

16 novembre 2020

Le taux CDOR et le marché sous-jacent des acceptations bancaires : un tour d'horizon

Présentation devant le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (TARCOM)

HARRI VIKSTEDT (Banque du Canada)
KAETLYND MCRAE (Banque du Canada)

**Confidentiel – À l'usage du Groupe de travail sur
le TARCOM aux fins de discussion seulement**

Les opinions exprimées dans cet exposé sont celles de ses auteurs et ne représentent pas nécessairement les points de vue de la Banque du Canada.



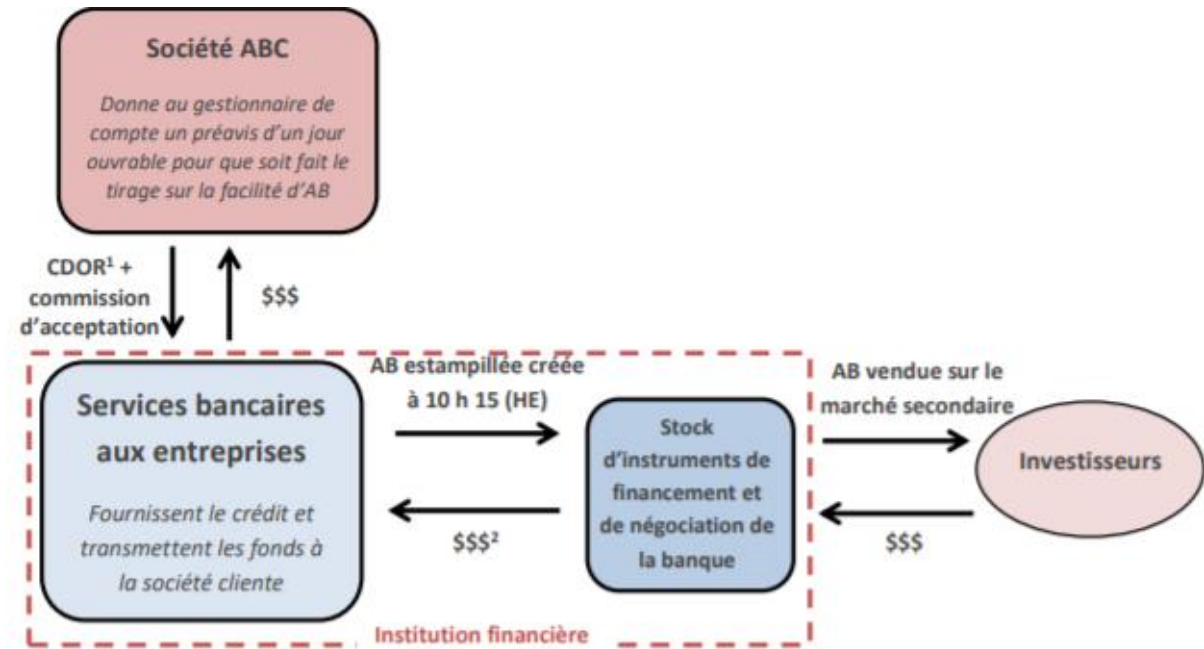
Mandat du Groupe de travail sur le TARCOTM : bref rappel des modifications récentes

- Le [19 octobre](#), l'analyse du taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) a été ajoutée au mandat du Groupe de travail sur le TARCOTM.
- La mission du **sous-groupe chargé de l'indice de référence fondé sur le risque de crédit** est d'analyser la situation actuelle du CDOR :
 - À la suite de changements réglementaires, les acceptations bancaires ont perdu en efficacité comme instrument de financement à court terme pour les banques.
 - Les réformes du CDOR engagées après la crise financière se sont concentrées sur le processus de participation des banques aux sondages et non sur l'efficacité du CDOR en que taux de référence sensible au crédit.
- Cette présentation offre **un tour d'horizon du CDOR et du marché sous-jacent des acceptations bancaires et donne un aperçu des travaux déjà menés ainsi que des prochaines étapes prévues pour le sous-groupe.**

