



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Tim Lane
sous-gouverneur à la Banque du Canada
Faculté de droit Osgoode Hall et
École de commerce Schulich
Toronto (Ontario)
24 mars 2014

Les indices financiers de référence : une question de confiance

Je vous remercie de me donner la possibilité de m'adresser à vous aujourd'hui sur un sujet qui a fait dernièrement l'objet de beaucoup d'attention.

Votre ville, comme toutes les autres, tire sa prospérité des échanges et du commerce. Or, la clé du succès des échanges et des relations commerciales se trouve dans l'assurance que chacune des parties remplira sa part du contrat. Tout au long de l'histoire, de nombreuses normes ont été instituées pour consolider cette confiance. Parmi les plus fondamentales figurent les unités de mesure standardisées. Mais, plus globalement, la confiance repose sur la primauté du droit et sur d'autres composantes de la bonne gouvernance.

La confiance est aussi d'une importance primordiale dans le monde de la finance. Cette confiance a été récemment ébranlée par une série d'affaires retentissantes concernant des indices financiers de référence comme le LIBOR.

Aujourd'hui, je voudrais vous entretenir du rôle des indices de référence, de la manière dont ils sont employés, des raisons qui les ont placés au centre de l'actualité et des mesures prises pour restaurer une confiance qui est si essentielle au bon fonctionnement du système financier.

Le rôle des indices financiers de référence

Les indices financiers de référence sont utilisés dans des contrats très variés afin de stipuler la nature des livraisons qui seront effectuées à des dates précises, ou le montant des paiements attendus. Par exemple, dans le cas des emprunts à taux variable, les débiteurs versent à leurs créanciers des intérêts qui reposent sur un indice de référence dont l'évolution varie selon une mesure spécifique des taux d'intérêt. Les indices de référence sont aussi particulièrement importants pour les produits dérivés comme les swaps de taux d'intérêt, qui sont des instruments essentiels à la gestion des risques.

Lorsqu'ils remplissent leur rôle, les indices de référence constituent un baromètre financier simple et efficace. Ils visent à fournir une mesure impartiale et objective des prix d'un marché sous-jacent.

Les causes du problème

Mais certains indices financiers de référence ont fait récemment les gros titres, et pour de mauvaises raisons. Ont ainsi été mis en cause le LIBOR (taux d'emprunt interbancaire offert à Londres) et des indices servant à établir les taux de change (qu'on appelle couramment les « taux de change de référence »).

Des enquêtes ont été ouvertes sur des malversations présumées, des entreprises ont payé des amendes de plusieurs milliards de dollars, et des courtiers de haut vol ont perdu leur emploi.

Ces gros titres ont nui à la confiance. Ils mettent en doute le caractère impartial des mesures fournies par certains indices clés sur les conditions réelles de marché. Pire, ces manchettes pourraient même être perçues comme une remise en question de l'intégrité du système financier, plus largement.

Je vous propose d'examiner les problèmes qui ont été soulevés.

Le LIBOR

Prenons tout d'abord le cas du LIBOR.

Le LIBOR est né avec le développement des marchés de l'eurodollar qui s'est produit à Londres, à la fin des années soixante et pendant les années soixante-dix. Plus précisément, le LIBOR a été créé pour répondre à la fois à l'essor du marché des prêts consortiaux en eurodollars et à la demande connexe d'instruments visant à gérer les expositions, à commencer par celles des prêteurs. Ces instruments, qui forment ce qu'on appelle aujourd'hui des dérivés de taux d'intérêt, exigeaient un baromètre commun pour faciliter leur standardisation; le LIBOR est ce taux de référence. Il a été publié pour la première fois le 1^{er} janvier 1986.

Taux d'intérêt de référence, le LIBOR sert d'indicateur à l'égard des taux d'intérêt appliqués dans des contrats libellés dans plusieurs grandes monnaies et pour des échéances allant de un jour à un an. Issu au départ des marchés du crédit, le LIBOR est devenu le principal indice de référence pour un large éventail d'instruments monétaires et de produits dérivés. Le LIBOR (et ses équivalents, à savoir les taux interbancaires offerts dans d'autres monnaies) sert à déterminer le taux variable auquel sont rémunérés des contrats de taux d'intérêt qui s'élèvent à plus de 500 billions (soit 500 000 milliards) de dollars, ainsi que le versement de plusieurs billions relativement à des prêts et titres à taux flottant.

