



Nouveaux taux sans risque

**Pourquoi les gestionnaires d'actifs
doivent se préparer à la transition des
taux interbancaires aux taux sans risque**

Février 2019

kpmg.com/evolvinglibor



Une perspective canadienne

Les organismes de réglementation ont à l'œil les conséquences de la transition aux nouveaux taux sans risque (« TSR »). Cette publication présente les facteurs qui ont une incidence sur le secteur, ce que les sociétés de placement doivent prendre en considération et par où elles doivent commencer.

En juillet 2017, la Financial Conduct Authority (« FCA ») du Royaume-Uni a annoncé qu'elle cesserait d'inciter ou de contraindre le panel de banques à soumettre des estimations visant la fixation du taux interbancaire offert à Londres (ou « LIBOR » en anglais) après la fin de 2021. Cette déclaration a suscité une vague d'activités visant à définir des taux de référence complémentaire et à élaborer un plan de transition vers les nouveaux TSR.

Le procès-verbal¹ de la réunion d'octobre 2018 du groupe de travail sur les taux sans risque européens mentionne qu'il est urgent que le secteur financier relève les défis que posent les changements de taux d'intérêt de référence. Dans sa Cartographie 2018 des marchés et des risques², l'Autorité des marchés financiers française soulève que la validité juridique des instruments financiers et des contrats existants pourrait être remise en cause, et que les changements dans les taux de référence pourraient entraîner des réattributions significatives dans les portefeuilles.

Ici au Canada, le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire³ a publié des directives quant au libellé concernant les solutions de rechange et aux méthodologies touchant le TSR.

Bien qu'une majorité de maisons de courtage soient déjà en train de planifier la transition, les professionnels de KPMG ont pourtant observé que très peu de cabinets d'investissement ont analysé les répercussions de la transition sur leurs clients, ainsi que leurs ententes avec des contreparties et des fournisseurs.

¹ https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/20181018/2018_10_18_WG_on_euro_RFR_meeting_Minutes.pdf

² [https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=w](https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F543a184a-4e98-466d-84eb-)
[orkspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F543a184a-4e98-466d-84eb-](https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F543a184a-4e98-466d-84eb-)

³ <https://www.banqueducanada.ca/marches/groupe-travail-taux-reference>



Contexte

Le taux interbancaire (« IBOR » en anglais) sert de taux de référence pour le taux moyen auquel les banques peuvent emprunter les unes des autres sur les marchés monétaires à court terme. Le LIBOR est l'un des taux interbancaires actuellement utilisés. Il est calculé chaque jour en fonction des taux indiqués par un panel de banques dans cinq devises et sur sept échéances.

L'exposition notionnelle brute combinée des contrats calculée sur la base de ces taux interbancaires a été estimée à plus de 370 billions de dollars américains par le Conseil de la stabilité financière (« CSF ») en 2014⁴. À la fin de 2016, l'exposition estimative totale associée au LIBOR en dollars américains s'élevait à près de 200 billions de dollars américains⁵ et s'étendait à un large éventail de participants au marché pour une variété de produits.







En dépit de la taille du marché et du fait que les intervenants du marché utilisent le LIBOR pour de nombreux produits, la FCA, qui est responsable de la réglementation du LIBOR, souligne qu'il y a relativement peu d'emprunts à terme de gros non garantis à partir desquels les banques du panel peuvent établir les taux stipulés, mis à part les transactions à un jour. Cette absence de marchés sous-jacents actifs et le recours croissant à l'avis d'experts soulèvent des préoccupations sur la viabilité à long terme des indices de référence du LIBOR et d'autres taux de référence, et sur leur vulnérabilité à la manipulation. En outre, cela va à l'encontre des recommandations du CSF visant à renforcer les taux de référence, y compris le LIBOR et d'autres taux potentiels, en les étayant par des données transactionnelles.

Le CSF a également recommandé l'élaboration d'autres taux de référence sans risque ou à risque quasi nul. À cette fin, des groupes de travail ont été formés pour cinq devises (USD, GBP, JPY, CHF et EUR) afin d'étudier, de recommander et de promouvoir d'autres taux de référence sans risque dans le pays de ces devises. Les cinq taux sans risque complémentaires reposent essentiellement sur des opérations réelles et des taux d'emprunt à un jour.

« La réforme des taux d'intérêt de référence aura une incidence majeure sur l'ensemble des marchés financiers, à la fois pour les petits et les grands investisseurs. Il est donc primordial que tous les acteurs du marché comprennent l'ampleur de cet enjeu et agissent rapidement.

