

25 octobre 2021

Examen et analyse du CDOR : dernières nouvelles du Groupe de travail sur le TARCOM

Présentation au Forum canadien des titres à
revenu fixe

Harri Vikstedt (Banque du Canada)

Karl Wildi (Banque Canadienne Impériale de Commerce)



Résumé

- Le CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) est actuellement le principal taux d'intérêt de référence au Canada. Il est le taux de référence de nombreux instruments (produits dérivés, obligations et prêts) du système financier canadien totalisant une exposition notionnelle de 20 000 milliards de dollars.
- Le CDOR est similaire au taux interbancaire offert à Londres (LIBOR) en ce sens qu'il s'agit d'un taux de référence « sensible au crédit », calculé à partir des estimations formulées par un panel de banques, notamment par l'exercice d'un jugement d'expert. Toutefois, il s'agit d'un taux régissant les prêts et non d'un taux d'emprunt ou de financement.
- Le CDOR est fondé sur le taux auquel les banques participant à sa fixation accordent des prêts demeurant inscrits à leur bilan à leur clientèle d'entreprises par voie d'acceptations bancaires (AB).
- Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (TARCOM) a analysé certains aspects de la structure du CDOR susceptibles de faire peser des risques sur sa solidité à l'avenir :
 - ▶ Viabilité : L'utilité des acceptations bancaires comme source de financement a diminué du fait que les banques ont adopté une approche plus raffinée en matière de gestion de la liquidité. De plus, les règles de liquidité de Bâle III ont encore réduit les besoins de financement à court terme des banques.
 - ▶ Transparence : le CDOR n'est pas lié directement aux opérations dans les marchés publics.
 - ▶ Proportionnalité : l'exposition au CDOR d'une valeur globale de 20 000 milliards de dollars repose sur des AB d'une valeur de 80-90 milliards de dollars vendues au marché.
 - ▶ Fragilité : six banques participent actuellement au panel, contre neuf en 2012.
- Considérations importantes :
 - ▶ Investisseurs sur le marché monétaire : les AB font partie intégrante du marché monétaire canadien (elles représentent actuellement 20 % des titres de ce marché).
 - ▶ Entreprises emprunteuses : les facilités de crédit par voie d'AB sont un programme de financement essentiel pour de nombreuses sociétés.
- Le CDOR était considéré comme un taux de référence essentiel dans le cadre de la réglementation sur les taux de référence des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) publiée récemment, ce qui a eu une incidence sur l'administrateur du CDOR et les banques membres du panel.
- D'autres autorités ont récemment réformé leurs taux de référence sensibles au crédit pour qu'ils soient davantage fondés sur les transactions selon des données objectives établies.

Contexte de l'examen du CDOR

La Banque du Canada a créé en mars 2018 le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien ([TARCOM](#)), sous l'égide du [Forum canadien des titres à revenu fixe](#).

- Le Groupe de travail sur le TARCOM est composé de 18 institutions, en plus de la Banque du Canada, des secteurs public et privé, avec une représentation égale des côtés acheteur et vendeur.
 - ▶ Le Groupe de travail collabore aussi avec d'autres parties prenantes comme l'Association des banquiers canadiens (ABC), le groupe d'audit interne des banques centrales, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM), l'Association canadienne des trésoriers, l'International Swap and Derivatives Association (ISDA), des autorités réglementaires canadiennes et d'autres groupes de travail nationaux sur les taux de référence.

- En septembre 2020, le Forum canadien des titres à revenu fixe a revu le [mandat](#) du Groupe de travail pour y ajouter deux grands objectifs :
 1. **Transition vers les taux sans risque (TSR)** : accompagner l'adoption du taux CORRA et le passage vers ce taux pour qu'il devienne le principal indice financier de référence pour les dérivés et les titres canadiens.
 2. **Indices de référence fondés sur le risque de crédit** : analyser la situation actuelle du CDOR et son efficacité comme taux de référence, puis, à partir des résultats de cette analyse, formuler des recommandations en vue de garantir la robustesse, la pertinence et l'efficacité du régime canadien de taux de référence pour les années à venir (examen du CDOR).

- Pour l'examen du CDOR, le sous-groupe chargé du taux de référence sensible au crédit a défini trois chantiers pour analyser et examiner :
 1. Le volume et la portée du CDOR
 2. Le processus de participation au sondage CDOR
 3. L'efficacité du marché des AB

Le CDOR en bref

Le CDOR est le taux de référence sensible au crédit du Canada

- Le CDOR est souvent appelé le taux interbancaire offert (TIO) au Canada, mais il est très différent des autres TIO qui reflètent certains coûts directement mesurables du financement des banques à court terme.
 - ▶ Le CDOR, quant à lui, mesure le taux auquel les banques canadiennes sont disposées à accorder des prêts demeurant inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB.
 - ▶ Le CDOR est un taux convenu pour les prêts bancaires, créé à l'origine pour établir un taux de référence quotidien pour les emprunts sous forme d'AB (il s'étend désormais à d'autres types de prêts à taux variable).
 - ▶ 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 générique pour chaque durée respective.
- **Le CDOR est un taux fondé sur un sondage volontaire** (et non un taux de référence fondé sur des transactions), qui reflète le risque de terme et le risque de crédit.
 - ▶ Le nombre de banques participant au sondage CDOR est passé de 9 à 6 depuis 2012 (le dernier désistement remonte à janvier 2018).
 - ▶ Les 6 banques participantes émettent plus de 90 % de l'encours des AB au Canada.
- Le [15 septembre](#), la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) ont désigné le CDOR comme principal taux d'intérêt de référence au pays, ce qui l'assujettit au [régime réglementaire](#) applicable aux indices de référence financiers de ces deux autorités.

Le CDOR a été créé à l'origine pour servir de taux de référence pour l'octroi de prêts fondés sur des AB.

Comment le CDOR est-il calculé?

Le CDOR correspond à la moyenne des contributions des six grandes banques canadiennes, en excluant la plus élevée et la plus basse des valeurs proposées.

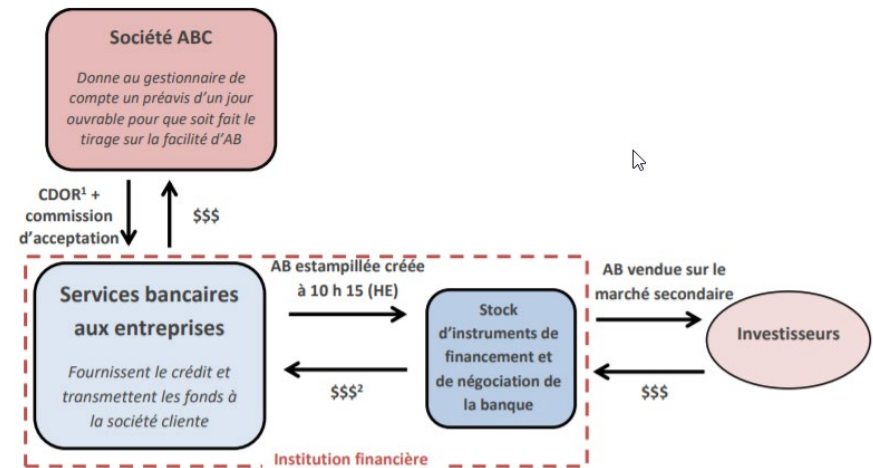
- Le CDOR est administré par [Refinitiv Benchmark Services \(UK\) Limited](#) (RBSL) depuis le 31 décembre 2014.
- Entre 9 h 40 et 10 h 10 (HE), les banques participantes indiquent à RBSL le taux auquel elles sont disposées à consentir des prêts qui demeureront inscrits à leur bilan aux sociétés emprunteuses disposant déjà de facilités de crédit par voie d'AB fondées sur le CDOR.
- 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 est actuellement publié pour trois échéances : un, deux et trois mois.
 - ▶ Suivant une consultation publique, RBSL [a cessé de publier](#) le CDOR à 6 et à 12 mois à compter du 17 mai 2021 en raison de l'absence d'AB sous-jacentes émises pour ces échéances. 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 du total des émissions d'AB.
- Le CDOR et les taux proposés par les six banques sont publiés à 10 h 15 (HE) par RBSL.
- Des précisions sur la méthode de calcul du CDOR sont présentées [ici](#).

