

Examen du taux CDOR par le Groupe de travail sur le TARCOM : analyse et recommandations¹

Résumé

- Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (Groupe de travail sur le TARCOM) a été créé en mars 2018 afin de piloter la réforme des taux de référence au Canada. Il est composé de hauts représentants de diverses parties prenantes du système financier canadien. En 2020, le Groupe de travail a été chargé d'examiner et d'analyser l'efficacité du taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) et, à partir de cette analyse, de formuler des recommandations sur la pertinence de ce taux comme indice de référence dans l'avenir.
- Créé dans les années 1980 pour servir de taux de référence pour la tarification des prêts fondés sur des acceptations bancaires, le CDOR est aujourd'hui le principal taux d'intérêt de référence utilisé au Canada. Il est en effet le taux de référence de nombreux instruments du marché institutionnel canadien, tels que des produits dérivés, obligations et prêts, totalisant une exposition notionnelle brute de plus de 20 000 milliards de dollars. À peu près 97 % de cette exposition est liée aux produits dérivés, tandis que seulement 1 % environ est liée aux prêts. Le CDOR est actuellement administré et publié par Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (RBSL).
- Bien que le CDOR ait bien servi le marché des produits libellés en dollars canadiens pendant de nombreuses années, certains aspects de la structure de ce taux font peser des risques sur sa future solidité. L'objectif du Groupe de travail était d'analyser ces aspects, en tenant compte des nouvelles exigences plus strictes concernant les taux d'intérêt de référence essentiels, en vue de garantir la robustesse et la résilience du régime canadien de taux de référence pour les années à venir.
 - Les principaux taux d'intérêt de référence mondiaux, y compris les taux sans risque et les taux sensibles au crédit, sont de plus en plus restructurés pour être principalement fondés sur de grands volumes d'opérations sous-jacentes, plutôt que sur le jugement d'expert. Bien que le CDOR soit un taux engagé régissant les prêts, sa détermination repose essentiellement sur un jugement d'expert. Elle ne peut pas être directement liée aux opérations observables conclues dans des conditions de pleine concurrence et n'est donc pas conforme aux bonnes pratiques internationales en évolution. Tous les autres principaux taux de référence sensibles au crédit sont définis comme un taux d'emprunt et peuvent de ce fait être directement déterminés par des opérations sur titres.
 - Les banques ne voient plus le modèle d'octroi de prêts fondés sur des acceptations bancaires (AB), qui sous-tend le CDOR, comme une façon efficace de fournir du crédit à leurs entreprises clientes. La méthode de financement des banques a évolué pour mieux faire correspondre la durée de leur financement à l'échéance de leurs prêts, une pratique désormais codifiée dans les règles de Bâle III. Étant donné que les prêts fondés sur des AB sont des facilités à terme ou engagées, les services de trésorerie des banques ne les financent plus au moyen d'AB émises au tirage de ces prêts. Il est fort probable que les banques réduisent ou cessent leur émission d'AB. Elles ont déjà commencé à aller dans ce sens, soit en conservant davantage d'AB à leur bilan au lieu de les vendre sur le marché, soit en créant des prêts fondés sur le CDOR qui ne

¹ Rapport complet : <https://www.bankeducanada.ca/2021/12/groupe-travail-tarcom-publie-livre-blanc-recommandations-taux-cdor/>

génèrent pas d'AB. Malgré l'absence d'un lien direct, une diminution des émissions d'AB mineraient graduellement les fondements de la structure du CDOR.