Qu'est-ce qu'une acceptation bancaire (AB) et comment la mécanique de prêt fonctionne-t-elle?*

- L'AB est un **ordre direct et inconditionnel d'une société de tirer sur sa propre ligne de crédit** (dite « facilité de crédit par voie d'acceptations bancaires ») auprès d'une banque canadienne.
- **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.
- Les clients peuvent emprunter des fonds à une échéance **allant de 1 à 365 jours**, selon le terme précisé dans la convention de prêt.
- Le fonctionnement :
 - La société avise son gestionnaire de compte de sa décision de tirer des fonds sur sa facilité de crédit par voie d'AB.
 - Les fonds sont fournis à la société **en échange d'un paiement fondé sur le taux CDOR établi à 10 h 15 à la date du tirage, majoré de la commission d'acceptation.**
 - Après 10 h 15, le tirage est autorisé et, une fois estampillée, l'AB entre dans le portefeuille de négociation de la banque d'investissement ou du courtier.
 - La banque ou le courtier peuvent vendre l'AB sur le marché secondaire (du côté de l'offre du marché) ou la conserver au bilan. Ils peuvent aussi détenir des AB d'autres banques.

Figure 1 : 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).

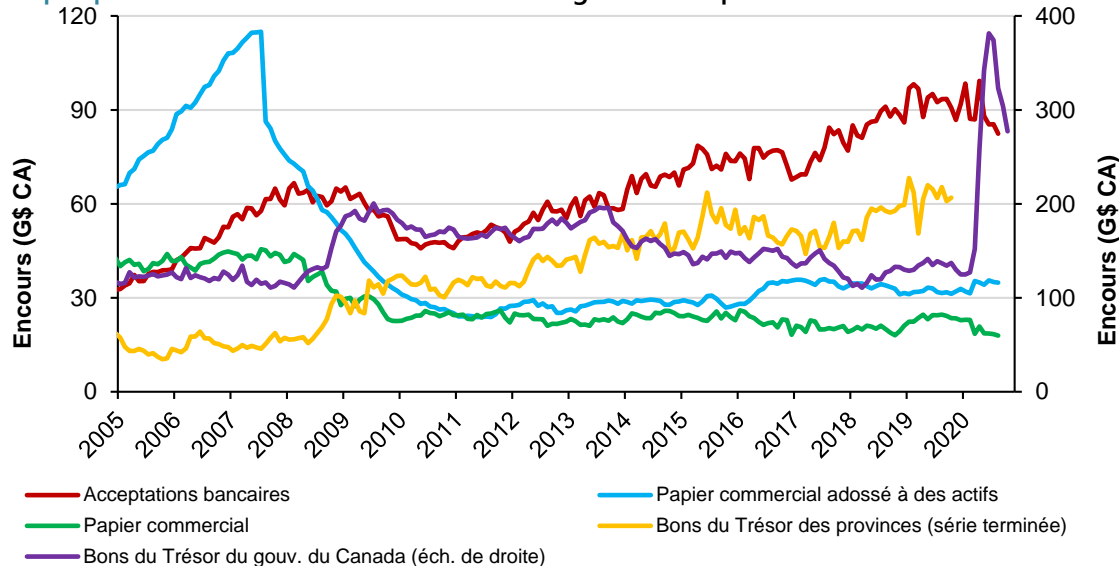
² Ce transfert se produit généralement au moment où le CDOR est fixé, à 10 h 15 (HE).

Les clients des facilités de crédit par voie d'AB sont surtout des petites et moyennes sociétés qui, autrement, n'auraient peut-être pas un accès direct au marché du financement primaire en raison de leur taille et de leur notation de crédit.

Le marché sous-jacent des AB reste dynamique...