Le CDOR pour chaque échéance est calculé à partir de quatre propositions de taux uniquement, car la plus élevée et la plus basse des valeurs proposées sont écartées.

La mécanique de prêt des acceptations bancaires*

- 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. Les facilités de crédit par voie d'AB sont habituellement négociées pour une échéance allant de 18 mois à 5 ans.
- **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 sociétés peuvent emprunter des liquidités à hauteur du montant total engagé de la ligne de crédit pour une durée déterminée, pouvant aller **jusqu'à 12 mois** selon le terme précisé dans la convention de prêt. Ce financement est généralement reconduit à l'échéance, ce qui fait des facilités de crédit par voie d'AB une source de financement à long terme.
- La mécanique de l'émission des AB :
 - 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 (HE) à la date du tirage, majoré de la commission d'acceptation.
 - Après 10 h 15 (HE), 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 à leur bilan en tant qu'actif. Les banques peuvent aussi détenir des AB d'autres banques.
- Certaines grandes sociétés conservent l'AB et la vendent directement sur le marché.
- En pratique, malgré la courte échéance des tirages, les facilités de crédit par voie d'AB sont désormais financées par la détention d'instruments de financement à long terme, plutôt que par la vente d'AB. Lorsque des AB sont vendues, c'est généralement pour financer certains actifs à court terme.

Figure 1 : Exemple illustrant comment les AB 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).

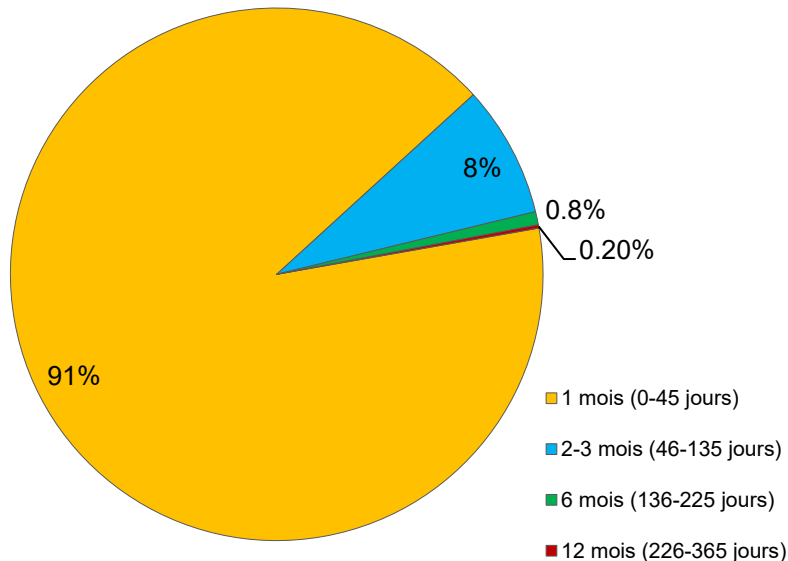
La structure des prêts fondés sur des AB a été créée à l'origine dans les années 1960 pour soutenir la création d'un marché des prêts aux entreprises. Des structures de prêt similaires ont aussi été créées dans d'autres pays.

Les AB sont principalement émises avec des échéances très courtes (c.-à-d. un mois)

La plupart des émissions d'AB sont à un mois pour correspondre à l'échéance à un mois des tirages sur les prêts.

Graphique 1 : Les AB à un mois constituent la majeure partie du volume quotidien moyen

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



Source : Caisse canadienne de dépôt de valeurs (CDS) Dernière observation : 3 novembre 2020

- L'échéance du tirage 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.
- **La plupart des clients empruntent pour un mois**, souvent en raison de la nature à court terme de leurs besoins, de leur désir de réduire le plus possible le risque de réinvestissement et de la nature engagée des facilités de crédit par voie d'AB (le risque de refinancement pour les clients est inexistant).
 - Les tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB peuvent être effectués pour répondre à des besoins en financement à court terme (p. ex., comptes créditeurs et masse salariale) ou à des obligations à long terme comme des dépenses d'investissement ou des fusions ou acquisitions.
 - La plupart des sociétés reconduisent leurs AB à l'échéance.
 - La plupart des tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB se concentrent en début ou fin de mois.
- Ainsi, **la majeure partie du volume des émissions (et, par conséquent, des AB estampillées) est à un mois**, et dans une moindre mesure, à trois mois.

Les AB émises et négociées ont majoritairement une échéance à un mois, tandis que le CDOR à trois mois est le taux d'intérêt de référence principalement utilisé.

La réglementation a eu une incidence sur les AB et la façon dont les prêts liés aux AB sont financés

Dans le passé, les tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB étaient financés par la vente des AB sur le marché secondaire. Cependant, ce n'est généralement plus le cas depuis la crise financière mondiale.

- 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 rendu la détention d'AB plus exigeante en capital et en liquidité.**
- Quand le concept de prêt fondé sur une AB a été introduit dans les années 60, avant la mise en œuvre de ces réglementations, les tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB étaient généralement financés par la vente des AB sur le marché secondaire.
- Mais, ces dernières années, en raison des changements intervenus dans la façon dont les banques gèrent leur financement, surtout avec les nouvelles règles de liquidité de Bâle III, les services de trésorerie des banques financent habituellement les facilités de crédit par voie d'AB avec des instruments de financement à long terme.
 - ▶ Ce financement à long terme est principalement constitué de dépôts des clients et de financement de gros à long terme (c.-à-d. qu'il est considéré comme stable pour atteindre les niveaux requis de LCR et NSFR).
- Depuis 2015-2016, les banques conservent à leur bilan une part de plus en plus importante des AB émises en raison de la valeur limitée attribuée aux AB en tant que source de financement par le LCR et le NSFR.
 - ▶ Quand les banques vendent des AB, c'est pour financer d'autres titres à court terme, au lieu d'avoir recours à d'autres types de financement.
 - ▶ Selon l'enquête du Groupe de travail sur le TARCOT, à la fin octobre 2020, les six banques membres du panel CDOR conservaient à leur bilan environ 50 % des AB émises.

Les réformes réglementaires réalisées après la crise ont affecté l'efficacité des AB comme outils de financement, et la vente d'AB n'est plus utilisée comme mode de financement des tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB.

