandes banques canadiennes utilisent des produits dérivés fondés sur le CDOR pour fixer les prix de cession interne.

Le rôle du Canadian Dollar Offered Rate sur le marché des contrats BAX

Le contrat à terme est un accord standardisé négocié en bourse aux termes duquel deux parties s'engagent l'une à vendre, l'autre à acheter un actif à un prix et à une date de livraison donnés. Le contrat BAX est un contrat à terme dont le taux est établi en fonction du CDOR à trois mois pour des règlements trimestriels d'une valeur nominale de 1 million de dollars canadiens. Le contrat à terme BAX a été le premier contrat à terme sur taux d'intérêt inscrit à la Bourse de Montréal (en avril 1988) et sert de référence pour les taux d'intérêt canadiens à court terme⁴⁷.

Trois années de contrats BAX trimestriels sont inscrites à la bourse en tout temps. Le cycle trimestriel standard comprend mars, juin, septembre et décembre. Les contrats BAX se négocient à la bourse de 6 h à 16 h 30 (HE) et sont évalués au marché chaque jour par la chambre de compensation centrale, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés. L'unité minimale de fluctuation des prix

⁴⁷ Voir Bourse de Montréal (2009) ou Harvey (1996) pour en savoir davantage sur les contrats à terme sur acceptations bancaires de trois mois.

pour les dix mois d'échéance immédiats inscrits à la cote est de 0,005 (1/2 point de base), ce qui équivaut à 12,50 dollars canadiens par contrat. Pour tout autre mois d'échéance, l'unité minimale de fluctuation des prix est de 0,01 (1 point de base) ou 25,00 dollars canadiens par contrat.

Les contrats à terme BAX sont cotés en indice. Le taux de rendement annualisé implicite, fondé sur une année de 365 jours, est de 100 moins le prix du contrat à terme BAX. Par exemple, si les contrats de mars 2018 étaient offerts à 98,54 dollars, le rendement annuel implicite serait de $100 - 98,54 = 1,46 \%$. À l'échéance, ce contrat à terme serait réglé au comptant au CDOR à trois mois établi ce jour-là.

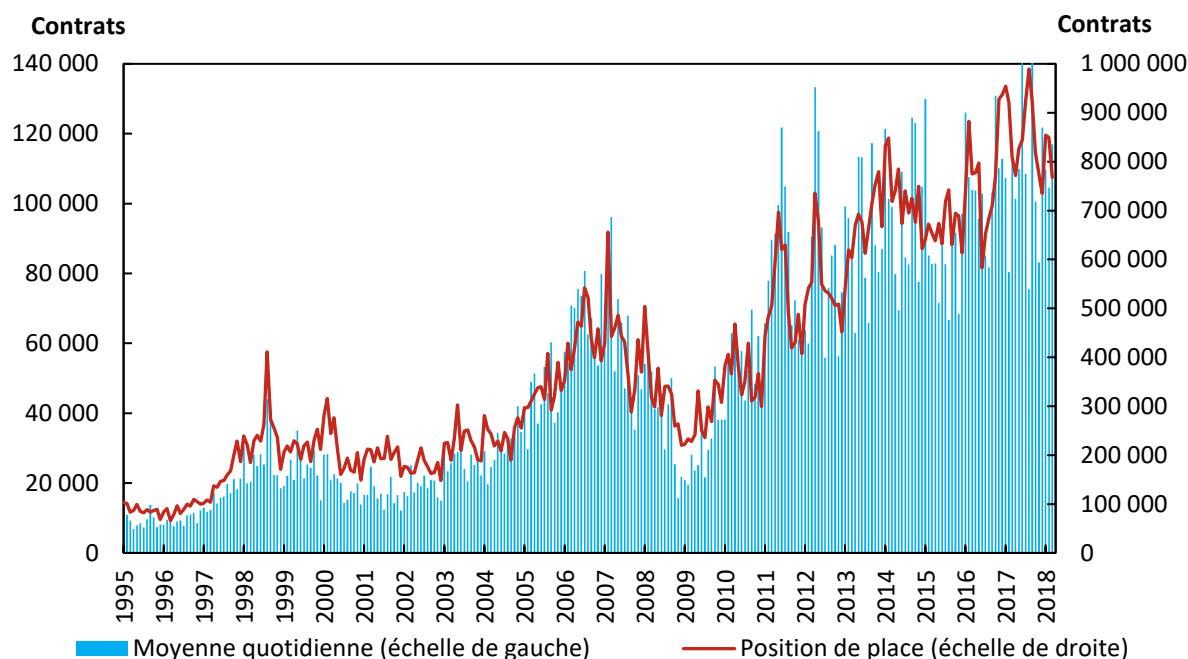
Sur le marché des contrats à terme, aucun paiement n'est requis, parce que l'acheteur dépose une marge initiale et une marge de variation pour couvrir le risque de gain ou de perte de la position au quotidien. Le gain ou la perte de la position est représenté par la différence entre le prix d'achat et le prix de vente, si le contrat est vendu avant l'expiration, ou par la différence entre le prix d'achat et le règlement final, si le contrat est conservé jusqu'à l'expiration. Comme ces contrats sont standardisés par la Bourse de Montréal, leur négociation se termine à 10 h (HE) le deuxième jour bancaire ouvrable précédant le troisième mercredi du mois de mars, de juin, de septembre et de décembre, selon le mois d'échéance du contrat. Les BAX sont réglés au comptant à l'expiration au taux CDOR à trois mois, le dernier jour de négociation, à 10 h 15 (HE). Sur la durée totale du contrat, le cours du contrat à terme BAX de trois mois converge vers le taux publié du CDOR à trois mois à l'échéance, et l'écart entre le contrat BAX du mois d'échéance le plus rapproché et le CDOR à trois mois se rétrécit à mesure que le dernier jour de négociation du contrat BAX se rapproche. Le règlement des contrats BAX se fait en numéraire (par opposition à la livraison d'un instrument physique) à l'échéance.