Le LIBOR est calculé à partir des estimations formulées par un panel de banques : chacune se charge d'évaluer à quel coût elle pourrait emprunter auprès des autres établissements, sur le marché interbancaire des prêts non garantis, pour diverses échéances et dans différentes monnaies. Le taux LIBOR correspond à la moyenne des estimations obtenue, une fois écartées les valeurs maximales et minimales. Les estimations de chaque banque sont rendues publiques, de manière à dissuader quiconque de communiquer des valeurs extrêmes en vue d'influer sur la moyenne.

Le point essentiel à retenir dans le cas du LIBOR est que les estimations ne reposent pas toutes directement sur des transactions réelles. Par exemple, pendant la crise financière mondiale de 2008, alors que le marché interbancaire

s'était pour ainsi dire tari, en particulier en ce qui touche les échéances longues, les banques devaient continuer de participer à la fixation de l'indice.

Penchons-nous maintenant sur les problèmes qui sont apparus au sujet du LIBOR.

Le premier d'entre eux concerne les signaux. Dans la situation qui prévalait au plus fort de la crise récente, devant la détérioration continue des conditions du crédit interbancaire, une banque pouvait être amenée à se montrer peu encline à communiquer des estimations supérieures à celles d'autres banques, de peur que ses chiffres soient perçus comme le signe d'une dégradation de sa solvabilité.

Le second problème est celui de la manipulation, qui a été visée par la plupart des gros titres. Les reportages ont mis l'accent sur le fait que certaines entreprises n'auraient pas répondu avec franchise au questionnaire servant à l'établissement du LIBOR, dans l'espoir de tirer profit de leurs positions de négociation. Il va sans dire que, si c'est avéré, ce genre de malversation est un délit, et les autorités ont traité ce problème comme tel.

Les taux de change de référence

Parlons maintenant des taux de change de référence.

Les taux de change de référence sont d'habitude calculés sur la base des opérations au comptant réalisées quotidiennement pendant un laps de temps prédéterminé. Les cambistes de certaines grandes institutions financières auraient échangé de l'information sur les ordres de leurs clients afin de mieux se positionner sur le marché.

Les soupçons de collusion – que semblent évoquer certains courriels et des conversations en ligne – sont à prendre très au sérieux.

On ne peut toutefois conclure à la collusion en se fondant sur le volume de transactions enregistré pendant la période servant à la fixation des taux de change. Les banques peuvent en effet choisir d'exécuter bon nombre de leurs opérations au cours de cette période, notamment si leurs clients veulent conclure des transactions au prix de référence; le cas échéant, les banques chercheront à contrebalancer les positions prises autour du cours de référence de manière à gérer leur risque de marché. La détermination des taux de change de référence et l'utilisation de ces cours par les banques et leur clientèle sont maintenant des questions qu'examinent les autorités de plusieurs pays.

Que devrait-on faire?

Pour régler certains des problèmes soulevés par les indices de référence, deux options se présentent : la réforme des indices ou leur remplacement. On peut réformer les indices de façon à renforcer le cadre de gouvernance et appliquer des procédures qui permettent de se prémunir adéquatement contre les conflits d'intérêts et la collusion. La seconde option consiste à remplacer les indices par d'autres indicateurs plus robustes. En fait, il est probable qu'aucune de ces options ne suffise en soi, et qu'il faille combiner un peu des deux.

Réformer les indices

Le renforcement des indices passe, en premier lieu, par une clarification de la gouvernance. Qui est directement chargé d'établir ces indicateurs et de garantir leur intégrité? Quel genre de gouvernance est en place au sein des institutions financières pour la détermination des indices? Et qui surveille les mécanismes pour s'assurer que les mesures de protection sont adéquates?

L'été dernier, un groupe réunissant les organismes de réglementation des marchés financiers de divers pays, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), a rendu publics des principes qui fournissent, relativement aux indices de référence, un ensemble de pratiques optimales visant à répondre à toutes ces interrogations. Les principes proposent un cadre pour la gouvernance et la gestion des indices financiers de référence, en précisant les fonctions et responsabilités de l'autorité chargée de la gestion des indices, ainsi que les contrôles internes qui relèvent de sa compétence. Une attention spéciale a été accordée aux contrôles supplémentaires qu'exigent les indices fondés sur des sondages, indices qui ont été une source particulière d'inquiétude.