Étude de cas : les effets bancaires en Australie*

L'Australie avait une structure de prêt fondé sur les AB similaire à celle du Canada, mais les AB jouent aujourd'hui un rôle très minime dans le marché australien des prêts ou du financement bancaire. Leur rôle a commencé à s'amoindrir dans les années 1990, et les modifications réglementaires apportées depuis la crise financière mondiale n'ont fait qu'accélérer les choses.

- Au début des années 1990, le financement bancaire en Australie était dominé par les AB et, comme au Canada, celles-ci avaient principalement une échéance d'un mois, car les emprunteurs tiraient sur leurs marges bancaires pour une durée d'un mois.
- Un changement s'est amorcé au milieu des années 1990, quand les banques ont commencé à séparer les tirages du prêt de son financement et qu'un certificat de dépôt négociable actif a vu le jour. Ces certificats avaient une échéance plus éloignée.
- À la fin des années 1990, le marché des certificats de dépôt négociables s'était développé au point de surpasser celui des AB.
- Alors que les prêts fondés sur les AB ont poursuivi leur progression pour atteindre un sommet de 150 milliards de dollars australiens en 2009, graduellement les banques n'ont plus vendu qu'un faible pourcentage de leurs acceptations sur le marché (en juin 2011, seulement 20 %, soit 22 milliards de dollars australiens d'acceptations, étaient vendues sur le marché, contre 181 milliards de dollars australiens de certificats de dépôt négociables).
- Avec les changements apportés à la réglementation bancaire à la suite de la crise financière mondiale, le nombre d'AB vendues a encore diminué, et la plupart des banques ont abandonné la structure de prêt fondé sur les AB au profit de produits de prêt classiques.
- Le taux de référence sensible au crédit de l'Australie, le Bank Bill Swap Rate (BBSW), repose sur des AB et des certificats de dépôt négociables émis par des banques de premier rang.
 - ▶ L'encours du papier commercial bancaire de premier rang a oscillé entre 120 et 150 milliards de dollars australiens ces dernières années et n'était essentiellement constitué que de certificats de dépôt négociables.
 - ▶ On estime qu'environ 18 000 milliards de dollars australiens (montant notionnel) de produits s'appuient sur le BBSW, notamment des produits dérivés, des prêts et des titres.

L'Australie a été le dernier grand pays à délaisser la structure de prêt fondé sur les AB.

* Voir [Interest Rate Benchmarks for the Australian Dollar \(2018\)](#) et [The Domestic Market for Short-term Debt Securities \(2011\)](#) pour en savoir plus.

Le CORRA est la principale solution de rechange au CDOR

Le taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate)

- Taux fondé sur la note de crédit, qui intègre la prime de terme et la prime de risque de crédit
- Mesure le taux auquel les banques canadiennes sont disposées à prêter des fonds aux clients avec qui elles ont conclu des conventions de prêt par voie d'acceptations bancaires
- Basé sur un sondage
- Les taux soumis par les banques participantes manquent de transparence
- Est calculé pour diverses échéances (1, 2 et 3 mois)
- Est un taux à terme prospectif : le montant du paiement est connu d'avance
- Administrateur : [Refinitiv](#)
- Publication avec décalage pour une utilisation gratuite

Le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average)

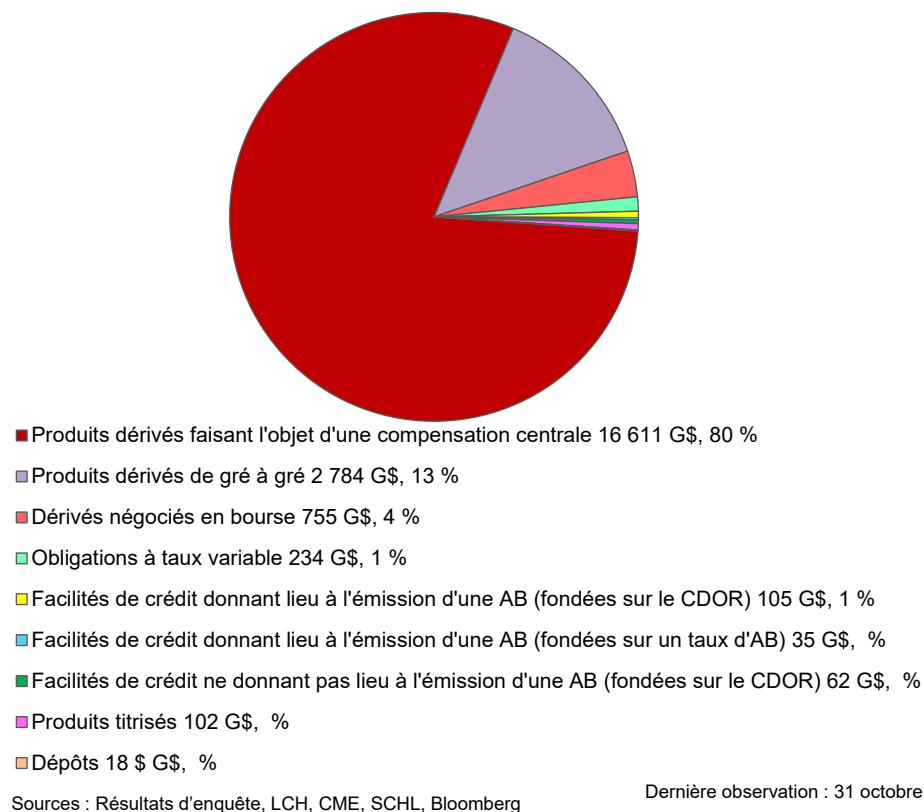
- Taux sans risque qui reflète le taux du financement à un jour sans risque et qui suit de près le [taux directeur](#) de la Banque du Canada
- Mesure le coût du financement à un jour sur le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de titres d'emprunt du gouvernement du Canada
- Est transparent : il est fondé sur des transactions, à savoir que son calcul repose sur des transactions effectivement réalisées sur le marché
- Est calculé au jour le jour
- Le taux composé à terme et le montant du paiement s'obtiennent par calcul à la fin de la période
- Administrateur : [Banque du Canada](#)
- Publication sans décalage pour une utilisation gratuite

Produits fondés sur le CDOR

Produits fondés sur le CDOR¹

- L'exposition notionnelle totale au CDOR est d'environ 20 000 milliards de dollars.
- Plus de 97 % de l'exposition au CDOR est liée à des produits dérivés, principalement des produits dérivés faisant l'objet d'une compensation centrale, dont la plupart ont le CDOR à trois mois comme taux de référence.
- Les obligations à taux variable (OTV) constituent la deuxième catégorie en importance de produits fondés sur le CDOR, la quasi-totalité (~99 %) ayant le CDOR à trois mois comme taux de référence. Un peu moins de la moitié des **OTV** en circulation ont une échéance résiduelle inférieure à trois ans.
- Les prêts représentent la troisième catégorie en importance de produits fondés sur le CDOR, la majorité ayant le CDOR à un mois comme taux de référence, car cette échéance est la plus courante pour les tirages. La diapositive suivante présente la répartition entre **les prêts fondés sur le CDOR et les prêts par voie d'AB**.
- **Les produits titrisés** constituent la quatrième catégorie en importance de produits fondés sur le CDOR, la plupart ayant le CDOR à un mois comme taux de référence. Un peu plus de 65 % de ces produits ont une échéance résiduelle inférieure à trois ans.

