



Discours prononcé par Lynn Patterson
Sous-gouverneure à la Banque du Canada
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières et
Institute of International Finance
Toronto (Ontario)
18 juin 2018

Vers une mise à niveau des taux de référence

Introduction

Bonjour et merci de m'avoir invitée à prendre la parole devant vous.

Aujourd'hui, mes propos porteront sur les taux d'intérêt de référence et les travaux qui ont été entrepris au Canada et à l'échelle mondiale afin de les renforcer.

Mais avant d'entrer dans le vif du sujet, reportons-nous aux années 1980. Outre les énormes épauettes de mes vestes, cette décennie a vu émerger plusieurs innovations importantes. Windows, le système d'exploitation pour micro-ordinateurs encore très utilisé de nos jours, était l'une d'elles. En effet, Microsoft a lancé Windows 1.0 en 1985, et la plupart d'entre nous utilisent Windows 10 aujourd'hui. Chaque nouvelle version du système en a amélioré les fonctionnalités et la fiabilité.

Le taux de référence le plus couramment utilisé, à savoir le taux interbancaire offert à Londres (LIBOR), a vu le jour en 1986, un an après que Microsoft eut lancé Windows. Il n'a connu qu'un seul changement notable en plus de 30 ans et n'a certainement pas été conçu pour soutenir un [marché se chiffrant maintenant à 350 000 milliards de dollars américains](#). Aujourd'hui, [on peut difficilement imaginer des marchés financiers modernes](#) qui se passeraient de produits dérivés basés sur des indices de référence¹. Cependant, tout comme

¹ Conçus initialement pour faciliter les prêts interbancaires transfrontières, le LIBOR et les autres taux de référence servent d'indicateurs des taux d'intérêt en vigueur, à partir desquels on peut établir des contrats standardisés. Ainsi, un particulier ou une entreprise peut emprunter une somme aujourd'hui et verser au prêteur – pendant la durée du prêt – des intérêts calculés à partir des taux du marché, [représentés par un indice financier de référence](#).

Je tiens à remercier Paul Chilcott, Harri Vikstedt, Scott Kinnear et Sheryl King de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Windows 1.0 ne se prête pas à l'utilisation des nouvelles applications introduites au cours des 30 dernières années, nombre de taux de référence ne sont plus appropriés pour la vaste gamme de marchés dérivés qu'ils soutiennent. De surcroît, les scandales liés à la [manipulation de certains indices de référence par des personnes et des institutions sans scrupule](#) ont suscité une méfiance qui en compromet l'utilisation future.

Comme on pouvait s'y attendre, les problèmes soulevés à cette occasion ont miné la confiance dans la fiabilité et la robustesse des taux de référence. En réaction, les autorités internationales se sont mobilisées et travaillent à la résolution de ces problèmes, en étroite collaboration avec le secteur privé.

Vous êtes sans doute nombreux dans cette salle à être au fait de la réforme des taux de référence, et vous comprenez le rôle important que ces derniers jouent dans le fonctionnement des marchés.

Mais, au-delà, à l'instar de Windows, les taux de référence entrent aussi dans notre vie quotidienne, d'une manière ou d'une autre. Leur fonctionnement et leur évolution potentielle revêtent une importance capitale non seulement pour le milieu financier, mais aussi pour la plupart des Canadiens dont le patrimoine financier est lié à des taux de référence. Par exemple, les fonds négociés en bourse et les fonds communs de placement pourraient investir dans des produits recourant aux taux de référence. Quant aux coûts hypothécaires, ils sont basés sur les coûts de financement des banques, dont le prix de certains éléments est fixé en fonction de contrats sur produits dérivés, donc, en définitive, en fonction de taux de référence.

C'est pourquoi il est essentiel de réformer cet élément fondamental de l'infrastructure financière, tant pour le secteur financier que pour l'économie en général. En fait, sa mise à niveau n'a que trop tardé.

Aujourd'hui, j'aimerais passer en revue les travaux engagés pour valider, améliorer ou transformer différents taux de référence couramment utilisés, voire en créer de nouveaux. Je commencerai par aborder les efforts internationaux, puis m'attarderai sur ce qui se passe aux États-Unis et au Canada.