- ▶ Concernant les taux de référence sensibles au crédit, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a récemment mentionné le besoin de porter une plus grande attention a) à la « proportionnalité », soit la taille des marchés sous-jacents qui se servent d'un taux de référence par rapport au volume de négociation des produits utilisés pour établir ce taux de référence, et b) au caractère suffisant des données prises en compte lors de la détermination du taux de référence afin d'assurer une représentation exacte et fiable du marché sous-jacent en temps normal comme en période de tensions. Ces deux aspects sont très importants pour le CDOR et sa solidité à l'avenir.
- ▶ La réforme des taux de référence est une initiative internationale visant à établir des assises solides pour les produits financiers à venir. Au Canada, l'initiative est appuyée par les travaux du Groupe de travail sur le TARCOM ainsi que par un nouveau cadre réglementaire mis en œuvre par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), qui endosseront le rôle d'organisme de réglementation des taux de référence. Ce cadre harmonise la réglementation canadienne avec les normes plus élevées que d'autres autorités ont commencé à adopter en 2018. Les autorités en valeurs mobilières de l'Ontario et du Québec ont désigné le CDOR comme indice de référence essentiel, ce qui assujettit les administrateurs du taux et ses contributeurs à davantage d'obligations.
- ▶ L'expérience récente accumulée avec le LIBOR et d'autres taux de référence mondiaux fondés sur des sondages a montré que les banques déclarantes pourraient décider de mettre fin à leur participation volontaire au panel en raison des obligations et des coûts supplémentaires que cela engendre, auxquels pourraient s'ajouter leurs propres inquiétudes quant à l'avenir du CDOR, nourries par l'analyse du Groupe de travail sur le TARCOM. Il s'agit là d'une source de fragilité majeure puisque le panel CDOR ne compte plus que six banques déclarantes.
- Le Groupe de travail a examiné la faisabilité d'une réforme ou d'une amélioration du CDOR, comme cela avait été fait avec le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average – le taux à un jour sans risque employé au Canada) et avec d'autres taux de référence sensibles au crédit ailleurs dans le monde. Il en a conclu que ce n'était pas une solution soutenable en raison de la définition du CDOR et du fait que cette dernière ne peut pas être directement liée à des opérations sur titres conformes au principe de pleine concurrence. Modifier l'une de ces deux caractéristiques conduirait presque immanquablement à un taux de référence différent sur les plans juridique et économique.
- **Le Groupe de travail recommande que RBSL cesse de calculer et de publier le CDOR après le 30 juin 2024. Il propose une période de transition en deux étapes en vue du remplacement du CDOR (figure 0). La première étape se déroulerait jusqu'au 30 juin 2023, et la seconde s'achèverait le 30 juin 2024. Au terme de la première période, le Groupe de travail s'attendrait à ce que le taux CORRA soit devenu le taux de référence pour tous les nouveaux produits dérivés et titres, et à ce qu'il n'y ait aucune nouvelle exposition au CDOR après cela, sauf dans certains cas limités, notamment dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au CDOR liées à des produits dérivés ou titres négociés avant le 30 juin 2023, ou liées à des contrats de prêt négociés avant le 30 juin 2024.**
- La seconde étape, qui prendrait fin le 30 juin 2024, donnerait plus de temps aux entreprises pour adopter d'autres taux de référence pour leurs contrats de prêt et pour régler d'éventuels problèmes liés à la modification des contrats sur titres existants. D'ici là, il y aurait aussi davantage de titres échus qui étaient fondés sur le CDOR. Après le 30 juin 2024, l'encours des obligations à taux variable et des produits titrisés fondés sur le taux CDOR devrait avoisiner les 95 milliards de dollars.

- Ces recommandations concernant l'avenir du CDOR ont été approuvées à l'unanimité par les membres du Groupe de travail sur le TARCOM et du Forum canadien des titres à revenu fixe.
- **Ultimement, la décision de cesser la publication du CDOR appartient uniquement à RBSL et les recommandations du Groupe de travail sur le TARCOM ne constituent pas une déclaration publique ou une publication d'information indiquant que l'administrateur du CDOR a cessé ou cessera de fournir le taux définitivement ou pour une durée indéterminée. Comme l'indique la section 12.2, avant de cesser la publication du CDOR, RBSL devra d'abord déterminer que l'abandon du taux est nécessaire et qu'il s'agit de la mesure corrective appropriée. Cette société est tenue de mener des consultations sur toute date de fin proposée, puis de publier un avis annonçant la fin de la publication du CDOR avant la date d'effet de l'abandon. Cet avis entraînera le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit figurant dans les clauses de repli de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) pour les produits dérivés, ainsi que le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit présenté dans les clauses de repli recommandées par le Groupe de travail sur le TARCOM pour les obligations à taux variable. Les clauses de repli entreront quant à elles en vigueur une fois que le CDOR ne sera plus fourni. Le Groupe de travail s'attend à ce que Refinitiv donne prochainement plus de précisions sur les mesures qu'elle compte prendre.**

Figure 0 – Plan de transition visant le CDOR (conditionné à la décision de RBSL de cesser de publier ce taux)



* Un avis de RBSL annonçant la fin de la publication du CDOR entraînerait le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit proposé par l'ISDA pour les produits dérivés ainsi que le calcul de l'ajustement de l'écart de crédit recommandé par le Groupe de travail sur le TARCOM pour les obligations à taux variable.