Graphique 2 : Encours total des produits fondés sur le CDOR



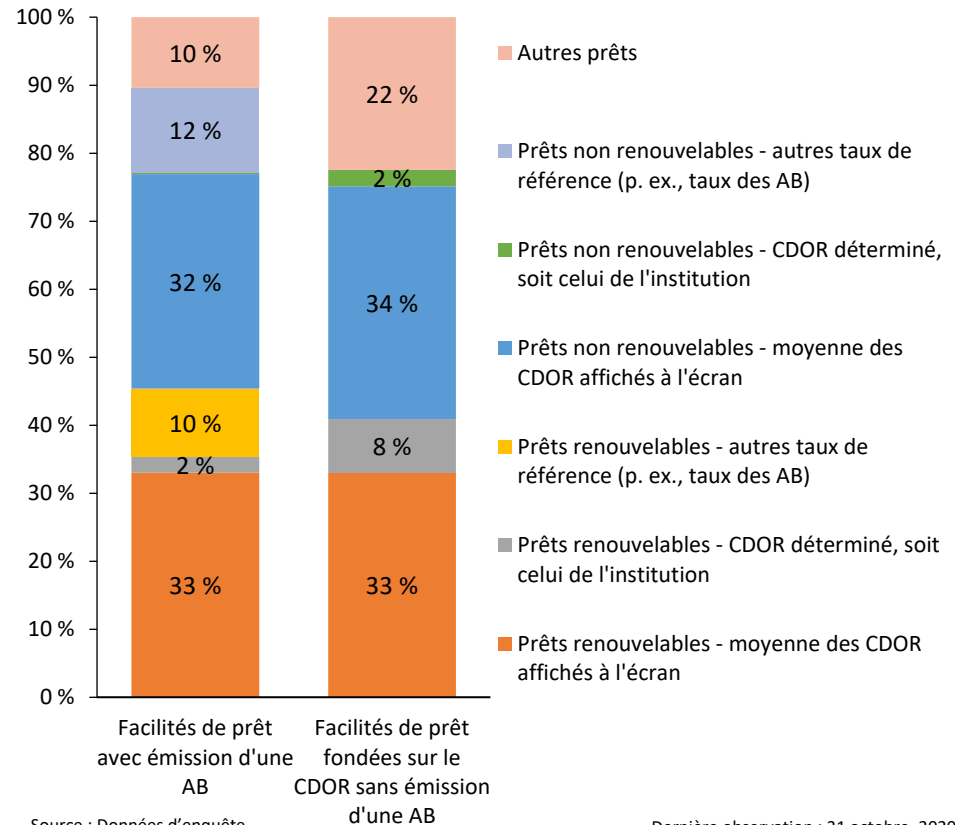
97 % de l'exposition au CDOR est liée aux produits dérivés, tandis que seulement 1 % environ de cette exposition relève des prêts fondés sur une AB ou le CDOR. La plupart des produits ont le CDOR à trois mois comme taux de référence, tandis que la majorité des AB émises ont des échéances d'un mois.

Ventilation des prêts fondés sur le CDOR selon qu'ils sont ou non adossés à une AB

- Les prêts utilisant le CDOR comme taux de référence sont de deux types :
 - Les prêts par voie d'AB, dans leur forme originelle créée dans les années 1960 (voir l'illustration sur la diapositive 7)
 - Les prêts qui utilisent le CDOR comme taux de référence, mais qui n'utilisent pas une AB pour le tirage des fonds
- Les participants à l'enquête ont fait état de 218 milliards de dollars de prêts fondés sur les AB et le CDOR.
 - Les facilités de prêt par voie d'AB représentent 71 % de l'ensemble des prêts utilisant le CDOR comme taux de référence.
 - Les prêts fondés sur le CDOR qui ne sont pas adossés à une AB ont vu leur part de marché croître au cours des 5 dernières années et représentent désormais environ 30 % des prêts ayant le CDOR comme taux de référence.
- Les grandes sociétés et les sociétés commerciales sont à l'origine de la quasi-totalité des facilités de prêt par voie d'AB.
- Les facilités de prêts renouvelables et non renouvelables représentent des montants quasi équivalents.
- Les prêts utilisant comme taux de référence le CDOR, et non le taux offert par la banque individuelle en réponse au sondage CDOR, représentent la majeure partie du total des prêts.

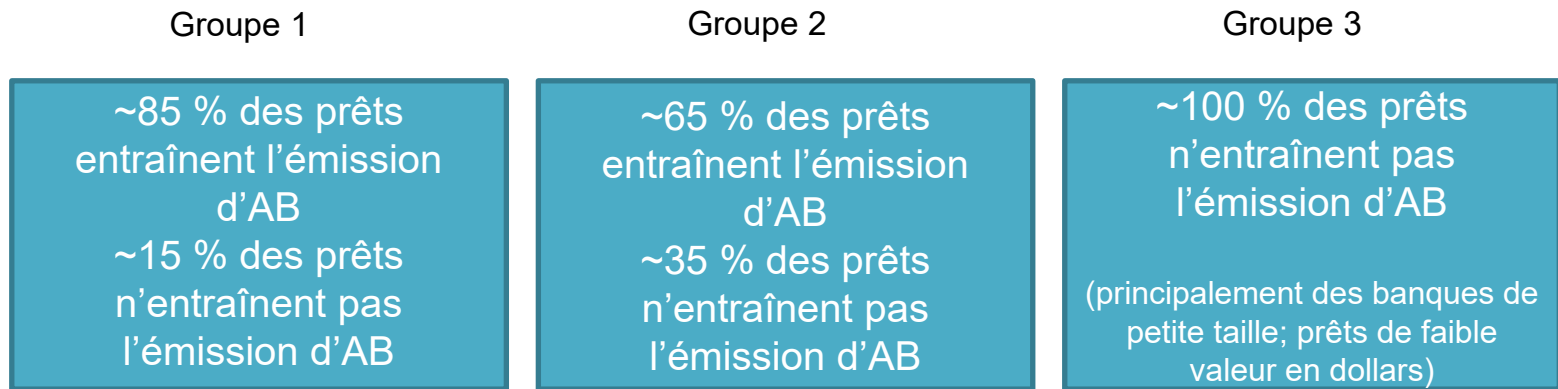
Graphique 3 : Actifs fondés sur une BA et sur le CDOR

Répartition de l'actif total, par type de facilité de prêt



Ventilation des prêts fondés sur le CDOR ou une AB, par institution

- La mesure dans laquelle les prêts donnent lieu à l'émission d'AB varie d'une banque à l'autre; les données font ressortir trois groupes de banque distincts :



- Certaines banques ont indiqué qu'elles sont passées du groupe 1 au groupe 2 au fil du temps pour répondre aux besoins de la clientèle des petites entreprises et du secteur des infrastructures, qui veut des prêts couvrables et fondés sur le CDOR, mais qui ne veut pas effectuer de tirages sur les facilités de crédit par voie d'AB chaque mois. Les grandes sociétés et les entreprises disposant de facilités de crédit par voie d'AB consortiale recourent encore principalement à des facilités de crédit par voie d'AB qui utilisent le CDOR comme taux de référence.

Une nouvelle tendance se dessine en faveur de l'utilisation de facilités de prêt fondées sur le CDOR qui ne donnent pas lieu à l'émission d'une AB, ce qui pourrait avoir des répercussions sur le volume sous-jacent des AB offertes sur le marché à l'avenir.