État de la situation

Outre la responsabilité qui lui incombe d'établir la politique monétaire pour atteindre la cible d'inflation, la Banque du Canada a notamment pour mandat de promouvoir la stabilité et l'efficacité du système financier.

Les taux de référence contribuent au bon fonctionnement des marchés et à la stabilité du système. Il importe donc qu'ils soient appropriés.

La Banque du Canada joue un rôle dans la mise à niveau de ces taux par sa participation active au Conseil de stabilité financière (CSF), qui dirige [les efforts déployés à l'échelle mondiale pour réformer les principaux indices de référence](#)

et veille à leur coordination. Les banques centrales inspirent confiance aux acteurs du marché et surveillent de très près les risques qui pèsent sur la stabilité financière, d'où l'importance de notre participation à cet effort collectif.

Pour être efficace, un taux de référence doit être robuste, fiable et résistant aux tensions de tous ordres survenant sur les marchés. Il doit aussi être transparent et conforme aux principes énoncés par le [Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs \(OICV\)](#).

Ces principes portent sur la gouvernance et la qualité des indices de référence ainsi que les mécanismes redditionnels connexes. Ils recommandent que les données utilisées pour établir des indices de référence soient fondées sur des prix, des taux, des indices ou des valeurs qui sont déterminés par les forces de l'offre et de la demande et qu'elles soient arrimées à des transactions observables.

Les principes énoncés par l'OICV et les recommandations du CSF à l'égard de la réforme des principaux taux d'intérêt de référence – dont le LIBOR – ont guidé les principales améliorations apportées depuis 2014.

Le CSF appelle aussi ses pays membres à élaborer de nouveaux indices de référence fondés sur des taux sans risque (ou à risque quasi nul) à court terme observables ou, lorsque ces indices existent déjà, à en promouvoir un usage accru. De tels indices de référence seraient mieux adaptés aux besoins de nombreuses opérations sur dérivés.

Les acteurs du marché, les banques centrales et d'autres autorités de réglementation collaborent activement à cette double démarche qui consiste à renforcer les taux d'intérêt de référence et à en élaborer de nouveaux.

Un taux sans risque permettrait d'atteindre deux objectifs. Premièrement, il réduirait la dépendance à l'égard d'un taux de référence donné. Deuxièmement, il permettrait aux contreparties de choisir des taux de référence qui pourraient mieux correspondre au profil de risque recherché : elles pourraient ainsi mieux répondre aux besoins de certains marchés de produits dérivés.

Par exemple, le LIBOR, qui représente le coût de financement des banques, varie selon un certain nombre de facteurs, tels qu'une hausse des taux sous-jacents ou une dégradation de la solvabilité des banques – comme cela a été le cas pendant la crise financière mondiale. Imaginons un émetteur souverain qui veut convertir une obligation à taux fixe en une dette à taux variable. Puisque la solvabilité d'un tel émetteur ne fluctue pas avec celle du secteur bancaire, il serait plus approprié d'utiliser un taux à court terme qui est insensible à l'influence de la solvabilité des banques.

Parmi les solutions de rechange proposées figurent de nouveaux taux et des taux existants qui ont fait l'objet d'améliorations ou que l'on cherche à améliorer. Dans tous les cas, il s'agit de taux à un jour. À l'heure actuelle, de nombreux pays étudient aussi la pertinence d'élaborer des taux de référence sans risque à terme – mettons d'une échéance d'un ou de trois mois – qui serviraient sur le

marché des crédits hypothécaires, le marché au comptant et, éventuellement, le marché de certains produits dérivés. Cela pourrait faciliter la transition vers des taux de référence différents des taux interbancaires comme le LIBOR, dont les échéances d'au moins une semaine sont plus largement utilisées que les taux à un jour. Pour être adoptées, ces solutions de rechange devraient être conformes aux normes de l'OICV.

Les travaux ont commencé à s'accélérer l'été dernier. Andrew Bailey, directeur de la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni, organisme chargé de la supervision du LIBOR, a alors [annoncé](#) son abandon vers la fin de 2021. À compter de 2022, la FCA cessera d'inciter ou d'obliger les banques à soumettre des estimations pour établir les taux LIBOR. Les marchés doivent donc être prêts à passer à d'autres indices de référence.