- L'encours moyen des AB oscille autour de 90 milliards de \$ pour la période écoulée depuis le début de l'année, tandis que l'encours moyen annuel des AB a augmenté d'environ 20 % depuis 2015 (graphique 1).
- Le volume quotidien moyen d'AB échangées a augmenté depuis 2012 et a varié entre 7,5 et 9 milliards de \$ depuis 2015 (graphique 2).

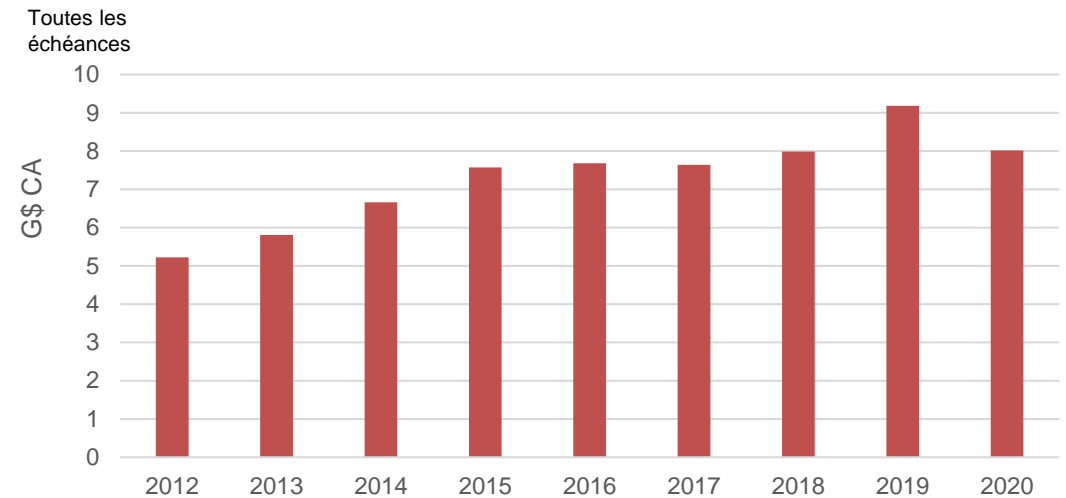
Graphique 1 : L'encours des AB n'a cessé d'augmenter depuis 2010



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

Dernière observation : octobre 2020

Graphique 2 : Le volume quotidien moyen d'AB échangées s'est accru depuis 2012



Source : CDS; le volume d'AB échangées depuis le début de 2020 comprend les achats de la Banque du Canada.

Dernière observation : octobre 2020

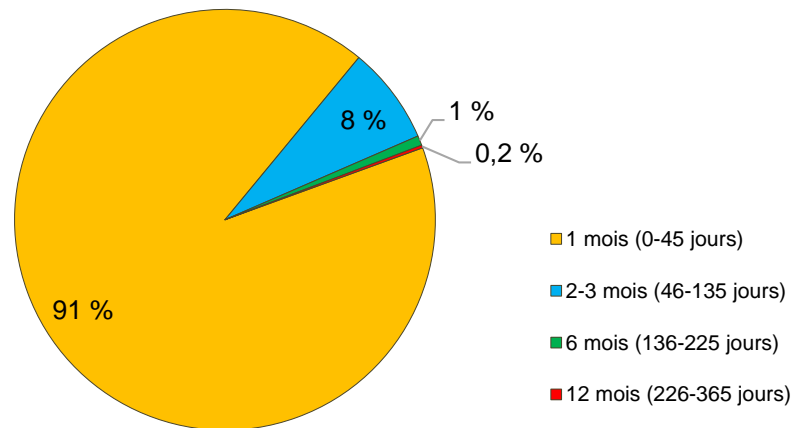
L'encours des AB et le volume quotidien moyen d'AB échangées sur le marché sont stables depuis plusieurs années.