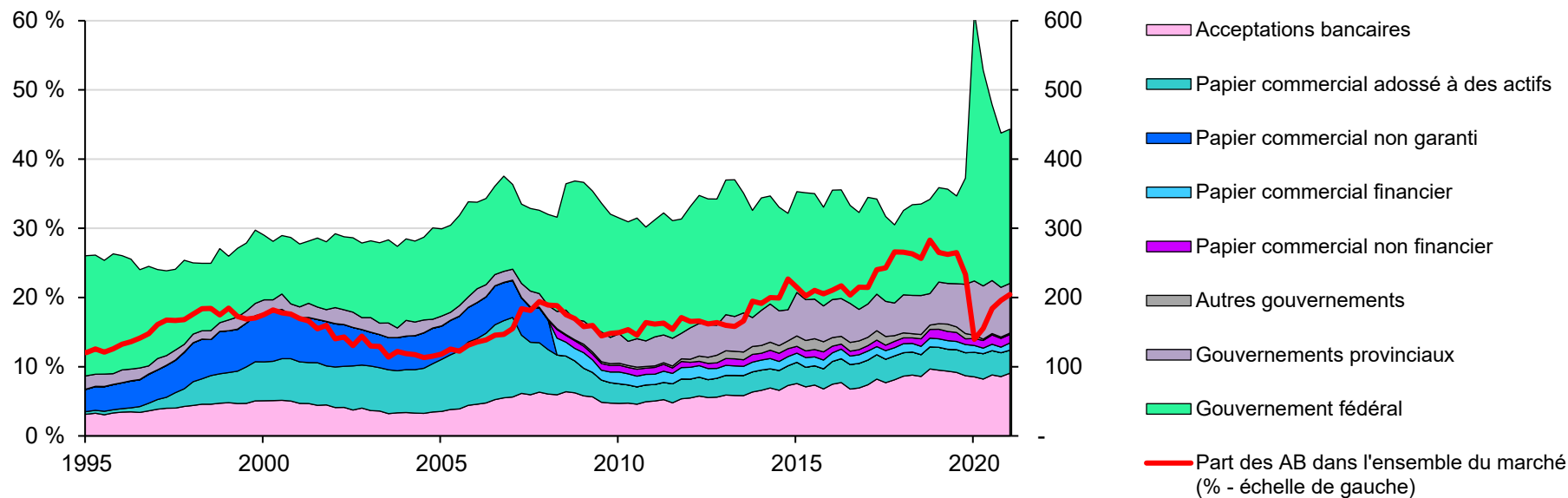
Les AB en tant qu'actif de placement

Les AB sont un actif de placement important pour les participants du marché

- À la fin du deuxième trimestre de 2021, les AB (vendues au marché) représentaient le deuxième encours du marché canadien des produits à court terme (graphique 4).
- La part des AB dans le marché monétaire a varié de 10 à 26 % et se situe actuellement à 20 %, ce qui les place en deuxième position, seulement derrière les bons du Trésor du gouvernement du Canada.
- 94 % des actifs de placement à court terme canadiens sont constitués de quatre produits (bons du Trésor du gouvernement du Canada, AB, bons du Trésor des provinces et papier commercial adossé à des actifs).

Graphique 4 : Évolution des instruments du marché monétaire

Valeur de marché des effets à court terme en fin de trimestre, par secteur (G\$ - échelle de droite)¹ et part des AB dans l'ensemble du marché (% - échelle de gauche)



¹ Nota : L'encours des acceptations bancaires est inscrit aux bilans consolidés des banques auprès du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), puis est déduit du passif en effets à court terme du secteur « Banques à charte et quasi-banques ».

Sources : Statistique Canada, Tableau 36-10-0580-01, Comptes du bilan national; BSIF (bilans consolidés des banques); DBRS Morningstar

Dernière observation : 2021T2

Les AB en tant que produit de placement

Les caisses de retraite sont les plus gros acheteurs nets d'AB sur le marché secondaire

➤ Ces trois groupes étaient les plus gros acheteurs nets d'AB vendues par des courtiers sur le marché secondaire en 2021 :

- ▶ Caisses de retraite (31 %)
- ▶ Gestionnaires d'actifs des 6 grandes banques canadiennes (19 %)
- ▶ Provinces (16 %)

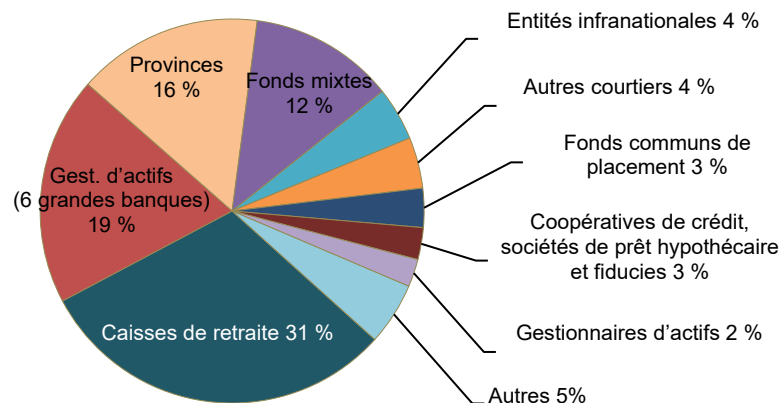
➤ Comme les AB intègrent le risque de crédit bancaire, elles procurent un gain net de rendement sur le marché secondaire comparativement aux bons du Trésor du gouvernement canadien et des provinces.

➤ Par exemple, depuis 2019, le gain net de rendement moyen des AB à 1 mois a été d'environ 16 pdb et de 8 pdb par rapport aux bons du Trésor du gouvernement du Canada et aux bons du Trésor des provinces, respectivement.

➤ Comme les AB reçoivent la même notation de crédit à court terme que la banque prenante, la plupart obtiennent la notation R-1 (élevé) du Dominion Bond Rating Service (DBRS).

Graphique 5 : Acheteurs nets d'AB vendues par des courtiers

Achats nets d'AB en 2021 (%)

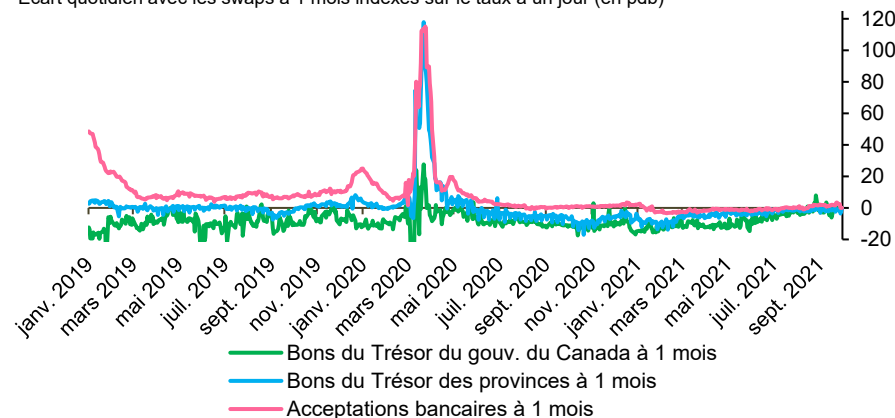


Sources : Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM) et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 23 septembre 2021

Graphique 6 : Les AB procurent un gain net de rendement par rapport aux autres produits du marché monétaire