Cette annonce a pris par surprise tous ceux qui n'avaient pas suivi de près les évolutions concernant les taux de référence. Près d'un an plus tard, le marché semble toutefois mieux accepter ce qu'il y a à faire, et les travaux continuent d'avancer malgré leur complexité².

Progrès réalisés aux États-Unis

L'évolution récente aux États-Unis est importante, d'une part, parce que le LIBOR en dollars américains est l'un des taux de référence les plus utilisés et, de l'autre, parce que les investisseurs et les émetteurs canadiens y sont fortement exposés.

La taille du marché concerné est énorme : en 2016, les contrats notionnels dont le prix était fixé en fonction du LIBOR en dollars américains totalisaient près de [200 000 milliards](#) de dollars américains. La plus grande part, soit 95 % de ce total, était constituée de produits dérivés, principalement des swaps de taux d'intérêt. Des produits au comptant de toutes sortes – obligations à taux variable, prêts à la consommation, et autres – d'une valeur globale de 8 000 milliards de dollars américains étaient aussi basés sur le LIBOR en dollars américains.

Aux États-Unis, les travaux visant l'élaboration d'un taux de référence qui remplacerait le LIBOR sont dirigés par l'Alternative Reference Rate Committee (ARRC), comité composé de courtiers, de gestionnaires d'actifs, d'émetteurs, de bourses, d'autorités de réglementation et d'instances officielles. En avril, la Banque fédérale de réserve de New York a commencé à publier le SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*), qui, selon ses conclusions, constitue un taux de référence fiable pour les nouveaux produits dérivés libellés en dollars américains.

Le SOFR est un taux à un jour fondé sur le marché des pensions de bons du Trésor américain. Il couvre de multiples segments de ce marché, dont les opérations tripartites, les opérations entre courtiers et les opérations bilatérales

² Les chefs de file de la réforme du LIBOR se trouvent au Royaume-Uni, aux États-Unis, en Suisse, au Japon et dans la zone euro.

faisant l'objet d'une compensation centralisée. Compte tenu du volume quotidien des opérations, soit 800 milliards de dollars américains, le SOFR répond bien aux critères définis par l'OICV.

Pour que le SOFR soit largement adopté et utilisé comme taux de référence, il faut établir tout un écosystème de produits connexes afin de favoriser l'essor et la liquidité de ce marché. Des efforts ont été entrepris en ce sens : en mai, les intermédiaires spécialisés ont commencé à négocier des contrats à terme dont le sous-jacent est le SOFR, et tous les courtiers opérant sur le marché primaire se sont engagés à soutenir ce marché. Le volume des opérations a été modeste jusqu'à présent, mais il devrait s'accroître à mesure que les opérateurs moderniseront leurs systèmes. Au cours de l'été, on commencera à négocier des swaps indexés sur le taux à un jour s'appuyant sur le SOFR et, d'ici la fin de l'année, ces instruments pourront faire l'objet d'une compensation par des contreparties centrales. Bien entendu, l'adoption généralisée du SOFR passe par la participation des acteurs du côté acheteur : la mobilisation des gestionnaires d'actifs et des émetteurs est essentielle. L'étape suivante pourrait être l'établissement d'un taux à terme inspiré du SOFR, ce qui pourrait se faire par l'entremise du marché des contrats à terme.

De nombreux acteurs du secteur collaborent à ces travaux, qui ne se limitent pas à la sélection d'un nouveau taux de référence et au développement de marchés pour lesquels ce taux est le sous-jacent. Par exemple, un élément important du passage à de nouveaux indices réside dans les clauses définissant les solutions de rechange, que l'on intègre aux contrats financiers pour parer aux cas de non-viabilité du taux de référence utilisé. Les solutions de rechange – ou plans de secours – font partie intégrante de notre vie quotidienne : elles sont aussi diverses que les génératrices utilisées en cas de pannes d'électricité ou la location garantie d'un véhicule par le concessionnaire lorsque notre nouvelle voiture se fait réparer. Comme on n'est pas certain de l'existence du LIBOR à partir de 2022, il est logique d'inclure de telles clauses dans les contrats d'instruments financiers pour veiller à leur transition en douceur vers de nouveaux taux de référence. Ainsi, l'International Swaps and Derivatives Association s'emploie à rédiger des libellés types appropriés pour les contrats sur dérivés et l'ARRC, pour les produits au comptant.