Depuis la crise de 2008, la position de place et le volume quotidien moyen d'opérations sur les contrats BAX à la Bourse de Montréal ont augmenté régulièrement en raison de la facilité d'exécution conférée par les plateformes de négociation électronique et du traitement favorable des produits dérivés aux fins du bilan. En 2017, environ 115 000 contrats à terme BAX se négociaient en moyenne chaque jour à la Bourse de Montréal, la position de place en fin de mois représentant un peu moins de 860 000 contrats (**graphique 10**).

Les contrats à terme BAX peuvent servir à des fins de couverture, de spéculation ou d'arbitrage. Le plus souvent, ils servent à couvrir le risque de taux d'intérêt associé à la détention d'instruments du marché monétaire. Par exemple, l'acheteur d'un contrat BAX a une position acheteur en prévision d'une baisse du CDOR à trois mois, tandis que le vendeur a une position vendeur en prévision d'une hausse de taux. Les porteurs d'instruments du marché monétaire, comme les bons du Trésor, peuvent se couvrir contre une hausse attendue des taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire en vendant des contrats BAX.

Les contrats à terme BAX peuvent également servir à spéculer sur des variations des taux d'intérêt à court terme. Bien que ces contrats contiennent une composante de crédit, étant réglés au CDOR et non au taux à un jour, ils suivent généralement bien les attentes concernant les taux à un jour et ont pris de l'importance au cours des dernières années, comme en témoigne la hausse de la position de place.

Graphique 10 : Position de place et volume quotidien moyen d'opérations sur les contrats BAX, à la fin de période



Sources : Statistiques bancaires et financières de la Banque Canada et Bourse de Montréal

Dernière observation : mars 2018

La Bourse de Montréal offre aussi des options sur contrats à terme, y compris sur les contrats BAX de trois mois. Dans le cas des options régulières, le sous-jacent est le contrat à terme BAX de trois mois qui expire le mois où l'option expire. L'unité minimale de fluctuation des prix pour les options régulières sur le BAX est de 0,005, et sa valeur est de 12,50 dollars canadiens. Les options sur BAX se négocient en bourse ou de gré à gré, mais leur volume est négocié en grande partie à la Bourse de Montréal. Les options sont de style américain, ce qui signifie qu'elles peuvent être exercées en tout temps, à la date d'échéance ou avant⁴⁸.

Le rôle du Canadian Dollar Offered Rate sur le marché des swaps de taux d'intérêt

Le swap de taux d'intérêt est un accord sur instrument dérivé conclu de gré à gré aux termes duquel deux parties s'engagent à échanger des flux de trésorerie (ou paiements d'intérêt) à une date déterminée, sans échange de principal. Le CDOR est le taux d'intérêt de référence qui sert à calculer la branche variable du swap de taux d'intérêt au Canada. Ces contrats étaient autrefois négociés bilatéralement, et les swaps étaient exposés au risque de contrepartie. Depuis peu, la plupart des swaps sont compensés centralement, des sûretés étant échangées chaque jour en fonction des mouvements du marché, ce qui réduit le risque de contrepartie.