Écart quotidien avec les swaps à 1 mois indexés sur le taux à un jour (en pdb)



Sources : Bloomberg, OCRCVM, CDS

Dernière observation : 29 septembre

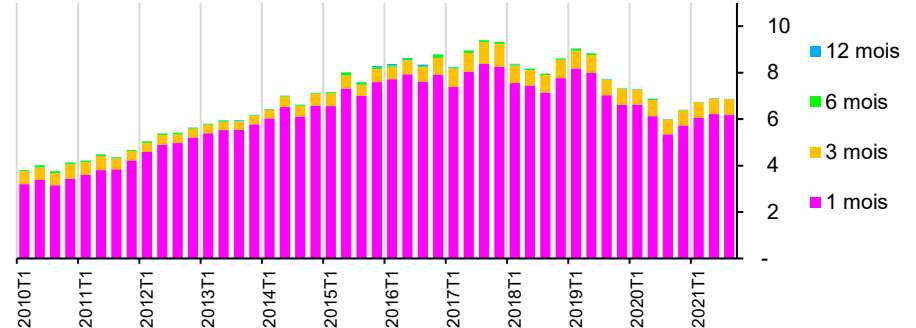
Le volume d'AB échangées est élevé compte tenu de leur échéance relativement courte

- Le volume des opérations est élevé compte tenu des échéances relativement courtes des AB; celui des AB à 1 mois compte pour ~90 % du volume total des 10 dernières années (3 mois = ~9 %).
- Le volume total quotidien moyen d'AB échangées a baissé d'un peu plus de 25 % depuis 2017.
- Au T3 de 2021, le volume quotidien moyen d'AB, toutes échéances confondues, était de 6,4 G\$.
 - ▶ 1 mois : 5,7 G\$; 3 mois : 627 M\$; 6 mois : 19 M\$; 12 mois : 1,1 M\$
- La distribution des volumes quotidiens d'opérations s'est déplacée vers la gauche (c.-à-d. à une plus grande fréquence relative de bas volumes d'opérations) après le début de la pandémie pour les AB à 1 mois .

Les volumes quotidiens moyens d'opérations sont en baisse depuis 2017.

Graphique 7 : Le volume quotidien moyen d'AB échangées a atteint un sommet à la fin 2017

Volume quotidien moyen d'AB échangées (en G\$), par échéance et trimestre



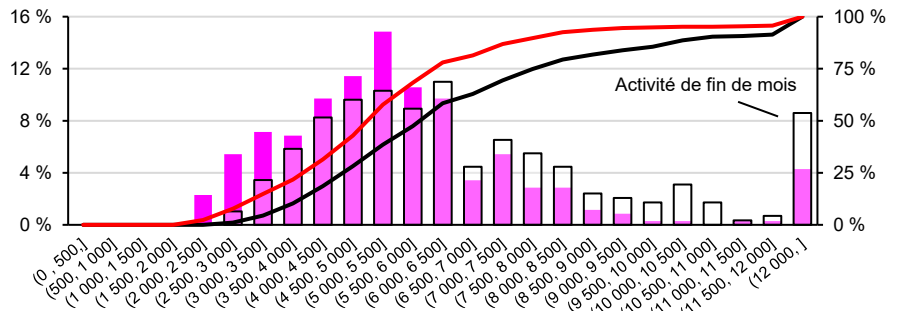
Nota : Les données de la CDS ont été utilisées pour les dates antérieures à 2016. Les opérations sont classées selon le nombre de jours restant avant l'échéance : 1 mois (0-45), 3 mois (46-125), 6 mois (126-240), 12 mois (241-365).

Sources : CDS, SEROM

Dernière observation : 2021T3

Graphique 8 : La distribution des volumes quotidiens totaux des opérations d'AB à 1 mois s'est déplacée vers la gauche après la COVID

Fréquence relative du volume quotidien des opérations (en M\$) avant et après la COVID



■ Post-COVID □ Pré-COVID — Pré-COVID (SDIF, échelle de droite) — Post-COVID (SDIF, échelle de droite)

Nota : La période « pré-COVID » s'étend de janvier 2019 à février 2020. La période « post-COVID » va de mai 2020 à septembre 2021.

Sources : SEROM et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 29 septembre 2021

Le CDOR et les AB sont exposés aux externalités

- Voici quelques-unes de ces externalités :
 - ▶ Changements réglementaires
 - ▶ Changements dans la dynamique des marchés du financement à court terme, notamment ceux découlant des mesures exceptionnelles de politique monétaire prises au Canada et à l'étranger
 - ▶ Périodes de tensions sur les marchés financiers
- Le CDOR et les AB sont sujets à une volatilité accrue et à un élargissement des écarts par rapport au taux des swaps indexés sur le taux à un jour, surtout durant les périodes de tensions extrêmes sur les marchés financiers.
 - ▶ L'OCRCVM publie chaque jour (sur une base J+1), à titre informatif, le taux moyen pondéré des AB à 1 et à 3 mois échangées, selon les données du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM).
 - ▶ Vu la situation d'illiquidité des AB à long terme au plus fort de la pandémie, en mars 2020, l'OCRCVM a dû recommencer à publier pendant 7 jours consécutifs le taux du jour précédent des AB à 3 mois fondé sur les transactions, compte tenu des faibles volumes d'opérations sur les AB à 3 mois.
- La Banque du Canada a lancé la facilité d'achat d'acceptations bancaires à la mi-2020 afin de soutenir le fonctionnement ininterrompu des marchés financiers en achetant des AB.

Graphique 9 : L'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour se creuse fortement pendant les périodes de tensions

Écart moyen hebdomadaire entre le CDOR à 1 mois et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour (pdb)



Sources : Refinitiv, Bloomberg

Dernière observation : 12 octobre 2021

L'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour peut se creuser fortement pendant les périodes de tensions sur les marchés financiers.

L'interaction entre les facilités de crédit par voie d'AB, les AB et le taux CDOR

- Les facilités de crédit par voie d'AB au Canada ont une structure unique :
 - ▶ Une société cliente qui décide de tirer des fonds sur sa facilité de crédit par voie d'AB crée automatiquement un titre qui est autant un actif qu'un passif pour la banque.
 - ▶ Ensuite, la banque doit décider si elle conservera l'AB ainsi créée sur son bilan ou si elle la vendra sur le marché.
 - ▶ Le produit de la vente de l'AB ne sert pas à financer le prêt fondé sur l'AB, mais plutôt d'autres actifs à court terme.
- Quand une banque vend une AB sur le marché monétaire, le taux reflète ce qu'un investisseur devra déboursier pour détenir un instrument de crédit bancaire à court terme.
- Ce taux n'est toutefois pas celui auquel la banque offrira des prêts demeurant inscrits à son bilan dans le cadre d'une facilité de crédit par voie d'AB (c.-à-d. le taux CDOR).
- L'écart entre le niveau où se négocient les AB et le celui auquel le taux CDOR est établi s'appelle « écart AB/CDOR ».
- De nombreux facteurs influent sur l'ampleur de cet écart : l'offre et la demande pour les instruments du marché monétaire (c.-à-d. les AB), le coût du financement à terme des banques (écarts de crédit des banques), les mesures de politique monétaire exceptionnelles (assouplissement quantitatif ou programmes d'achats), la réglementation bancaire, la demande de financement au moyen de facilités de crédit par voie d'AB de la part des sociétés, et les tensions sur les marchés financiers.
- La définition du taux CDOR ne peut pas être directement liée aux opérations; elle repose donc sur un jugement d'expert.
- Le jugement d'expert tient compte d'où se négocient les AB et les autres titres sur le marché ainsi que des facteurs influant sur l'écart.