Malgré les énormes progrès réalisés, il reste encore beaucoup à faire pour mener à bien la réforme. Comme le soulignait dans un [discours récent](#) William Dudley, président de la Banque fédérale de réserve de New York, vu le peu de temps qu'il reste pour mener à bien les travaux, il faut « prendre des mesures énergiques pour passer à un régime de taux de référence plus durable et plus résilient ».

Les taux de référence canadiens

Qu'en est-il des taux de référence au Canada?

En 2014, mon collègue Timothy Lane a prononcé un [discours](#) sur la réforme des indices de référence qui mettait en lumière les travaux menés en ce sens au

Canada, ainsi que les raisons pour lesquelles ces travaux évoluaient à un rythme différent de ceux des autres pays engagés dans la même démarche. Cela tient en partie aux différences entre notre principal taux de référence, le CDOR (« Canadian Dollar Offered Rate »), et le LIBOR.

Le CDOR est utilisé dans le cadre des contrats de produits dérivés, ainsi que des prêts et des obligations à taux variable. À la fin de 2017, il avait servi à l'établissement d'instruments financiers d'une valeur globale supérieure à 13 000 milliards de dollars.

Comme le LIBOR, le CDOR est calculé à partir des estimations formulées par un panel de banques – les répondants –, mais il existe des différences fondamentales entre les deux taux.

Rappelons d'abord que le LIBOR est un taux *d'emprunt*; il est en effet fondé sur les estimations du coût des emprunts non garantis consentis entre les banques. Or, le volume de ces opérations a diminué, ce qui signifie que le LIBOR dépend davantage de l'avis des spécialistes que des transactions réelles.

Par contre, le CDOR est un taux régissant les *prêts*; il a été mis au point par les banques elles-mêmes dans le but, à l'origine, de faciliter le calcul d'un taux de référence adapté au marché des acceptations bancaires.

Le CDOR est le taux auquel les répondants sont disposés à consentir des prêts demeurant sur leur bilan à des entreprises clientes disposant déjà de facilités de crédit par voie d'acceptations bancaires. Ces acceptations bancaires sont tirées quotidiennement, et leur volume ne cesse de croître.

Les acceptations bancaires ont été conçues en 1962 pour proposer aux entreprises une source différente de financement à court terme. Une acceptation bancaire est un ordre direct et inconditionnel d'une société cliente pour tirer des fonds sur sa propre ligne de crédit auprès d'une banque canadienne, montant qu'elle s'engage à rembourser entièrement à une échéance déterminée. Actuellement, les acceptations bancaires représentent le gros des instruments du marché monétaire émis par des entités non gouvernementales, avec environ 25 % des parts de marché. En 2017, leur encours moyen avoisinait 76 milliards de dollars.

Le [document](#) que nous avons publié aujourd'hui dans notre site Web présente l'évolution du marché des acceptations bancaires.

Depuis 2014, conformément aux principes de l'OICV, le CDOR a été renforcé de plusieurs façons. Tout d'abord, Thomson Reuters a été nommé pour l'administrer : il lui revient de calculer le taux et de le diffuser. Thomson Reuters a aussi formé un comité de surveillance afin de revoir régulièrement la définition, la portée et la méthode de calcul du CDOR. Enfin, le Bureau du surintendant des institutions financières est maintenant chargé de surveiller les mécanismes de gouvernance et de contrôle des risques inhérents au processus par lequel les banques répondent au sondage CDOR.

Le CDOR n'a certes pas les mêmes vulnérabilités que le LIBOR, mais on l'utilise sur les marchés des produits dérivés où la valeur notionnelle des contrats s'exprime comme un multiple du volume des acceptations bancaires sous-jacentes et où un taux sans risque pourrait mieux satisfaire les besoins de bien des usagers.