Remplacer les indices

La seconde option, qui consiste à remplacer les indices existants, présente des difficultés de deux ordres. Tout d'abord, il pourrait être ardu de trouver un meilleur indice de référence, qui soit à la fois robuste et apte à refléter les expositions à l'égard des variables économiques voulues. Ensuite, même si un autre indice adapté aux besoins était trouvé, il pourrait s'avérer compliqué de l'adopter, en pratique.

Les principes de l'OICV font ressortir les caractéristiques que devraient avoir des indicateurs financiers robustes. L'organisation préconise, en particulier, que les indices de référence soient arrimés à des transactions observables sur des marchés sous-jacents actifs.

Certains pourraient même vouloir aller plus loin, en imposant que ces indices se fondent uniquement sur les prix du marché. Il est vrai qu'il y a des cas – par exemple, pour les marchés des pensions à court terme – où les marchés sous-jacents sont suffisamment liquides pour servir d'assise fiable à des indices qui sont simplement des moyennes des taux pratiqués par les opérateurs. Dans d'autres cas, les prix du marché pourraient au moins être employés pour recouper les mesures tirées d'enquêtes, même s'ils ne peuvent pas servir directement à calculer l'indice de référence.

Dans d'autres cas encore, il pourrait s'avérer difficile de trouver un prix de marché approprié, qui rende compte des aspects souhaités des conditions de marché. Or, si l'indice de rechange ne reflète pas entièrement les risques économiques dont les opérateurs veulent se protéger, ces derniers ne pourront pas gérer leurs risques aussi efficacement. En outre, il importe de ne pas oublier qu'en l'absence d'un cadre de gouvernance, de contrôle et de réglementation adéquat, les prix du marché peuvent aussi faire l'objet de manipulations.

Des indices qui s'appuieraient uniquement sur les transactions posent aussi une autre difficulté : comment déterminer le taux de référence s'il n'y a pas de

transactions sur le marché concerné un jour donné, voire plusieurs jours d'affilée, comme lors de périodes de tensions.

Même s'il était possible de trouver un meilleur indice de référence pour certains marchés, il resterait encore plusieurs problèmes à régler avant d'opérer le changement. Déjà, les indices existants sont intégrés à une quantité considérable de contrats, dont certains n'arriveront pas à échéance avant des années, voire des décennies. Ces contrats devraient alors être dénoués ou renégociés (l'un n'excluant pas l'autre), ce qui soulève des questions de coordination et présente un risque juridique.

Prenant en compte toutes ces considérations, l'an dernier, le Conseil de stabilité financière a mis sur pied un groupe d'orientation composé de représentants d'organismes de réglementation et de banques centrales. Sa mission est double : contribuer à coordonner les évaluations des indices de référence existants qui se feront, prochainement, à la lumière des normes proposées par l'OICV et étudier la faisabilité de projets visant la création d'indices différents, au moins pour certains marchés.

Le groupe d'orientation concentre ses efforts sur les principaux taux de référence internationaux, soit les taux interbancaires offerts à Londres (LIBOR), en euros (EURIBOR) et à Tokyo (Tibor). Il a collaboré avec des participants aux marchés du monde entier pour évaluer des indices de référence susceptibles de remplacer les indices existants et pour cerner les difficultés qui pourraient survenir durant la transition et étudier des moyens de les atténuer. Les fruits de cette entreprise permettront d'orienter des discussions similaires au sujet d'indices financiers de référence utilisés dans d'autres monnaies, telles que le dollar canadien. Récemment, un autre projet a été lancé à l'échelle internationale pour s'attaquer, dans le même esprit, à la question des taux de change de référence.

Le CDOR : le cas d'un indice canadien

Permettez-moi maintenant de revenir à notre contexte national. Le principal taux d'intérêt de référence utilisé pour les transactions en dollars canadiens est désigné par le terme CDOR (*Canadian Dealer Offered Rate*). Il sert à déterminer les intérêts à verser sur les billets à taux variable (dont l'encours s'élève à 130 milliards de dollars canadiens) ainsi que les paiements dus sur les swaps de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens (lesquels représentent quelque 9 300 milliards de dollars américains)¹ et les produits dérivés négociés en bourse (plus de 750 milliards de dollars canadiens). Compte tenu de l'importance du CDOR, il est essentiel pour l'ensemble du système financier canadien de veiller à ce que ce soit un indice robuste.