Dans un swap de taux d'intérêt en dollars canadiens classique, le paiement à taux fixe est échangé contre un paiement à taux variable, à savoir le CDOR à trois mois établi à 10 h 15 (HE) le jour où le taux variable est renouvelé. Les swaps servent à diverses fins, notamment la gestion des expositions au

⁴⁸ De plus amples renseignements concernant les options sur BAX de trois mois sont présentés dans le site Web de la Bourse de Montréal.

risque de taux d'intérêt et la spéculation. Parce qu'il s'agit d'un marché mondial de gré à gré, il est possible d'estimer la taille du marché à l'aide de données d'enquête, comme les statistiques semestrielles sur les dérivés négociés de gré à gré de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Au 2 novembre 2017, l'encours des swaps de taux d'intérêt en dollars canadiens était évalué à 12 200 milliards de dollars canadiens, selon les données de la BRI⁴⁹.

L'accord de taux futur est un contrat de taux d'intérêt négocié de gré à gré utilisé principalement à des fins de couverture contre les variations des taux d'intérêt à court terme. L'accord de taux futur représente un contrat par lequel deux parties s'entendent pour échanger un paiement à taux fixe contre un paiement à taux variable, le différentiel d'intérêt étant payé au moment du règlement. À l'instar d'autres produits négociés de gré à gré, l'accord de taux futur ne suppose aucun échange de fonds au départ. Le taux de référence pour la branche variable de l'accord de taux futur est généralement le CDOR à trois mois. Au 2 novembre 2017, l'encours des accords de taux futur en dollars canadiens s'élevait à 17 milliards de dollars canadiens, selon les données de la BRI⁵⁰.

Le marché de base du Canadian Dollar Offered Rate

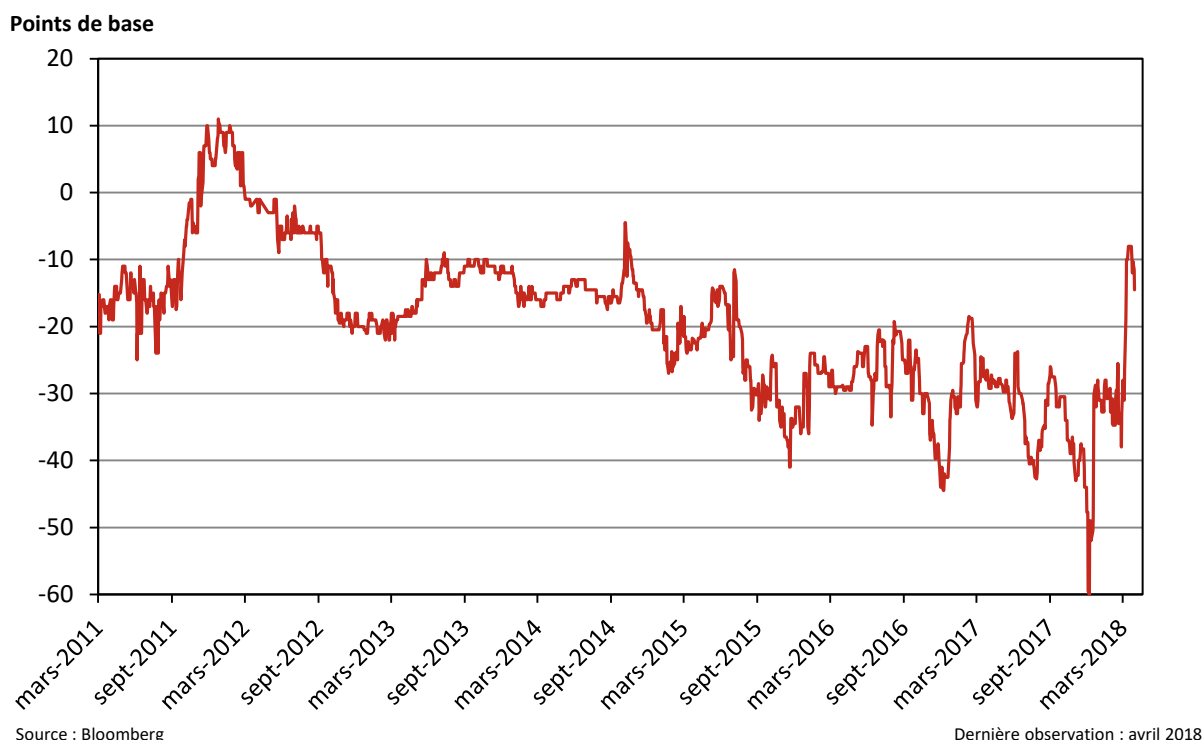
Les swaps de base peuvent servir à prendre des vues directionnelles sur le CDOR entre les échéances, ou à transformer les paiements en d'autres monnaies. Ces swaps permettent l'échange de paiements d'intérêt établis d'après deux taux d'intérêt différents, parfois en monnaies différentes (c.-à-d. swap variable-variable). Les bases du CDOR utilisées le plus fréquemment au Canada sont la base CDOR-LIBOR pour le swap de devises faisant intervenir le dollar canadien, la base entre différentes échéances du CDOR et l'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour. Le marché de base permet aux participants de couvrir le risque de base (le risque que le contrat à terme n'évolue pas parallèlement à l'actif sous-jacent) ou de prendre une position directionnelle.