La tâche étant colossale, la question ne pourra être résolue dans les mois qui précéderont la fin de 2021. Pour réussir une transition ordonnée, les institutions doivent agir sans plus attendre. »

Scott O'Malia, chef de la direction, International Swaps and Derivatives Association (« ISDA »), 4 juillet 2018

| Devise | Groupe de travail | TSR proposé | Date de publication |
|--|---|---|---------------------|
| CAD  | Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien | Canadian Overnight Repo Rate Average (« CORRA ») | Juillet 2018 |
| USD  | Alternative Reference Rates Committee (« ARRC ») | Secured Overnight Financing Rate (« SOFR ») | Avril 2018 |
| GBP  | Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates | Reformed Sterling Overnight Index Average (« SONIA ») | Avril 2018 |
| JPY  | Comité intersectoriel sur les taux d'intérêt de référence utilisés pour le yen | Tokyo Overnight Average rate (« TONA ») | Décembre 2016 |
| CHF  | Groupe de travail national sur les taux d'intérêt de référence | Swiss Average Rate Overnight (« SARON ») | Août 2009 |
| EUR  | Groupe de travail pour les taux sans risque pour l'euro | Euro Short-Term Rate (« ESTER ») | Prévue avant 2020 |

⁴ Le Conseil de stabilité financière, *Market Participants Group on Reforming Interest Rate Benchmarks: Final Report*, juillet 2014. Disponible à l'adresse : http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722b.pdf

⁵ Deuxième rapport, *Alternative Reference Rate Committee*, mars 2018. Disponible à l'adresse : <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2018/ARRC-Second-report>

Principaux défis des gestionnaires d'actifs

Transferts de valeur – Les modèles d'évaluation internes devront être calibrés en fonction des taux sans risque complémentaires. Les cabinets devront identifier les cas où les taux interbancaires ont été utilisés et définir la manière de les remplacer de façon ordonnée. La transition vers un taux sans risque à un jour provoquera des variations de la valeur de certaines positions actuelles, ce qui pourrait s'avérer plus ou moins favorable pour les contreparties.

Conventions et documentation des fonds –

Il est possible que les conventions de gestion des placements et la documentation des fonds utilisent les taux interbancaires à titre de référence. Les cabinets doivent veiller à intégrer sans tarder un libellé plus rigoureux dans l'ensemble des contrats; ils doivent ainsi être disposés à modifier le libellé des contrats au fil du temps, plutôt que d'attendre d'avoir une certitude absolue avant d'apporter un changement.

Couverture et risque de base – Pour bon nombre d'instruments de couverture, comme les swaps et les contrats de gré à gré, le taux de la branche variable est fondé sur un taux interbancaire. Avec le passage aux TSR complémentaires et les questions entourant la disponibilité et la liquidité des instruments à taux complémentaire, il existe un risque que les stratégies de couverture commencent à inclure des taux de référence et des expositions qui ne se compensent pas parfaitement. Les cabinets doivent bien planifier le remplacement de leurs taux interbancaires afin de gérer ce risque fondamental.

Opérations interdevises – Les différentes approches régionales, de même que la coexistence des taux interbancaires et des TSR complémentaires, auront une incidence sur les opérations et les couvertures interdevises, particulièrement en ce qui concerne les risques fondamentaux. Les TSR complémentaires adoptés pour diverses devises présenteront des conditions de liquidité inégales, du moins pendant la période initiale.

Stratégies de placement axées sur les passifs –

Ces stratégies sont, de par leur nature, à long terme. La fin potentielle du LIBOR en 2021 aura probablement une incidence sur ces portefeuilles de dérivés. Les gestionnaires d'actifs mettront en œuvre des plans pour évaluer l'incidence et conviendront d'un échéancier de transition relativement aux risques.

Fonds négociés en bourse – L'utilisation de swaps pour acquérir une exposition à un indice sans détenir les titres sous-jacents est chose commune pour les fonds négociés en bourse synthétiques. Pour plusieurs, la branche variable d'un swap est un taux de référence, généralement un taux interbancaire, qui est échangé contre le rendement de l'indice boursier. Comme le passage aux TSR complémentaires n'implique pas nécessairement de prime de risque de crédit, les gestionnaires et les participants et investisseurs autorisés doivent comprendre l'incidence de cet enjeu et comment les fonds sont constitués.

« Nous savons qu'un taux sans risque est mieux adapté pour la plupart des expositions liées aux produits dérivés. Par ailleurs, le passage à d'autres indices de référence pose des problèmes majeurs. Si bien des contrats s'appuyant sur des indices de référence expirent assez rapidement, d'autres ont des échéances beaucoup plus éloignées. Pour ces derniers, il se pourrait que la transition soit bien plus compliquée, car la nature de leurs expositions pourrait changer.