...tandis que la majeure partie des échanges porte sur les AB à un mois

- L'échéance du prêt demandé par la société emprunteuse dépend de ses besoins en trésorerie, des anticipations à l'égard des taux d'intérêt et de la forme de la courbe du CDOR.
- En général, **les sociétés clientes empruntent pour un mois**, en raison de la nature à court terme de leurs besoins en trésorerie et de leur désir de réduire le plus possible le risque de réinvestissement.

Graphique 3 : Les AB à 3 mois ou moins constituent la majeure partie du volume quotidien moyen des échanges

Volume quotidien moyen d'AB échangées depuis 2015, ventilé par échéance, exprimé en pourcentage du volume quotidien total d'AB échangées



Source : CDS

Dernière observation : 3 novembre 2020

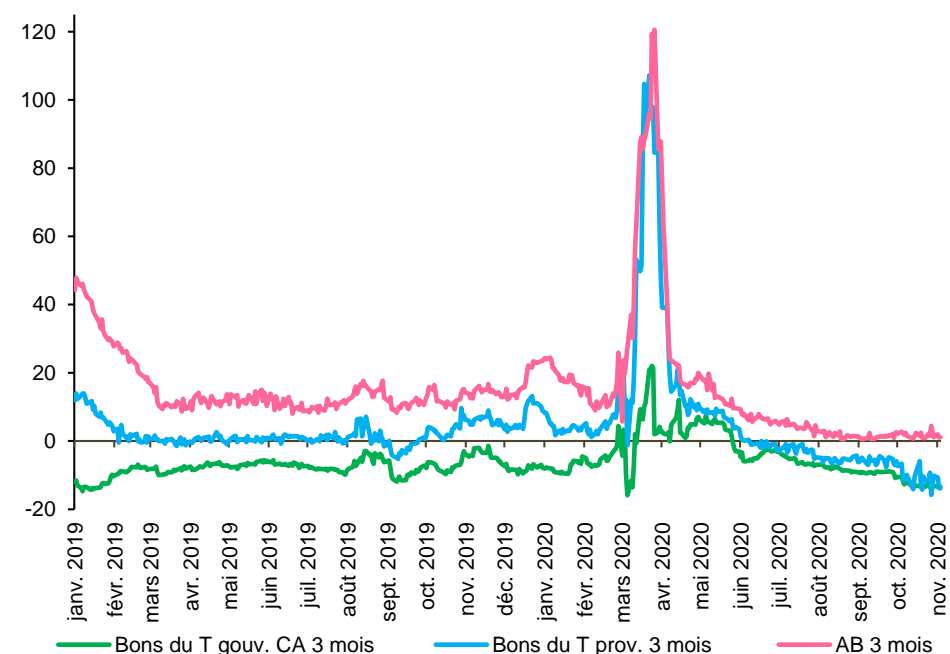
- Ainsi, **la majeure partie du volume des émissions (et, par conséquent, des AB estampillées) est à 1 mois**, et dans une moindre mesure, à 3 mois.
- **Depuis 2015, les AB à un mois représentent environ 90 % du volume quotidien moyen d'AB échangées**, et les AB à 3 mois ou moins, 99 % de ce volume (**graphique 3**).
- Les tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB sont le plus souvent effectués pour répondre à des 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**. La plupart des sociétés reconduisent leurs AB à l'échéance.

Qui sont les investisseurs en AB?

- Étant des instruments à court terme, les AB **sont généralement achetées et détenues 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 en 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.
- Les AB offrent un **gain net de rendement relativement attrayant sur le marché secondaire** par rapport aux bons du Trésor du gouv. du Canada et des provinces, tout en étant très liquides et bien notées.
- Par exemple, depuis 2019, le **gain net moyen tourne autour de 20 pb par rapport aux bons du Trésor émis par le gouv. du Canada** et de 10 pb par rapport à ceux émis par les provinces (**graphique 4**).
- Comme les AB reçoivent **la même notation de crédit à court terme que la banque émettrice**, la plupart obtiennent la notation R-1 (élevé) du Dominion Bond Rating Service.