Les participants au marché surveillent l'écart de base CDOR-LIBOR pour suivre les expositions sur le marché des changes. Dans un swap de devises de base, les deux parties échangent au départ un principal notionnel libellé dans deux monnaies différentes et, pendant la durée du swap, échangent les paiements d'intérêt au taux variable lié à chacune des monnaies échangées. Par exemple, dans un swap de devises de base où le principal en dollars canadiens est échangé contre un principal en dollars américains (swap de base en dollars canadiens), les paiements à taux d'intérêt variable échangés sont établis d'après le CDOR à trois mois et le LIBOR à trois mois. Bon nombre d'investisseurs ou d'émetteurs qui ont des expositions des deux côtés de la frontière ont recours à cette base pour obtenir des fonds et se couvrir contre les risques éventuels. Depuis la crise financière, le taux de ce swap est généralement négatif, ce qui traduit une demande excessive de dollars américains (**graphique 11**). Par exemple, si le swap de base en dollars canadiens à trois mois est coté à -35 points de base, l'emprunteur de fonds en dollars canadiens paiera le taux CDOR moins 35 points de base pour recevoir en échange des dollars américains au taux LIBOR non majoré sur son prêt en dollars américains. La base peut changer pour des raisons techniques ou en fonction de la dynamique de l'offre et de la demande.

⁴⁹ Pour des statistiques sur les swaps de taux d'intérêt et les obligations à taux variable, voir [les statistiques semestrielles sur les dérivés négociés de gré à gré de la BRI](#) (en anglais seulement), tableau 7.

⁵⁰ *Ibid.*

Graphique 11 : Swaps de devises de base où intervient le dollar canadien, à trois mois



En outre, les participants au marché peuvent négocier la base CDOR. Le swap de base CDOR-CDOR est un autre type de transaction variable-variable, mais les branches variables sont calculées d'après le CDOR à différentes échéances. Contrairement aux swaps de devises où intervient le dollar canadien, aucun principal notionnel n'est échangé. La base la plus souvent négociée est la base CDOR à un mois-CDOR à trois mois, où les deux parties échangent des paiements variables établis d'après le CDOR à un mois et le CDOR à trois mois. La transaction peut être effectuée pour un point donné dans le temps ou pour un terme donné, les échéances cotées par les courtiers allant généralement jusqu'à 30 ans. La base CDOR à un mois-CDOR à trois mois sert couramment à couvrir le risque de taux d'intérêt en transformant l'exposition du financement ou de l'investissement (p. ex., le financement peut être obtenu au moyen du CDOR à trois mois, tandis que les actifs peuvent être liés au CDOR à un mois, ce qui crée une source de risque additionnelle). Certains participants considèrent aussi que l'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour est une base (voir les pages 27-29).

Le rôle du CDOR dans la détermination de la valeur des obligations à taux variable

Les obligations à taux variable sont des obligations assorties d'un coupon variable dont le taux est fondé sur un indice de référence. Au Canada, le CDOR à trois mois constitue généralement le taux de référence qui sert à calculer le coupon variable. Les taux du CDOR à un mois et à six mois sont également utilisés, mais moins souvent.

