

# Compte rendu du sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires



Sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires – TARCOM  
19 novembre 2018

## Remarque importante

---

L'ensemble des analyses présentées dans cet exposé sont des analyses préalables et doivent être considérées comme telles. Elles sont de plus conditionnées par les hypothèses retenues et par des limitations liées aux données.

Un taux CORRA amélioré calculé par un administrateur d'indice pourrait ne pas reposer sur l'analyse présentée ici et dépendra des sources de données choisies.

# Jalons à franchir avant la consultation publique

|   | Résultats  | Date                    |
|---|--|-------------------------|
| Septembre : réunion du Groupe sur le TARCOT | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Décision de se concentrer sur les opérations de pension à un jour portant sur les obligations et les bons du Trésor du gouvernement du Canada vendus et acquis par tous les types de contreparties (de courtiers à courtiers et de courtiers à clients)</li> <li>- Décision d'élargir le sous-groupe</li> </ul> | 17 septembre            |
| Octobre : réunion du Groupe sur le TARCOT   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Examen de deux méthodes de calcul : 1) approche fondée sur un taux et assortie d'une médiane; 2) approche fondée sur un taux obligataire</li> <li>- Le sous-groupe accepte de faire en novembre une recommandation sur la méthode prônée</li> </ul>   | 15 octobre              |
| Novembre : réunion du Groupe sur le TARCOT  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Prendre les dernières dispositions en vue de la consultation : peaufiner la recommandation sur la méthodologie prônée et régler la majorité des questions en latence (p. ex. calibration et décision d'inclure ou non les opérations de la Banque du Canada et du receveur général)</li> </ul>                  | 19 novembre             |
| Décembre : réunion du Groupe sur le TARCOT  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Discuter du contenu du document de consultation et de l'approche à adopter pour l'intégration des commentaires</li> </ul>   | 17 décembre             |
| Janvier : réunion du Groupe sur le TARCOT   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Autorisation de la publication du document de consultation</li> </ul>   | 21 janvier              |
| Publication du document de consultation     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Publication du document de consultation pour la réception de commentaires</li> </ul>  | Janvier ou février 2019 |

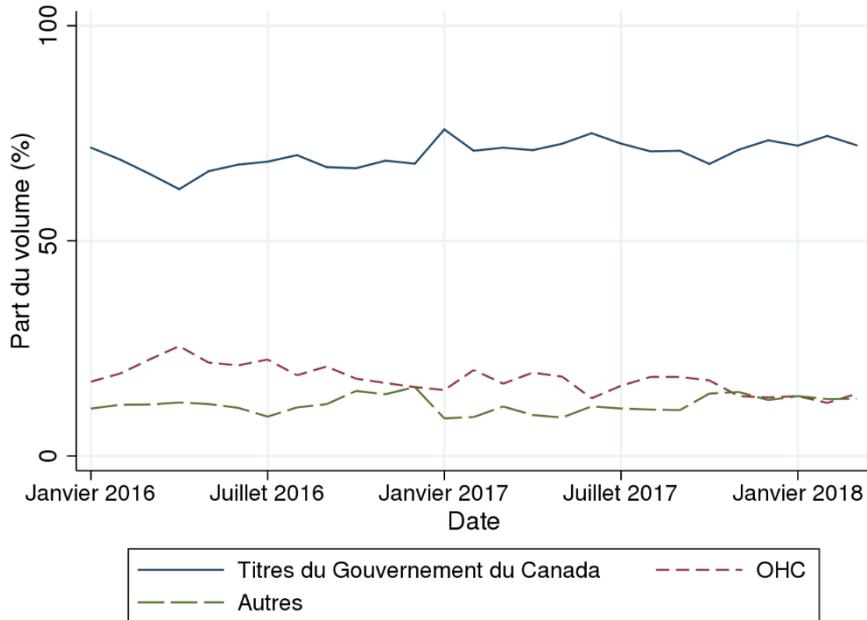
## Contexte : objectifs retenus par le sous-groupe pour le taux CORRA amélioré

---

- Le taux CORRA amélioré devrait remplir cette série d'objectifs :
  1. Être sans risque
  2. Être calculé à partir d'un volume plus important de transactions que ne l'est le taux CORRA actuel
  3. Être représentatif du taux appliqué sur le marché général des pensions
  4. Être simple et facile à expliquer
- Dans le choix d'un taux de référence complémentaire, la cohérence avec le taux CORRA actuel est aussi une considération importante pour le sous-groupe.