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

Lynne Patterson, sous-gouverneure, Banque du Canada, « Vers une mise à niveau des taux de référence », discours prononcé le 18 juin 2018

Par où les gestionnaires d'actifs devraient-ils commencer?

Mise en place du programme de TSR

– Les cabinets doivent élaborer et gérer un programme de TSR interfonctionnel qui vise l'ensemble des unités d'exploitation et les différences entre les pays. Certains secteurs feront face à des enjeux majeurs qui devront être couverts par ces programmes. Pour que ces programmes soient efficaces, ils devront être isolés du contexte global.

Planification stratégique

– En tenant compte des répercussions économiques sur le portefeuille existant et des occasions d'affaires qui pourraient découler de l'utilisation des nouveaux TSR, les cabinets devront : i) établir la communication avec les clients et des flux de travaux de négociation, ii) passer en revue la structure contractuelle, et iii) évaluer la rentabilité, les flux de trésorerie et les risques de couverture.

Identification des contrats

– Au moyen d'un processus évolutif (tirant idéalement parti de la technologie), les cabinets devront identifier les gammes de produits, les secteurs de service (y compris les solutions de rechange prévues) et les négociations bilatérales qui sont susceptibles de faire partie du champ d'application. L'ISDA jouera un rôle clé dans la transition vers les marchés des dérivés. Toutefois, d'autres produits de trésorerie (par exemple, les billets à taux variable) ne sont généralement pas des contrats standards et peuvent donner lieu à des complexités supplémentaires sur le plan de la compétence juridique.

Évaluation initiale de l'incidence

– Cette évaluation doit comprendre la planification et l'analyse des modèles et des systèmes de l'ensemble des unités administratives pour examiner les questions comme les risques opérationnels, juridiques et éthiques, de même que les incidences fonctionnelles et économiques pour les cabinets et les clients. Les organisations mondiales doivent également tenir compte des transitions et des échéanciers propres à chaque région.

Gouvernance et communication avec les clients

– Les cabinets devront mettre en œuvre des processus de gouvernance interne pour l'approbation des changements aux politiques, aux systèmes, aux processus et aux contrôles. Ils devront impérativement s'assurer que les clients sont traités équitablement pendant la transition. Ils devront ainsi sensibiliser le personnel du service à la clientèle aux incidences de la transition, afin qu'il puisse guider les clients avec équité et transparence tout au long du processus.

Exposition aux taux interbancaires et gestion des risques

– Les cabinets doivent mettre en place une mesure claire de l'exposition aux taux interbancaires qui est ventilée selon l'échéance au-delà de 2021. Idéalement, l'exposition devrait être regroupée par fond, par portefeuille et par contrepartie. Ces données constitueront les éléments de base du programme, et elles aideront à évaluer les risques et les progrès au fil de la transition.

Mission du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire

Les taux d'intérêt de référence constituent la pierre angulaire du fonctionnement du système financier international. Ils sont utilisés par les intervenants du marché dans une variété d'instruments et de contrats financiers. En 2013, le CSF a mis sur pied l'**Official Sector Steering Group (« OSSG »)**, un organisme chargé de l'éclairer sur des recommandations visant à **renforcer les taux de référence interbancaires existants** et de faciliter l'élaboration de taux complémentaires sans risque ou à risque quasi nul qui serviraient de référence pour certaines catégories d'opérations. Les taux existants et les nouveaux taux de référence devraient être conformes aux normes réglementaires internationales, y compris les **principes régissant les indices de référence de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV »)**.

C'est dans ce contexte que le Canada a formé le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien, parrainé par le **Forum canadien des titres à revenu fixe**. Ce groupe de travail a reçu pour mission de définir et de chercher à développer un taux de référence à terme sans risque en dollars canadiens qui serait à la fois robuste, fiable et insensible aux tensions survenant sur les marchés, tout en étant conforme aux principes régissant les indices financiers de référence de l'OICV et aux règlements applicables. Le Groupe de travail se penchera aussi sur les améliorations qui pourraient être apportées au taux sans risque du financement à un jour actuellement utilisé au Canada, le taux à un jour sans risque (*Canadian Overnight Repo Rate Average*, ou « **CORRA** »).

Secteurs d'activité : éléments de base requis pour une transition harmonieuse

Les intervenants du secteur d'activité doivent s'entendre collectivement sur les éléments de base pour une transition harmonieuse.