Réglementation touchant les taux de référence

Réglementation touchant les taux de référence à l'international

À l'échelle mondiale, la réglementation des taux de référence fonctionne principalement par désignation et préconise les taux de référence fondés sur les opérations effectuées sur un marché sous-jacent liquide.

- Par suite de la publication du rapport Wheatley sur le LIBOR, le R.-U. a mis en œuvre en 2012 un régime réglementaire pour les taux de référence. Au départ, le règlement [définitif](#) mis en vigueur en 2013 ne traitait que du LIBOR.
- En 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié des [principes régissant les indices de référence](#), établissant ainsi un cadre général pour les indices financiers de référence et leurs fournisseurs.
 - ▶ Les principes s'appliquent proportionnellement à la taille de l'indice et aux risques qu'il pose. L'OICV a souligné cette proportionnalité dans sa [déclaration](#) sur les taux sensibles au crédit de septembre 2021.
 - ▶ Les principes établissent une hiérarchie des données à utiliser pour les indices, qui vont des opérations conclues dans des conditions de pleine concurrence sur les marchés actifs (meilleures) au jugement d'expert (moins bonnes).
- L'Union européenne (UE) a vite emboîté le pas en publiant en 2016 ses [règlements](#) concernant les indices de référence, qui sont entrés en vigueur en janvier 2018.
 - ▶ Conformément au principe de proportionnalité de l'OICV pour les indices financiers de référence, les indices de références peuvent, en vertu des règlements de l'UE, être désignés comme étant « d'importance critique », augmentant ainsi sensiblement la surveillance réglementaire dont ils font l'objet.
 - ▶ Dans le cas des indices basés sur le jugement d'expert plutôt que sur des opérations conclues dans des conditions de pleine concurrence, des contrôles additionnels sont exigés des administrateurs.
- Beaucoup d'autres pays ont aussi adopté des règlements relatifs aux indices de référence qui cadrent étroitement avec les principes de l'OICV régissant les indices financiers de référence, l'objectif principal étant d'établir des taux fondés sur des opérations.
- Depuis 2013, les travaux réalisés à l'échelle mondiale pour réformer les taux de référence sont pilotés par l'[Official Sector Steering Group](#) du Conseil de stabilité financière.
 - ▶ Message clé de 2014 concernant les TIO : les pays devront réformer les leurs pour qu'ils soient davantage fondés sur les opérations.

Les réformes à l'échelle du globe visent surtout à délaisser les indices fondés sur des sondages en faveur de ceux fondés sur des opérations.

Réglementation canadienne touchant les taux de référence

En avril 2021, les autorités en valeurs mobilières de 7 provinces canadiennes ont adopté un [règlement](#) sur les indices de référence et les administrateurs de taux de référence désignés, qui améliore la base juridique sur laquelle les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières peuvent faire assurer le respect des règlements ou prendre d'autres mesures à l'encontre des administrateurs d'indices, de leurs contributeurs et utilisateurs.

- Grâce à ce règlement, le Canada possède maintenant un régime réglementaire robuste pour les indices financiers de référence, qui est semblable à la réglementation européenne sur les taux de référence.
- En septembre 2021, la CVMO et l'AMF ont [décidé](#) de désigner le CDOR comme « taux d'intérêt de référence désigné » et « indice de référence essentiel désigné », et RBSL comme « administrateur d'indice de référence désigné » pour le CDOR, les soumettant ainsi à des parties clés du nouveau règlement.
- Ces derniers mois, les répondants au sondage CDOR et l'administrateur du CDOR ont revu leurs politiques et procédures pour s'assurer qu'elles sont conformes à la nouvelle réglementation.
 - ▶ Le 16 septembre 2021, Refinitiv a publié une version [révisée](#) du code de conduite des contributeurs du CDOR.
- Suite à la mise en place d'un cadre réglementaire canadien pour les indices de référence, les répondants au sondage CDOR songent à modifier leurs processus de participation au sondage, notamment l'unité responsable d'y répondre ainsi que la gouvernance relative aux conflits d'intérêts inhérents à la définition du taux CDOR.

La nouvelle réglementation sur les indices de référence des ACVM pourrait avoir des conséquences sur le CDOR et le processus de participation au sondage.

Comparaison des TIO dans le monde

Comparaison des TIO dans le monde

➤ LIBOR

- ▶ Le rapport Wheatley sur le LIBOR publié en 2012 [recommandait](#) entre autres de transférer le LIBOR à un nouvel administrateur et de définir une hiérarchie (ou un ordre de priorité) des données à considérer pour l'établissement du taux, en donnant la priorité aux opérations et aux cours exécutoires plutôt qu'au jugement d'expert.
- ▶ La ICE Benchmark Administration a été nommée administrateur du LIBOR en 2014 et a publié en 2016 une [feuille de route pour le LIBOR calculé par ICE](#), qui contient un ordre de priorité explicite des opérations à utiliser pour calculer le taux LIBOR.
- ▶ En décembre 2017, le LIBOR a été [désigné](#) comme indice de référence d'importance critique en vertu du règlement européen sur les indices de référence, et a ainsi été soumis à des exigences plus strictes. Une structure de priorité à trois niveaux a été entièrement mise en œuvre en 2019.
- ▶ Malgré les changements apportés au processus du sondage, de nombreuses banques participant au panel du LIBOR souhaitaient le quitter en raison du manque d'opérations sous-jacentes. Par conséquent, l'abandon du LIBOR se fera en deux phases, les principales échéances restantes pour le dollar américain devant cesser d'être publiées après juin 2023.

➤ EURIBOR

- ▶ L'EURIBOR a été désigné comme indice de référence essentiel en vertu du règlement européen sur les indices de référence en 2016.
- ▶ L'administrateur de l'EURIBOR, le European Money Markets Institute (EMMI), a élaboré une « méthode hybride » pour le sondage EURIBOR fondée sur un ordre de priorité des opérations. Après deux consultations, l'EMMI a introduit sa nouvelle [méthode](#) en 2019.

Les principaux taux de référence sensibles au crédit dans le monde sont tous passés à une structure stricte d'ordre de priorité ou à une méthode entièrement fondée sur les opérations.

Comparaison des TIO dans le monde

➤ **Australian Bank Bill Swap Rate (BBSW)**

- ▶ Depuis toujours, le BBSW est le taux utilisé pour négocier les effets bancaires de premier ordre (qui comprennent les acceptations bancaires et les certificats de dépôt négociables). Au départ, ce taux était établi par sondage.
- ▶ Après le retrait de quatre banques du panel du BBSW, en 2013, la méthode du sondage a été remplacée par une méthode « meilleurs cours acheteur et vendeur domestiques » (NBBO), soit les cours acheteurs et vendeurs exécutables pour les papiers bancaires de premier ordre dans le marché interbancaire.
- ▶ Depuis 2018, pour remédier à la baisse de liquidité aux alentours de l'heure d'établissement du taux, l'Australian Securities Exchange (ASX), qui est l'administrateur du BBSW, calcule directement le taux comme le prix moyen pondéré en fonction du volume de toutes les opérations de papier bancaire de premier ordre admissibles effectuées sur les marchés primaire et secondaire pendant la plage d'établissement du taux (de 8 h 30 à 10 h), en recourant directement à un processus de priorisation.
- ▶ La définition de « marché sous-jacent », qui se limitait aux opérations interbancaires, a aussi été élargie de façon à inclure un plus large éventail de contreparties (secteur privé, fonds d'investissement gouvernementaux).