## Contexte : il est recommandé de se concentrer sur toutes les opérations de pension portant sur des bons du Trésor et des obligations du gouvernement du Canada

### Parts respectives des opérations de pension à un jour avec règlement le jour même



Source : Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM)

Sûretés : toutes

Dates : janvier 2016-décembre 2017

Filtres : suppression des valeurs hors norme (données aberrantes)

[bank-banque-canada.ca](http://bank-banque-canada.ca)

- Volumes totaux quotidiens des opérations de pension à un jour pour tous les types de sûretés, avec règlement le jour même de la branche à l'initiation de la transaction : fourchette de 40 à 55 milliards \$ (déclarés dans le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché).
- Volumes quotidiens de 30 à 40 milliards \$ pour le volet des obligations et des bons du Trésor du gouvernement du Canada (encours bruts avant filtrage – question traitée plus tard).
- Le sous-groupe recommande de se concentrer sur les bons du Trésor et les obligations du gouvernement du Canada, car ces instruments constituent la plus grande part du volume des transactions et que la définition des opérations générales de pension retenue aujourd'hui s'applique à ces titres.
  - Introduire d'autres types de sûretés pourrait causer d'autres sources de variation dans le taux.
- Les opérations entre toutes les contreparties (si les données sont disponibles) devraient être prises en compte.
  - L'analyse montre que nous perdrons une bonne part des volumes en nous focalisant sur les opérations entre courtiers.
  - L'analyse ne révèle pas de différence significative de taux entre les types de contreparties.

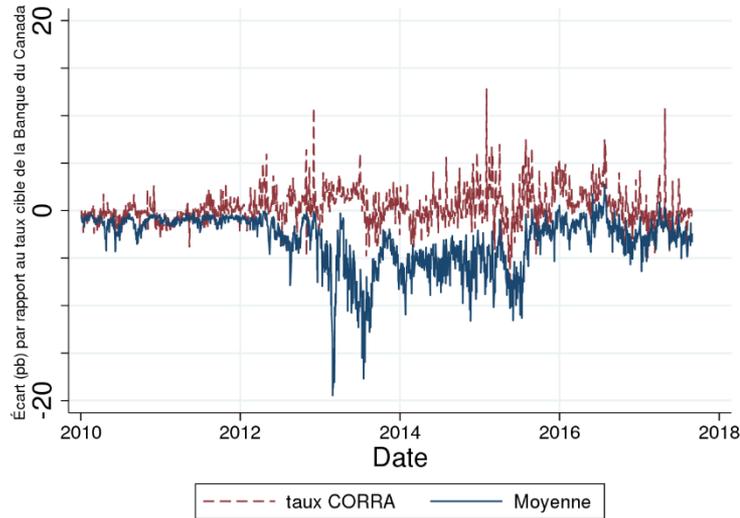
## Contexte : l'incidence des opérations « spéciales », un problème pour le taux CORRA amélioré