- **Échéanciers clairs et détaillés pour le secteur** – Il est essentiel de mettre en place un échéancier et une approche structurés qui tiennent compte de l'ensemble des régions, des produits et des secteurs.
- **Adhésion au sein du marché** – En vue d'augmenter et de maintenir la liquidité du marché des TSR, les cabinets doivent s'assurer d'adopter collectivement les TSR. À mesure que la liquidité des TSR augmentera, celle des taux interbancaires diminuera de façon proportionnelle alors que les cabinets passeront au taux de référence complémentaire. Il y aura donc un moment optimal pour la transition.
- **Sensibilisation et consultation des clients** – Les intervenants du marché doivent s'assurer que les parties prenantes internes et les clients finaux sont bien informés de la transition et des incidences qu'elle pourrait avoir sur leurs positions actuelles et futures.
- **Développements techniques (p. ex. solutions de rechange, taux à terme et protocoles de l'ISDA)** – Les nouveaux TSR sont des indices à un jour et ils n'ont présentement aucune structure à terme, contrairement aux taux interbancaires. Ainsi, il pourrait y avoir des écarts entre les évaluations des produits et les accords de couverture. Des développements sont en cours d'élaboration pour les nouveaux produits, les nouveaux mécanismes et les nouveaux protocoles sectoriels afin d'appuyer la transition.

Comment KPMG peut vous aider

Nous comprenons la complexité globale de cette transition et la nécessité de procéder à une planification stratégique minimisant les perturbations pour votre fonds, les portefeuilles de vos clients et vos activités. Notre équipe expérimentée transige activement avec les autorités de réglementation et les intervenants du secteur à l'échelle mondiale, tant auprès des banques et des gestionnaires d'actifs que des sociétés. Par conséquent, nous avons une connaissance approfondie des défis que rencontre le secteur, et nous avons élaboré des solutions pour accompagner votre organisation dans sa transition vers les nouveaux taux.

Voici quelques publications récentes (en anglais) du Risk and Regulatory Insights Centre de KPMG



Evolving LIBOR – Juin 2018

Ce rapport propose des informations éclairées pour la planification d'une transition réussie.



Série Evolving LIBOR

Dans le cadre de la série *Evolving LIBOR*, nous produisons du contenu sur une base régulière afin d'aider les cabinets à intégrer les changements complexes que le passage du LIBOR aux TSR peut provoquer.



Évoluer avec le changement

Les organismes de réglementation européens et nationaux ont à l'œil la transition aux nouveaux TSR; ainsi, cette publication présente les facteurs qui ont une incidence sur le secteur, les éléments que les sociétés de placement doivent prendre en considération et les premières étapes à franchir.

Nous joindre

John Armstrong

Leader national
Services financiers
KPMG au Canada
416-777-3009
wjohrnarmstrong@kpmg.ca

Craig Davis

Associé
Services-conseils en gestion des risques
KPMG au Canada
416-777-8611
craigdavis2@kpmg.ca

James Loewen

Associé, Directeur national
Gestion de placements et de fonds
KPMG au Canada
416-777-8427
jloewen@kpmg.ca

Diana Lowe

Associée
Services-conseils en gestion des risques
KPMG au Canada
416-777-3838
kdlowe@kpmg.ca

Mohamed Mokhtari

Associé et leader national
Gestion des risques financiers
KPMG au Canada
514-940-7573
mmokhtari@kpmg.ca

Doron Telem

Leader national
Services-conseils en gestion des risques
KPMG au Canada
416-777-3815
dorontelem@kpmg.ca

Pour en savoir plus : www.kpmg.com/regulatorychallenges

kpmg.com/evolvinglibor



L'information publiée dans le présent document est de nature générale. Elle ne vise pas à tenir compte des circonstances de quelque personne ou entité particulière. Bien que nous fassions tous les efforts nécessaires pour assurer l'exactitude de cette information et pour vous la communiquer rapidement, rien ne garantit qu'elle sera exacte à la date à laquelle vous la recevrez ni qu'elle continuera d'être exacte dans l'avenir. Vous ne devez pas y donner suite à moins d'avoir d'abord obtenu un avis professionnel se fondant sur un examen approfondi des faits et de leur contexte.

© 2019 KPMG s.r.l./s.e.n.c.r.l., société canadienne à responsabilité limitée et cabinet membre du réseau KPMG de cabinets indépendants affiliés à KPMG International Cooperative (« KPMG International »), entité suisse. Tous droits réservés. 22792

KPMG et le logo de KPMG sont des marques déposées ou des marques de commerce de KPMG International.