Graphique 4 : Les AB procurent un gain net de rendement sur le marché secondaire par rapport à d'autres produits du marché monétaire

Écart par rapport au taux des swaps indexés sur le taux à un jour; taux des titres échangés sur le marché secondaire



Sources : Bloomberg, OCRCVM, CDS

Dernière observation : 4 novembre 2020

La nouvelle réglementation bancaire a eu une incidence sur les AB et la façon dont elles sont financées

- Dans le passé, les tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB étaient financés par la vente d'AB sur le marché secondaire. La **vente d'AB n'est cependant plus utilisée comme mode de financement des tirages**.
- **Des instruments de la réglementation bancaire**, comme le ratio de liquidité à court terme (LCR), les flux de trésorerie nets cumulatifs (NCCF) et le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR), **ont aussi rendu la détention d'AB plus exigeante en capital et en liquidité**.

Tableau 1 : Résumé des principaux instruments de la réglementation bancaire

| | Instrument réglementaire | Formule |
|--|---|---|
| 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. | $\frac{\text{Encours d'actifs liquides de haute qualité (HQLA)}}{\text{Total des sorties nettes de trésorerie sur les 30 jours civils suivants}} \geq 100 \%$ |
| 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. | $NCCF(\text{semaines}) = \sum (\text{Entrées} - \text{Sorties}), \text{flux cumulatifs}$ |
| NSFR – Ratio structurel de liquidité à long terme | Le NSFR 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. | $\frac{\text{Montant du financement stable disponible (ASF)}}{\text{Montant du financement stable exigé (RSF)}} \geq 100 \%$ |

Chacun des aspects de la structure des AB fait l'objet d'un traitement réglementaire particulier

- De manière générale, **les tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB nécessitent aujourd'hui de détenir un pourcentage plus élevé d'instruments de financement à long terme** pour satisfaire aux exigences du NSFR et du LCR, et la vente d'AB crée une sortie de trésorerie qui doit être financée lorsque l'AB arrive à échéance à l'intérieur de la période de 30 jours visée par le LCR.

Tableau 2 : Résumé du traitement réglementaire des AB

| | Facilité de crédit par voie d'AB* | AB (passif)** | AB (actif)*** |
|--|--|--|--|
| LCR – Ratio de liquidité à court terme | 50 % du montant est considéré comme une entrée de trésorerie à l'échéance contractuelle de la facilité | 100 % du montant arrivant à échéance à l'intérieur de la période de 30 jours visée par le LCR est considéré comme une sortie | 100 % du montant est considéré comme une entrée à l'échéance contractuelle |
| NCCF – Flux de trésorerie nets cumulatifs | 100 % du montant est considéré comme une entrée à la dernière échéance contractuelle de la facilité sous-jacente | 75 % du montant est considéré comme une sortie à l'échéance contractuelle (les 25 % restants sont considérés comme une reconduction) | 100 % du montant est considéré comme une entrée à l'échéance contractuelle |
| NSFR – Ratio structurel de liquidité à long terme | Coefficient RSF de 85 %; il est de 50 % si la facilité arrive à échéance dans moins d'une année | Coefficient ASF de 35 % pour les AB estampillées ayant une échéance résiduelle de moins 6 mois, peu importe la contrepartie détentrice de l'AB | Coefficient RSF de 50 % si l'échéance est à moins d'un an; il est de 85 % si l'échéance est dans un an ou plus |

* **Facilité de crédit par voie d'AB** : facilité de crédit en place par laquelle la société emprunteuse peut recevoir le financement prévu par voie d'AB. L'échéance de ce type de facilité engagée va généralement de 2 à 5 ans.