---

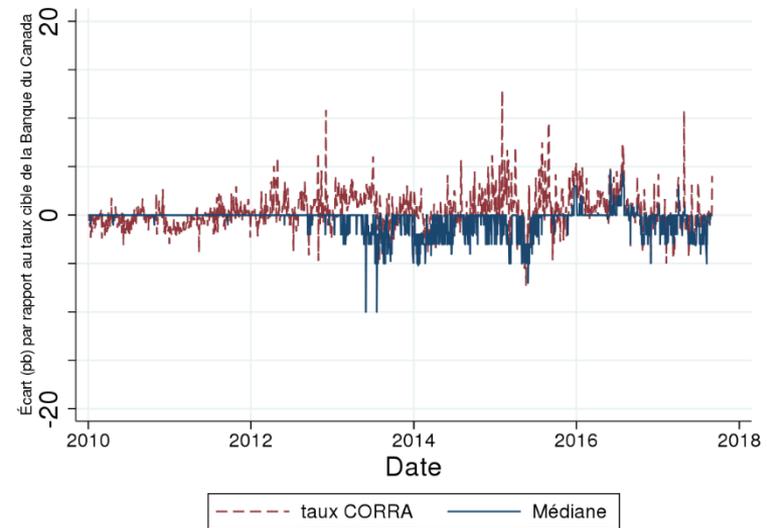
- L'ensemble élargi de transactions proposé pour le calcul du taux CORRA amélioré révèle des taux quotidiens moyens et médians généralement inférieurs au taux CORRA actuel et au taux cible du financement de la Banque du Canada.
- Le sous-groupe croit que les opérations « spéciales » incluses dans les données sont responsables de cette tendance.
- Le sous-groupe estime que les opérations « spéciales » ne devraient pas être prises en compte, puisqu'elles ne renseignent habituellement pas sur les conditions de financement du marché général des pensions.
  - Les opérations « spéciales » sont motivées davantage par le besoin d'obtenir certains titres que par la nécessité d'obtenir de la liquidité.
- Il n'y a cependant pas une définition des opérations « spéciales » unanimement acceptée par les acteurs du secteur, ni de moyen simple de repérer ce genre de transactions dans les données.

# Contexte : l'incidence des opérations « spéciales », un problème pour le taux CORRA amélioré

## Moyenne pondérée en fonction du volume



## Médiane pondérée en fonction du volume



Sources : CDS et CDCC  
 Sûretés : obligations du gouvernement du Canada  
 Dates : janvier 2010-décembre 2017  
 Filtres : suppression des valeurs hors norme (données aberrantes)

| Écart (pb) par rapport au taux du financement de la Banque du Canada | Taux CORRA | Moyenne | Médiane |
|--|------------|---------|---------|
| Moyenne  | 0,3        | -3.5    | -0.6    |
| Écart-type   | 1,8        | 3.1     | 1.2     |

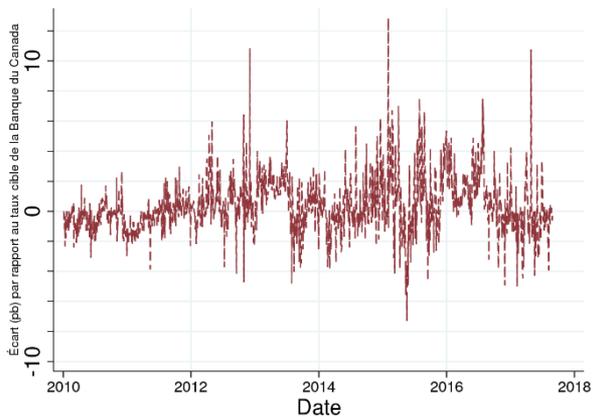
## Contexte : examen de quatre méthodes de correction de l'incidence des opérations « spéciales »

---

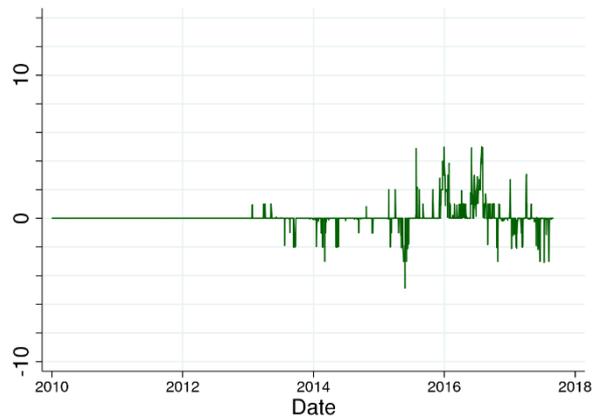
- Le sous-groupe juge important de corriger l'incidence des opérations « spéciales » sur le calcul du taux CORRA amélioré.
- Quatre méthodes sont proposées :
  1. Absence de filtre
    - Le taux obtenu tient compte des opérations spéciales et des opérations générales de pension
  2. « Méthode fondée sur un taux »
    - Chaque jour, abandon d'un nombre fixe (centile inférieur) d'opérations, selon un taux donné
  3. « Méthode fondée sur un taux obligataire »
    - Chaque jour, abandon d'un nombre variable d'opérations, selon le taux du titre obligataire remis en garantie
  4. « Méthode mixte »
    - Séparation des distributions des opérations spéciales et des opérations générales de pension
- Le sous-groupe retient la méthode fondée sur un taux et la méthode fondée sur un taux obligataire.