Heureusement, nous avons un point de départ pour l'élaboration d'un taux à terme sans risque puisque nous disposons déjà d'un taux à un jour sans risque. Il s'agit du taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average), soit le taux des opérations de pension à un jour, qui existe depuis 1997. Il permet de mesurer le coût moyen des fonds à un jour garantis, et représente un taux de référence important pour les [swaps indexés sur le taux à un jour](#). Ces derniers sont des contrats auxquels peuvent recourir les investisseurs souhaitant, par exemple, couvrir le risque de taux d'intérêt lié aux décisions de la Banque du Canada au sujet du taux directeur.

Le taux CORRA repose sur des transactions réelles et on le calcule au vu des opérations réalisées par l'entremise de courtiers intermédiaires. Tout comme le CDOR, ce taux est maintenant administré par Thomson Reuters.

Au Canada, le point de départ est donc différent, et de nouvelles améliorations ont été apportées pour se conformer aux principes de l'OICV.

Un taux de référence complémentaire pour le marché canadien

Le contexte canadien justifie-t-il qu'on en fasse davantage? C'est une question à laquelle il n'est pas encore possible de répondre, mais le [Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien](#) (TARCOM)³ a été mis sur pied récemment pour se pencher sur cet enjeu.

Nous savons qu'un taux sans risque est mieux adapté pour la plupart des expositions liées aux produits dérivés. Rappelez-vous l'exemple que je vous ai donné au début de l'émetteur souverain souhaitant protéger son passif en convertissant une obligation à taux fixe en une dette à taux variable. Si les contrats libellés en devises ont de plus en plus tendance à utiliser comme taux de référence des taux à terme sans risque, les participants au marché pourraient vouloir la même chose pour les contrats en dollars canadiens.

Coprésidé par la Banque du Canada et un participant du secteur privé, le Groupe de travail sur le TARCOM doit se pencher sur les améliorations qui pourraient être apportées au taux CORRA. Il lui incombe notamment de déterminer si celui-ci devrait être calculé à partir d'un éventail plus large de transactions, au lieu des seules opérations réalisées entre courtiers intermédiaires. Les transactions prises en compte pourraient éventuellement inclure celles entre clients et

³ Cette initiative découle du travail mené par le [Forum canadien des titres à revenu fixe](#), un groupe sectoriel mis sur pied par la Banque en 2015.

courtiers. Le Groupe de travail devrait préconiser un certain nombre d'améliorations d'ici la fin de l'année.

Dès le départ, nous voulions que le Groupe de travail sur le TARCOT soit diversifié, et qu'il soit constitué de grands spécialistes actifs sur le marché. Il se compose maintenant de 21 membres, dont certains travaillent dans des banques, des fonds de pension ou des sociétés de placement. Étant donné l'importance des services auxiliaires et des marchés boursiers sur lesquels certaines opérations sont compensées, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés, la London Clearing House⁴ et la Bourse de Montréal ont obtenu le titre d'observateurs. Nous estimons que cette diversité des membres donne un aperçu complet du marché. Le Groupe de travail se réunit actuellement une fois par mois.

Nous avons aussi besoin de recueillir les points de vue d'un vaste éventail de parties prenantes, dont divers organismes de réglementation du pays. Nous organiserons probablement des tables rondes spécialisées et d'autres sous-groupes pour solliciter un avis plus large. Nous nous pencherons sur de multiples questions, allant du type de produits recourant aux taux d'intérêt de référence jusqu'à la formulation des clauses visant les solutions de rechange applicables aux marchés canadiens au comptant qui s'appuient sur le CDOR. Cet examen nous permettra de mieux apprécier l'incidence des changements envisagés sur les différentes parties prenantes. Les attentes à l'égard du Groupe de travail pour le reste de l'année ainsi qu'en 2019 sont élevées, puisqu'il devra évaluer les options les plus appropriées pour le Canada tout en se tenant au fait des évolutions sur la scène internationale. Ses conclusions seront communiquées le plus largement possible.