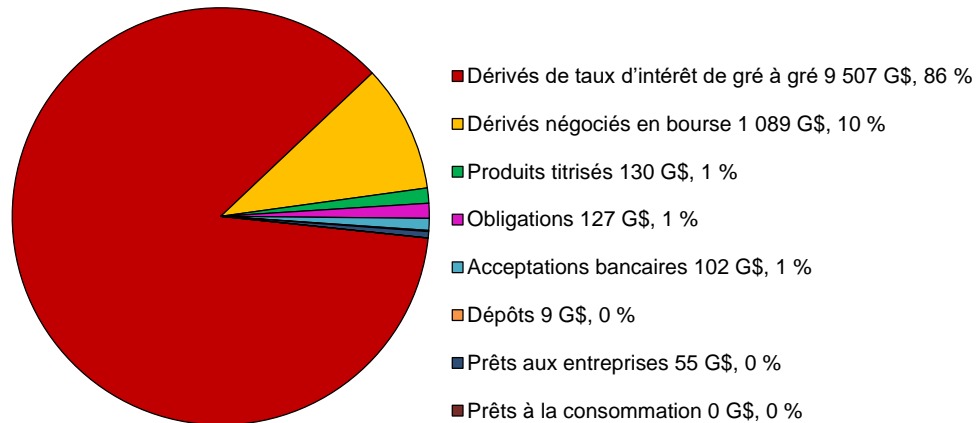
** **AB (passif)** : AB estampillée pouvant être vendue sur le marché secondaire; créée au moment où la société emprunteuse procède au tirage sur sa facilité de crédit par voie d'AB.

*** **AB (actif)** : L'AB inscrite au bilan de la banque.

Quel lien y a-t-il entre les AB et le CDOR?

- Le CDOR a été créé à l'origine en vue d'établir un taux de référence quotidien pour les emprunts sous forme d'AB.
- C'est un **taux engagé** auquel les banques sont disposées, aux termes d'un contrat, à consentir des prêts (inscrits à leur bilan) aux sociétés disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB à des échéances spécifiques.
- 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.

Graphique 5 : Encours des titres s'appuyant sur le CDOR



Sources : CVMQ, données d'enquête du Groupe de travail sur le TARCQ, SCHL, TMX, Bloomberg

Dernière observation : septembre 2018

- À l'heure actuelle, le CDOR sert aussi de **principal taux d'intérêt de référence pour établir le prix de divers instruments en dollars canadiens**, dont les swaps de taux d'intérêt (STI), les contrats à terme sur AB, les accords de taux futur et les obligations à taux variable (OTV).
- La plupart des produits financiers dont le taux est basé sur le CDOR (p. ex., les STI, les contrats BAX et la majorité des OTV) utilisent le CDOR à trois mois comme taux de référence.
- En janvier 2018, la valeur des instruments financiers basés sur le CDOR atteignait environ 11 000 milliards de dollars CA ([graphique 5](#)).

Comment le CDOR est-il calculé?

- Avant 10 h 15 (HE), les banques participantes indiquent à Refinitiv le **taux auquel elles sont disposées à consentir des prêts qui demeureront inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB** basées sur le CDOR à un, deux, trois, six et douze mois.
 - **Nota :** Le calcul et la publication du CDOR pour les échéances de 6 et 12 mois cesseront à compter du 17 mai 2021.
- La plus basse et la plus haute des valeurs rapportées sont écartées, et la moyenne des valeurs proposées restantes donne le taux de référence quotidien du CDOR.
- Le CDOR et les taux proposés sont publiés par Refinitiv à 10 h 15 (HE).
- **Les 6 banques participantes émettent plus de 90 % de l'encours des AB.**
 - Ce sont la BMO, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque Nationale du Canada, la TD, RBC et la CIBC.
- **Le CDOR est étroitement lié aux conditions de l'ensemble du marché monétaire** et peut être influencé par d'autres facteurs comme les coûts réglementaires, les conditions du marché du crédit, les pressions de financement saisonnières et la dynamique de l'offre et de la demande d'AB.