# Comparaison entre la méthode fondée sur un taux et la méthode fondée sur un taux obligataire

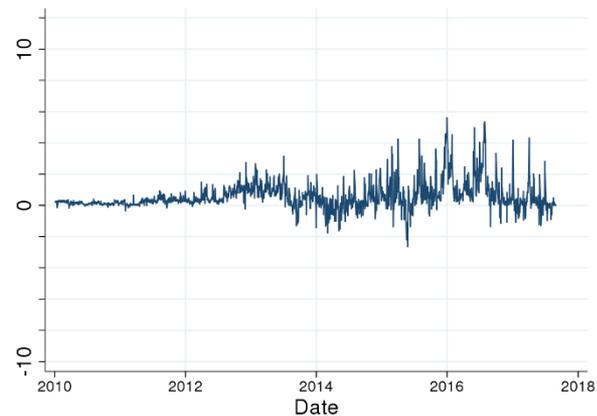
Taux CORRA



Méthode fondée sur un taux avec médiane et filtrage  
(25 %)



Méthode fondée sur un taux obligataire (70 %, 10 %)



Sources : CDS et CDCC  
Sûretés : obligations et bons du Trésor du  
gouvernement du Canada  
Dates : janvier 2010-septembre 2017  
Filtres : suppression des valeurs hors norme  
(données aberrantes)

## Recommandation : méthode fondée sur un taux, assortie d'une médiane et d'un filtre à 25 %

- Le sous-groupe s'est accordé pour recommander de retenir une **méthode fondée sur un taux et assortie d'une médiane**.
  - La faible volatilité associée à cette approche est vue d'un bon œil : les opérateurs en couverture tireront parti d'un taux plus sensible aux évolutions du taux du financement à un jour de la Banque du Canada, tandis que les émetteurs profiteront de la stabilité des flux de paiement.
  - Sur un marché où les volumes d'opérations « spéciales » sont particulièrement élevés, le taux tendra à la baisse du fait de la nature différente de la source de financement.
  - La méthode fondée sur le taux obligataire a été jugée trop complexe à gérer et à appliquer.
  - La méthode fondée sur le taux et assortie d'une médiane est simple et elle correspond à l'approche américaine.
- La calibration proposée consiste à supprimer chaque jour le 25<sup>e</sup> centile inférieur des opérations, afin d'écarter les opérations « spéciales ».
  - Cette calibration repose sur l'analyse historique des écarts et des différences de volatilité entre le taux CORRA amélioré et le taux du financement à un jour de la Banque du Canada, et entre le taux CORRA amélioré et le taux CORRA actuel.

|  | 2010-2017  |  | 2016-2017  |   |
|--|------------|--|------------|---|
| Écart (pb) par rapport au taux cible du financement de la Banque du Canada | Taux CORRA | Recommandation : Médiane (filtre à 25 %) | Taux CORRA | Recommandation : Médiane (filtre à 25%) |
| Moyenne  | 0,3        | 0,1                                      | 0,5        | 0,4                                     |
| Écart-type   | 1,8        | 0,7                                      | 1,9        | 1,1                                     |

Sources : CDS et CDCC  
 Sûretés : obligations et bons du Trésor du gouvernement du Canada  
 Dates : janvier 2010-septembre 2017  
 Filtres : suppression des valeurs hors norme (données aberrantes)