Alors, comment arrive-t-on à établir cet indice? Le CDOR est le taux auquel les banques sont disposées à prêter à des entreprises contre des acceptations bancaires. Ce taux est déterminé à partir du sondage de sept participants au

¹ Selon l'enquête triennale de la Banque des Règlements Internationaux publiée en novembre 2013 (*Statistical release – OTC derivatives statistics at end-June 2013*).

marché qui a lieu chaque jour à 10 h 15. Son mode de calcul est simple : parmi les valeurs proposées par les membres du panel, on écarte la plus basse et la plus élevée, puis on fait la moyenne des cinq chiffres restants. Si le nombre de membres peut sembler faible, soulignons qu'il s'agit en fait des teneurs du marché des acceptations bancaires au Canada; on leur doit près de 99 % de l'encours de ces titres, lequel s'élève à environ 67 milliards de dollars canadiens.

Par conséquent, bien que le CDOR ait quelques similitudes avec le LIBOR, ce sont des taux fort différents. Tout d'abord, le CDOR est un taux bancaire régissant *les prêts*, et non les *emprunts*. Ensuite, même si ce taux n'est pas une moyenne des données relatives aux transactions effectuées sur les marchés secondaires, il s'appuie sur un marché sous-jacent dont la taille demeure importante, contrairement à la situation actuelle de certains marchés des prêts interbancaires non garantis – la base du LIBOR –, qui ont connu une contraction assez considérable avant la crise. Enfin, puisque les banques s'engagent à faire crédit aux entreprises clientes au moyen d'acceptations bancaires fondées sur le CDOR, et que ces entreprises déterminent à la fois le moment où elles souhaitent emprunter et l'échéance de leur emprunt, il est moins probable que ce taux de référence connaisse les problèmes dont j'ai discuté précédemment.

Ces caractéristiques du CDOR donnent certaines garanties – et, de fait, on n'a eu à déplorer aucun problème similaire à ceux qui ont fait surface pour d'autres indices financiers. Néanmoins, étant donné le rôle vital que joue ce taux dans notre système financier, les autorités canadiennes ont jugé essentiel d'étudier le CDOR de plus près, à la lumière des nouveaux principes de l'OICV et de l'expérience qui a été tirée d'autres taux d'intérêt de référence à l'étranger.

Comment renforcer la gouvernance du CDOR

En 2012-2013, en vue de préparer le renforcement de la gouvernance du CDOR, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) a passé en revue les pratiques existantes. Il s'est concentré sur les pratiques prudentielles des membres du panel, soit, en l'occurrence, le mode de calcul des taux qu'ils fournissent pour l'établissement du CDOR et la répartition des rôles entre les participants, les responsables de la surveillance et l'autorité de réglementation compétente. Cet examen n'était pas destiné à enquêter sur d'éventuelles malversations ou manipulations du CDOR. À l'issue de celui-ci, l'organisme a déclaré avoir relevé certaines incohérences dans les procédures suivies par les différentes institutions, et, dans quelques cas, un défaut de consignation de ces procédures. L'OCRCVM a aussi estimé qu'il fallait améliorer le contrôle indépendant du respect du processus d'établissement des taux pour compléter les procédures de surveillance sectorielles et les protocoles des institutions en matière de conflits d'intérêts.

Tant les autorités que les acteurs de l'industrie ont commencé à s'attaquer aux problèmes que cet examen a mis en lumière. Puisque le CDOR se fonde sur l'émission d'acceptations bancaires et que les réponses au sondage qui permet d'établir ce taux viennent désormais entièrement de banques, les autorités de réglementation concernées ont convenu qu'à titre de responsable du contrôle du secteur bancaire canadien, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) était le plus apte à encadrer les processus entourant le sondage CDOR.

De fait, en janvier, le BSIF a annoncé que, compte tenu de son mandat et de son expertise, il surveillerait les mécanismes de gouvernance et de contrôle des risques inhérents aux processus adoptés par chacune des banques participant au sondage CDOR². Par la suite, dans le plan budgétaire qu'il a déposé récemment, le gouvernement fédéral a annoncé son intention d'inclure dans la *Loi sur les banques* un pouvoir de réglementation s'appliquant aux banques relativement aux données qu'elles fournissent à l'égard des indices de référence.