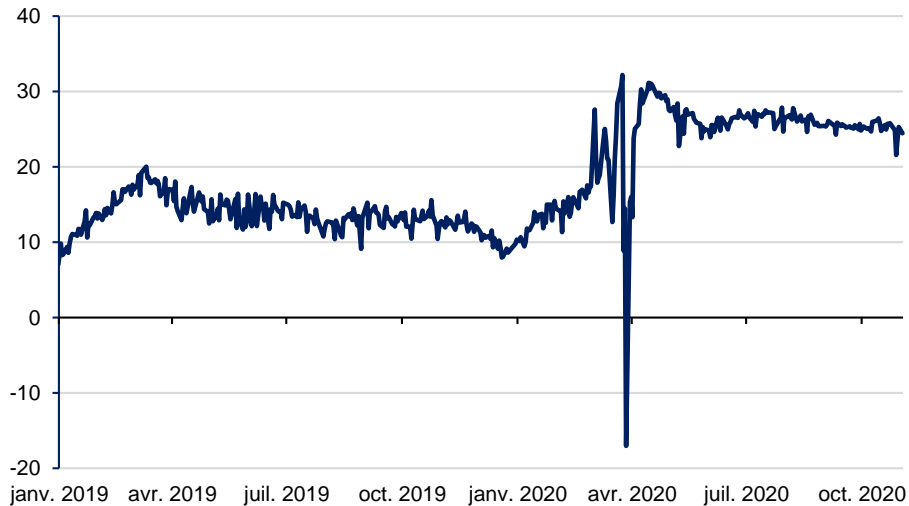
Que représente l'écart entre le CDOR et le taux des AB?

➤ **L'écart entre le CDOR et le taux des AB** est la différence entre :

1. Le **taux auquel les banques sont disposées à accorder des prêts demeurant inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB** à des échéances spécifiques (CDOR); et
2. le **taux auquel les courtiers offrent à la vente sur le marché secondaire les AB estampillées qu'ils ont en stock.**

➤ Ainsi, l'écart CDOR-AB représente essentiellement **la différence entre le taux acheteur proposé sur le marché primaire et le taux offert sur le marché secondaire des AB.**

Graphique 6 : L'écart CDOR-AB à 3 mois reste important depuis mars



Nota : La volatilité de l'écart à la fin de mars a été causée par la baisse du CDOR alors que les taux des AB à 3 mois restaient inchangés sur le marché secondaire (d'après la méthode de calcul de l'OCRCVM utilisée en cas de volume d'échanges insuffisant).

Sources : OCRCVM, Bloomberg

Dernière observation : 2 novembre 2020

➤ **L'écart CDOR-AB peut être volatil** et varie en fonction d'un certain nombre de facteurs :

- facteurs saisonniers et demande des clients (effets à court terme);
- exigences réglementaires et capacité des banques à stocker des titres en fin de mois et de trimestre (effets structurels).

➤ **Cet écart s'est élargi depuis la crise financière mondiale**, en raison surtout de la hausse des coûts réglementaires.

➤ En 2019, l'écart CDOR-AB à 1 mois et à 3 mois s'est situé en moyenne juste en deçà de 15 pb. Toutefois, depuis **mars, cet écart s'est encore creusé, atteignant près de 25 pb (graphique 6).**

Depuis la crise financière mondiale, les travaux de réforme du CDOR ont surtout porté sur le processus de participation au sondage...

- L'OCRCVM a lancé un **examen du CDOR en août 2012**,
 - ce qui a coïncidé avec la publication du rapport Wheatley sur le LIBOR, en septembre 2012.
- L'examen de l'OCRCVM portait avant tout **sur la gouvernance des pratiques de surveillance entourant le processus de participation au sondage CDOR**.
- Publié en [janvier 2013](#), le rapport a **conclu que les pratiques de surveillance des répondants au sondage CDOR étaient adéquates dans l'ensemble**.
- Le rapport comprenait néanmoins **des suggestions concernant 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.