Les principaux taux de référence sensibles au crédit dans le monde sont tous passés à une structure stricte d'ordre de priorité ou à une méthode entièrement fondée sur les opérations.

Analyse des enjeux liés au taux CDOR

Le taux CDOR dans un contexte international

- Tous les pays et territoires ayant recours au LIBOR le délaissent en faveur des taux sans risque (TSR) pour les produits dérivés et les titres au comptant (sauf ceux fondés sur l'EURIBOR) et, de plus en plus, pour les produits des marchés des prêts et des prêts hypothécaires.
- Les taux de référence sensibles au crédit (comme le CDOR) qui existent toujours ont été réformés de façon à être principalement fondés sur des opérations. Ils sont aussi assortis d'un ordre de priorité de données objectives à utiliser pour les rendre le plus robuste possible (le BBSW australien en est un exemple).
 - ▶ Le jugement d'expert, qui est prescrit dans certains cas, est le dernier élément de ces ordres de priorité.
- La définition actuelle du CDOR, elle, ne lie pas directement le taux à des opérations précises d'AB. Ainsi, le CDOR repose exclusivement sur le jugement d'expert du panel des banques prenant part au sondage.
 - ▶ Le volume d'AB échangées est toutefois important dans le processus de participation au sondage, puisqu'il fournit des renseignements sur les marchés permettant d'éclairer le jugement d'expert.
- Le CDOR est maintenant réglementé au Canada et il a récemment été désigné comme indice de référence essentiel. Ainsi, les normes relatives à la participation au sondage et les codes de conduite seront renforcés pour l'administrateur et les banques membres du panel.
- Comme dans le cas du LIBOR, si certains des membres participant actuellement au panel souhaitaient ne plus participer au processus d'établissement du taux CDOR, celui-ci risquerait de devenir non viable étant donné le faible nombre de banques membres faisant partie du panel.

Viabilité des AB comme outil de financement pour les banques

- À la suite de Bâle III (ratio de liquidité à court terme [LCR] et ratio structurel de liquidité à long terme [NSFR]), les AB ne sont plus un outil de financement à court terme efficace pour les services de trésorerie des banques, d'un point de vue réglementaire.
- Les banques préféreraient éliminer le lien entre la création d'une (c.-à-d. l'octroi d'un prêt) et le financement qui en découle – comme l'ont fait l'Australie et d'autres grandes économies.
- La hausse des facilités fondées sur le CDOR (qui ne génèrent pas d'AB) du côté de l'actif et celle des avoirs en AB au bilan démontre ce fait.
- Les banques risquent de continuer à réduire leur utilisation des facilités de crédit par voie d'AB ou leur émission d'AB dans le marché.
 - ▶ Même s'il n'existe aucun lien direct entre le volume des AB négociées et le taux CDOR, une baisse de ce volume affaiblirait la robustesse du taux et aurait une incidence sur sa viabilité.
- Malgré cela, les facilités de crédit par voie d'AB demeurent un élément important dans la relation entre une banque prêteuse et ses grandes entreprises clientes, et les AB constituent un volet crucial des placements dans le marché monétaire canadien.

La robustesse dans le contexte des principes de l'OICV

- À titre d'administrateur désigné du taux CDOR, Refinitiv a produit un nouveau code de conduite amélioré régissant le processus de participation au sondage sur le taux de référence.
- La réglementation canadienne sur les taux de référence et le nouveau code ajouteront de la rigueur au processus de participation au sondage et amélioreront le cadre actuel entourant le CDOR.
- Cependant, le Groupe de travail a noté que certaines caractéristiques du CDOR qui sont communes à d'autres taux de référence sensibles au crédit ailleurs dans le monde méritent d'être prises en considération pour assurer la robustesse du régime canadien des taux d'intérêt de référence à l'avenir.
- Dans une déclaration publiée en septembre 2021, l'OICV mentionne tout particulièrement le besoin de porter une plus grande attention aux principes 6 et 7* concernant les taux sensibles au crédit :

1. Principe 6 : Proportionnalité

- Taille relative du marché sous-jacent qui se sert du taux de référence par rapport au volume de négociation (pyramide inversée).
- Moins de 8 % des AB échangées ont une échéance de 3 mois (6-8 G\$), tandis que 90 % des dérivés (18 000 G\$) sont fondés sur le CDOR à 3 mois.

2. Principe 7 : Caractère suffisant des données

- Caractère suffisant des données pris en compte lors de la conception du taux de référence afin d'assurer une représentation exacte et fiable du marché sous-jacent et, plus particulièrement, de sa fiabilité en périodes de tensions financières.
- Baisse du volume d'AB à 3 mois échangées durant les périodes de tensions financières (p. ex., en mars 2020, l'OCRCVM n'a pas été en mesure de publier le taux des AB à 3 mois pendant 7 jours consécutifs en raison des volumes insuffisants).

Les AB et le CDOR dans le système financier canadien

- Présentement, le CDOR est le taux d'intérêt de référence prédominant au Canada.
- Les AB jouent aussi un rôle clé dans le système financier du pays :
 - ▶ Elles sont un outil de placement à court terme important pour les investisseurs dans le marché monétaire canadien.
 - ▶ La plupart des professionnels de la trésorerie d'entreprise utilisent couramment les facilités de crédit par voie d'AB pour gérer leurs besoins en financement.
- Si le Canada décidait de suivre la tendance mondiale et de baser ses produits principalement sur les TSR, les conséquences sur l'utilisation des AB comme instrument de prêt et d'emprunt seraient probablement importantes.
- Comme les investisseurs et les entreprises dépendent des AB, des produits à court terme complémentaires ou de remplacement seraient requis.
- Il faudrait alors apporter d'importants changements aux systèmes dans l'ensemble du système financier, dont la mesure du risque, les infrastructures technologiques, les processus et la documentation juridique. Ces changements auraient des effets non seulement sur les banques, mais aussi sur les emprunteurs et les investisseurs.
 - ▶ Des changements similaires ont déjà été apportés dans d'autres pays en raison de l'abandon du LIBOR.
 - ▶ Les TSR sont de plus en plus utilisés partout dans le monde, et le taux CORRA devrait aussi être de plus en plus employé avec les produits financiers canadiens. Des changements de ce type deviendront inévitables avec le temps.

Prochaines étapes

Prochaines étapes et échéanciers

Le Groupe de travail a l'intention de publier à la fin de 2021 un document présentant une vue d'ensemble de son analyse du taux CDOR et du marché des AB, ainsi que des recommandations prospectives pour le taux de référence.

- Cette analyse générale comprendra les constats énoncés dans cette présentation, et leurs implications serviront de base aux recommandations prospectives formulées par le Groupe de travail.
- Si des changements importants sont recommandés pour le taux CDOR, une consultation publique devrait avoir lieu pour que toutes les parties prenantes du pays aient la chance d'exprimer leur point de vue.