Le taux d'intérêt est habituellement renouvelé tous les trimestres, mais les paiements sont versés deux fois par année. Comme le coupon est variable, les obligations à taux variable protègent l'investisseur en cas de hausse des taux d'intérêt. Au Canada, les obligations à taux variable sont normalement émises

par les institutions financières, les sociétés et les organisations gouvernementales et quasi gouvernementales. En décembre 2017, le CDOR servait à déterminer les paiements d'intérêt sur des obligations à taux variable d'une valeur d'environ 170 milliards de dollars canadiens.

Conclusion

Lancées sur le marché canadien au début des années 1960, les AB jouent un rôle de plus en plus crucial pour les sociétés canadiennes dont les activités sous-tendent l'économie réelle. La croissance du marché des AB a commencé à s'accélérer dans les années 1980, et la taille de ce dernier a augmenté de près de 70 % depuis la crise financière. Les AB représentent aussi le plus important segment des instruments du marché monétaire émis par des entités non gouvernementales et constituent le deuxième segment en importance du marché monétaire canadien dans son ensemble : en 2017, leur part s'établissait en moyenne à un peu plus de 25 % du marché monétaire intérieur total.

Par ailleurs, le marché des AB est intrinsèquement lié au CDOR, le taux auquel les banques accepteraient, aux termes d'un contrat, de prêter des fonds aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB. On croit souvent à tort que le CDOR est directement comparable au LIBOR, mais tel n'est pas le cas. Le CDOR est un taux engagé régissant les *prêts*, alors que le LIBOR est un taux régissant les *emprunts*. Le CDOR fait partie intégrante du paysage financier canadien, car il sert de taux de référence pour les swaps de taux d'intérêt négociés de gré à gré, la plupart des produits à taux variable et les contrats à terme BAX. Le marché canadien des AB et le CDOR occupent tous deux une place de choix dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire à la sphère réelle de l'économie, et c'est pourquoi la Banque continuera de surveiller et d'évaluer leurs caractéristiques de marché.

Ouvrages et articles cités

Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) (1998). *Rapport ACCOVAM*, été. Internet : http://www.ocrcvm.ca/Documents/1998/3DDD16CF-2633-4A4E-AA19-9309A0CB3467_fr.pdf.

Australian Financial Markets Association (AFMA) (2016). *A Guide to the Bank Bill Swap (BBSW) Benchmark Rate*, septembre.

Boge, M., et I. Wilson (2011). « The Domestic Market for Short-term Debt Securities », *Reserve Bank of Australia Bulletin* (trimestre de septembre), p. 39-48.

Bourse de Montréal (2009). *BAX^{MC} Contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois*. Internet : https://www.m-x.ca/fr_publications_fr/bax_fr.pdf.

———. *Options sur contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois* (consulté le 11 juin 2018). Internet : https://www.m-x.ca/produits_taux_int_obx_fr.php.

Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) (2014). *Surveillance du processus de réponse aux sondages CDOR*, 13 janvier.

Harvey, N. (1996). « Le marché des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 19-36.

Lane, T. (2014). *Les indices financiers de référence : une question de confiance*, discours prononcé à la faculté de droit Osgoode Hall et à l'École de commerce Schulich, Toronto, 24 mars.

Merrett, D. (1981). « L'évolution des acceptations bancaires au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, octobre.

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (2013). *Principles for Financial Benchmarks, Final Report*.

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) (2013). *Examen par l'OCRCVM des pratiques de surveillance du taux CDOR*, avis de l'OCRCVM, 10 janvier.

——— (2014). *L'OCRCVM publie un nouveau code de conduite mis au point par le secteur concernant la participation aux sondages CDOR*, communiqué de l'OCRCVM, 2 juin.

Thomson Reuters (2018a). *Methodology: Canadian Dollar Offered Rate (CDOR)*, 8 janvier.

——— (2018b). *Canadian Dollar Offered Rate (CDOR) Administrator Code of Conduct et Canadian Dollar Offered Rate (CDOR) Submitter Code of Conduct*, janvier.

Thorn, T., et H. Vikstedt (2014). « La réforme des indices financiers de référence : une perspective internationale », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 53-60.

Truno, M., A. Stolyarov, D. Auger et M. Assaf (2017). « Le financement de gros des six grandes banques canadiennes », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 50-66.

Wheatley, M. (2012). *The Wheatley Review of LIBOR: Final Report*, septembre.

Zorn, L., et C. Wilkins (2009). « Mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-24.