Parmi les autres travaux de réforme du CDOR...

- 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 Canada.
 - Le code a par la suite été adopté par Thomson Reuters (Refinitiv) lorsque cette société est devenue l'administrateur du CDOR, à la fin de 2014.
- 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.**
 - [Le 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 CDOR.
 - Le BSIF a aussi publié la version définitive de sa ligne directrice (E-20) sur les réponses au sondage.
- **Le 31 décembre 2014, Thomson Reuters (Refinitiv) a été désigné administrateur chargé de la gestion du CDOR, conformément aux principes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.**
- À titre d'administrateur, Refinitiv est responsable du calcul, de la gestion, de la diffusion et de la commercialisation du taux.

Plus récemment, Refinitiv a mené une consultation sur les échéances du CDOR

- Afin d'assurer l'adéquation avec les principes établis et la conformité avec la réglementation en place et les mesures réglementaires prévues, **Refinitiv s'est penché sur la viabilité des échéances à 6 mois et à 12 mois du CDOR.**
- Le [4 septembre](#), Refinitiv a demandé aux parties prenantes du CDOR de se prononcer sur les conséquences éventuelles :
 1. de l'**abandon des échéances à 6 mois et à 12 mois du CDOR**;
 2. de la publication des contributions individuelles à la détermination du CDOR avec un décalage de 3 mois.
- Le constat de Refinitiv : **l'activité sur le marché des AB pour les échéances qui sous-tendent le CDOR à 6 mois et à 12 mois est très limitée** :
 - De novembre 2016 à novembre 2019, la valeur quotidienne moyenne des AB émises sur le marché primaire pour les échéances de 6 et 12 mois s'est établie à 0,3% et 0,1% respectivement de l'encours total des émissions d'AB.
 - La valeur des AB individuelles émises sur le marché primaire durant la même période a été de 0,4 % et de 0,1 % respectivement.
- À la suite des commentaires reçus, Refinitiv a fait l'annonce suivante le [12 novembre](#) :
 - **Le calcul et la publication du CDOR pour les échéances de 6 et 12 mois cesseront à compter du 17 mai 2021.** Le dernier jour de la publication de ces taux sera le vendredi 14 mai 2021. **Cette mesure n'a aucune incidence sur les échéances à 1, 2 et 3 mois.**
 - Aucune décision ne sera prise à ce stade-ci concernant l'introduction d'un éventuel report de la publication des contributions individuelles à l'établissement du CDOR. Refinitiv continuera de se pencher attentivement sur cette question.

Prochaines étapes et échéancier

- Création du sous-groupe chargé de l'indice de référence fondé sur le risque de crédit (choix des coprésidents et des membres)
- Définition de la mission de ce sous-groupe et élaboration de son plan de travail

Tableau 3 : Échéancier provisoire et principaux résultats attendus

| Échéance | Action |
|---------------|--|
| Décembre 2020 | <ul style="list-style-type: none">Finalisation du choix des coprésidents et des membres du sous-groupe chargé de l'indice de référence fondé sur le risque de crédit ainsi que de son mandat |
| Janvier 2021 | <ul style="list-style-type: none">Finalisation de l'élaboration du plan de travail du sous-groupe |
| Avril 2021 | <ul style="list-style-type: none">Présentation du rapport provisoire du sous-groupe et de ses recommandations au Groupe de travail sur le TARCOT |
| Mai 2021 | <ul style="list-style-type: none">Dépôt de la recommandation finale du Groupe de travail au Forum canadien des titres à revenu fixe pour examen et approbation |
| Été 2021 | <ul style="list-style-type: none">Publication par le Groupe de travail d'un livre blanc ou document de consultation sur les recommandations de la voie à suivre |

Des questions?