Par ailleurs, les banques qui répondent au sondage CDOR devraient bientôt publier le code de conduite qu'elles ont élaboré, au terme de consultations avec l'OCRCVM et la Banque du Canada, en vue d'encadrer les processus suivis par les membres de ce panel. Outre une définition formelle du CDOR et une description des exigences à remplir pour participer au sondage, le code contiendra les normes minimales à respecter en ce qui concerne la méthode de calcul des taux, les contrôles internes et la conservation des documents.

Les travaux se poursuivent pour renforcer d'autres aspects de la gouvernance du CDOR et se conformer aux principes de l'OICV. Par exemple, nous avons discuté avec les acteurs de l'industrie du fait qu'ils devraient établir des procédures administratives plus formelles s'agissant du CDOR, et ils ont déjà pris des mesures en ce sens.

D'autres indices de référence canadiens

Si le CDOR est probablement l'indice financier de référence le plus important au pays, il est également indispensable de s'assurer que les autres grands indices canadiens sont bien conçus et dûment encadrés, conformément aux normes de l'OICV.

Le taux des opérations de pension à un jour (CORRA) en est un bon exemple. Bien qu'il soit moins largement employé que le CDOR, le taux CORRA est important pour le système financier canadien, car c'est le taux de référence des swaps indexés sur le taux à un jour, un marché de grande taille de produits dérivés. Ce taux repose sur les opérations qui se produisent réellement sur le marché des pensions à un jour³. Même s'il n'est pas directement placé sous la responsabilité de la Banque du Canada, ce taux est calculé et publié par notre institution sur la base des données fournies par les courtiers.

Une initiative a été lancée afin d'étudier les changements qu'il conviendrait d'apporter au taux CORRA, en fonction des nouvelles normes de l'OICV. Je m'attends à ce qu'un large éventail de parties intéressées soient mises à contribution à mesure que cette initiative progressera.

² Voir la lettre du BSIF intitulée « Surveillance du processus de réponse aux sondages CDOR » (<http://www.osfi-bsif.gc.ca/Fra/fi-if/rg-ro/gdn-ort/adv-prv/Pages/cdor.aspx>), qui a été envoyée aux banques participant au sondage le 13 janvier 2014.

³ Plus précisément, c'est la moyenne pondérée des taux auxquels les opérations générales de pension à un jour sont négociées quotidiennement par l'entremise de trois courtiers intermédiaires désignés.

Maintenant, en ce qui concerne le marché des changes, s'il est vrai que la Banque du Canada publie des taux de change calculés en fonction des cours et des opérations sur le marché, elle ne le fait qu'à titre purement indicatif. Néanmoins, il semble que pour certaines opérations financières, ces taux soient employés comme s'il s'agissait de taux de référence, ce qu'ils ne sont pas. Bien qu'il n'y ait aucun signe d'une manipulation du marché qui aurait une incidence sur les taux de change que la Banque publie, nous avons décidé de nous pencher sur le dossier afin d'apporter tout changement jugé approprié. Nous allons étudier la façon dont les participants au marché utilisent ces taux publiés pour évaluer l'incidence que des changements éventuels pourraient avoir sur le fonctionnement du marché.

Conclusion

Nous avons abordé quelques notions assez techniques, mais ce qu'il faut retenir est simple. Nous avons besoin d'une bonne gouvernance pour préserver la confiance à l'égard de la myriade de contrats financiers sur lesquels notre économie repose.

J'ai expliqué comment certains indices financiers majeurs ont failli à la tâche à l'étranger, ainsi que des mesures qui sont prises pour restaurer la confiance, tant à l'échelle internationale qu'au Canada. L'adoption et l'application des principes de l'OICV relatifs aux indices financiers de référence aideront assurément à renforcer l'intégrité et la gouvernance de ces indicateurs. En ce qui a trait à notre pays, le resserrement des mécanismes de gouvernance entourant le CDOR et les autres indices de référence importants se traduira par une plus grande stabilité du système financier.

Dans ce contexte, les indices de référence robustes s'apparentent aux unités de mesure standardisées. Qu'il s'agisse d'un litre de vin, d'une livre de beurre ou d'un taux d'intérêt de référence, on devrait toujours pouvoir se fier à l'exactitude et à l'équité de ces mesures, dans un cadre commercial ou financier.