** Sauf dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au CDOR liées à des produits dérivés ou titres négociés avant le 30 juin 2023, ou liées à des contrats de prêt négociés avant le 30 juin 2024.

- L'échéancier recommandé donnerait le temps aux parties prenantes de faire basculer les expositions au CDOR vers de nouveaux taux de référence. Le Groupe de travail s'attend à ce que les produits dérivés et les titres libellés en dollars canadiens passent au taux CORRA (calculé à terme échu). Il s'attend aussi à ce que cela se produise dans un délai plus court, grâce à l'expérience et aux enseignements acquis dans le cadre du remplacement du LIBOR. Les produits de prêt pourraient également se fonder sur le taux CORRA composé à terme échu, mais le Groupe de travail étudiera les différentes options envisageables et mènera des consultations d'ici la fin du premier trimestre de 2022 sur la possibilité de devoir créer de nouveaux taux de référence à cet égard, dont un taux à

terme prospectif basé sur le taux CORRA². Tous les nouveaux taux de référence canadiens devraient être conformes aux principes de l'OICV et répondre aux normes mondiales en matière de robustesse.

- Si RBSL est d'accord avec l'analyse et les recommandations du Groupe de travail et annonce qu'elle cessera de publier le CDOR à la suite de ses consultations publiques, les ressources allouées au remplacement du LIBOR (en cours) serviront également pour le passage du CDOR au CORRA. Les travaux réalisés par l'ISDA pour faciliter l'adoption de taux à un jour sans risque seront aussi très utiles. Ces travaux, achevés récemment, visaient à rédiger des clauses de repli plus robustes et à les incorporer aux contrats de dérivés conclus en vertu des conventions de l'ISDA et liés à certains taux interbancaires offerts, dont le CDOR et d'autres grands taux de référence sensibles au crédit utilisés dans le monde.
- Le Groupe de travail sur le TARCOM a déjà jeté certaines bases nécessaires à une transition harmonieuse, puisqu'il a terminé les travaux d'amélioration du taux CORRA et recommandé des clauses de repli solides concernant le CDOR ainsi que des conventions pour faire basculer vers le CORRA les produits actuellement fondés sur le CDOR. Toutefois, le Groupe de travail reconnaît qu'il resterait beaucoup à faire si RBSL décidait de cesser de publier le CDOR, notamment apporter des changements aux infrastructures et peut-être aussi aux lois et règlements en vigueur, et éventuellement créer de nouveaux taux de référence. Tous ces facteurs ont été pris en compte dans l'élaboration du plan de transition en deux étapes qui a été recommandé.
- Le Groupe de travail poursuivrait sa collaboration avec les parties prenantes du CDOR, dont les autorités canadiennes, pour concevoir les outils et les étapes susceptibles de faciliter le remplacement du taux CDOR. À cette fin, et pour réduire les risques que fait peser une transition abrupte sur les marchés financiers canadiens, il s'attend à ce que les six banques déclarantes continuent de participer au panel CDOR et de soutenir l'émission d'AB, dans la mesure du possible, jusqu'à la date recommandée d'abandon du CDOR, le 30 juin 2024.
- Bien que les recommandations du Groupe de travail ne visent que le CDOR, l'abandon de ce taux pourrait avoir des répercussions sur les émissions d'AB, puisque les banques pourraient choisir de cesser d'émettre des AB à court terme au profit d'autres formes de financement. Le Forum canadien des titres à revenu fixe collaborera avec des acteurs du secteur pour évaluer les effets de la réduction des émissions d'AB et établir les efforts supplémentaires à fournir, le cas échéant, pour aider les investisseurs à s'adapter aux changements découlant de cette situation.

² À l'instar des limites liées à l'utilisation du taux SOFR à terme, les licences pour le taux CORRA à terme pourraient éventuellement n'être octroyées que pour les opérations de prêts et de couverture des prêts.