Si un nouveau taux à terme sans risque était élaboré, il serait fondamental que les marchés l'adoptent. Et pour cela, il faut que les fonds de pension, les gestionnaires d'actifs, les banques et les fournisseurs d'infrastructure l'utilisent. Tout comme les nouvelles fonctionnalités qui agrémentent chaque mise à niveau de Windows appellent le développement de nouveaux programmes informatiques, un nouvel indice de référence sera d'autant plus utilisé qu'il s'accompagnera du développement de produits auxiliaires, tels que les contrats à terme.

Les défis à venir

Permettez-moi maintenant de vous parler des défis à venir, dont certains sont liés aux interconnexions des marchés à l'échelle mondiale.

À l'image du commerce transfrontalier, qui tient un rôle important dans notre économie, le volume des flux de transactions transfrontières est considérable, et ces flux sont essentiels pour notre système financier. Nous devons donc

⁴ La London Clearing House (LCH) exploite le service SwapClear, contrepartie centrale la plus utilisée dans le monde pour la compensation des swaps de taux d'intérêt négociés de gré à gré, qui comprennent de nombreux contrats libellés en dollars canadiens.

travailler en coordination avec les autorités d'autres pays. De nombreux produits multidevises reposent sur des indices comme le LIBOR et le CDOR. De combien de temps les marchés de ces produits auront-ils besoin pour s'adapter à de nouveaux taux de référence, ou encore à des courbes de référence fondées sur ces derniers? Et si certains indices survivent tandis que d'autres disparaissent, y aura-t-il lieu d'adopter des approches communes pour régir l'utilisation des taux d'intérêt de référence sur les marchés des changes?

Par ailleurs, le passage à d'autres indices de référence pose des problèmes majeurs. En effet, si bien des contrats s'appuyant sur des indices de référence expirent assez rapidement, d'autres ont des échéances beaucoup plus éloignées. Pour ces derniers, il se pourrait que la transition soit bien plus compliquée, car la nature de leurs expositions pourrait changer.

Il y a ensuite les défis auxquels nous devons tous faire face au sein de nos organisations. Le passage à d'autres indices implique que nous adaptions nos systèmes de négociation et de gestion des risques ainsi que les services administratifs connexes. Et nous savons tous le temps que peut prendre un changement de systèmes. Cela signifie que nous devons nous atteler à la tâche assez rapidement, ou dès que nous serons fixés sur les taux de référence que nous serons appelés à utiliser. Une fois que nous commencerons à négocier des produits fondés sur ces taux, nous devons faire preuve de patience, car leur liquidité ne s'établira probablement qu'avec le temps.

Conclusion

Les travaux en cours sur les taux de référence sont complexes et requièrent une grande coordination entre les pays, les banques centrales et les participants aux marchés. La Banque du Canada leur consacre d'importantes ressources, de même que les participants aux marchés du secteur privé. La stabilité des marchés financiers représente une partie importante du mandat de la Banque, et les taux de référence jouent un rôle essentiel au bon fonctionnement des marchés.

L'objectif de mon discours était de faire en sorte que nous soyons tous au diapason en ce qui concerne les travaux entrepris au Canada et à l'échelle internationale. Le site Web de la Banque du Canada contient une [page](#) où vous pourrez suivre leur état d'avancement, à mesure que nous rendons compte des principales évolutions et des réunions du Groupe de travail. J'espère que ceux d'entre vous qui n'ont pas encore contribué à cette initiative siègeront à l'un de ses sous-groupes et donneront leur avis.

Je vous invite également à réfléchir à l'état de préparation de vos propres entreprises. L'échéance de 2021 pour le LIBOR n'est pas loin. Je suis bien consciente de réclamer encore davantage d'efforts de votre part, mais il importe que vous vous teniez au fait de ces évolutions et que vous vous prépariez sur le plan opérationnel.

La réforme des taux de référence est une initiative internationale aussi nécessaire que gigantesque. Il est primordial qu'elle soit menée à bien pour

préserver la confiance dans le système financier. Ces taux ne méritent sans doute pas des réformes aussi fréquentes que les mises à jour de Windows, mais nous avons manifestement besoin de nouvelles versions. La surveillance continue assurée à la fois par les organismes de réglementation, les banques centrales et les participants au marché fera en sorte que cette pierre angulaire de l'infrastructure de nos marchés financiers demeure robuste et résistante encore longtemps.