



Document de consultation – Améliorations au taux CORRA

Résumé

- En mars 2018, le Forum canadien des titres à revenu fixe a mis sur pied le [Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien](#) (le Groupe de travail) qui a pour mandat d'examiner et d'améliorer le taux de référence à un jour sans risque actuellement utilisé au Canada, soit le taux des opérations de pension à un jour (CORRA), ainsi que d'établir la nécessité d'un taux de référence à terme sans risque pour les opérations en dollars canadiens et d'élaborer ce taux, au besoin. Le Groupe de travail a mis sur pied le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires, qui est chargé plus spécifiquement d'évaluer les options qui permettraient d'améliorer le taux CORRA.
- En juillet 2018, après avoir examiné plusieurs options, le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires et le Groupe de travail ont convenu que le sous-groupe concentrerait ses efforts sur l'amélioration du taux CORRA actuel. Il a été établi que les améliorations viseraient principalement la création d'un ensemble élargi d'opérations sur lesquelles serait fondé le calcul quotidien du taux CORRA afin de le rendre plus fiable, robuste et représentatif. Les améliorations proposées ont été conçues en veillant précisément à ce que le taux CORRA respecte les [principes régissant les indices financiers de référence](#) publiés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV).
- On s'attend à ce que l'amélioration du taux à un jour sans risque actuellement utilisé au Canada, plutôt que la création d'un nouveau taux, facilite l'adoption du taux de référence par les marchés canadiens et favorise son utilisation.
- Le Groupe de travail recommande qu'un taux CORRA amélioré soit fondé sur l'ensemble des opérations de pension à un jour pour lesquelles des données sont disponibles et dans le cadre desquelles des bons du Trésor et des obligations du gouvernement du Canada servent de garantie. Cela inclut les opérations par l'entremise de courtiers intermédiaires et les opérations de courtier à client, mais exclut les opérations entre sociétés affiliées.
- Le Groupe de travail recommande également qu'un taux CORRA amélioré soit fondé sur la médiane tronquée du taux des opérations de pension quotidiennes qui respectent les critères ci-dessus. La médiane tronquée est calculée en supprimant le quartile inférieur pondéré en fonction du volume selon le taux des opérations de pension (le but étant d'exclure les opérations « spéciales » qui visent à obtenir des titres précis et qui diffèrent des opérations générales de financement).
- Les améliorations proposées donneraient lieu à un taux moins volatil se rapprochant davantage du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada que le taux CORRA actuel (voir le **tableau 3**).
- Le Groupe de travail s'attend à ce que la publication d'un taux CORRA amélioré soit conforme aux pratiques actuelles du marché relatives au taux CORRA, particulièrement en ce qui concerne le moment de la publication.
- Même si le Canada est considéré comme un territoire à plusieurs taux – appliquant le CDOR (Canadian Dealer Offered Rate) et le CORRA comme taux de référence actuels –, un taux CORRA amélioré pourrait devenir au fil du temps le principal taux de référence financier.

Objectifs de la consultation

La consultation vise à recueillir des points de vue sur l'approche recommandée par le Groupe de travail quant à la méthode utilisée pour calculer un taux CORRA amélioré. Le public ciblé est constitué des participants au marché qui utilisent activement des produits ayant recours aux taux de référence actuellement utilisés au Canada.

Le document de consultation décrit les opérations qui, selon les recommandations du Groupe de travail, devraient être comprises dans le calcul d'un taux CORRA amélioré, de même que la méthode de calcul proposée pour supprimer l'influence des opérations spéciales et favoriser un taux CORRA qui reflète le taux appliqué sur le marché général des pensions et non la demande à l'égard de titres précis.

La présente consultation met uniquement l'accent sur la méthode de calcul du taux CORRA amélioré pour qu'il soit utilisé à titre de taux à un jour sans risque. Le Groupe de travail devrait se pencher sur les questions liées à l'adoption du taux CORRA et des taux à terme améliorés au cours de 2019. Veuillez vous reporter au récent [exposé du Groupe de travail à l'intention des parties intéressées](#) pour obtenir de plus amples renseignements. En outre, le document de consultation n'aborde pas les détails relatifs à la production et à l'administration d'un taux CORRA amélioré.

Instructions

Veuillez soumettre vos réponses aux questions de consultation ci-dessous ainsi que tout autre commentaire à CORRAConsultation@bank-banque-canada.ca d'ici le 30 avril 2019. Un modèle de réponse aux questions figure à l'annexe A.

Un résumé des réponses sera rendu public.

Le Groupe de travail tiendra des tables rondes du secteur à compter de la fin de mars ou du début d'avril afin de discuter des améliorations proposées au taux CORRA et de sensibiliser les acteurs du marché aux réformes des taux de référence mondiaux. Si vous souhaitez y participer, veuillez transmettre vos coordonnées à l'adresse électronique ci-dessus.

Contexte

Réforme des taux de référence mondiaux

Le fonctionnement du système financier mondial repose, entre autres, sur les taux d'intérêt de référence. Ceux-ci sont utilisés par les participants au marché pour établir les taux d'un grand nombre d'instruments et de contrats financiers. Par conséquent, la confiance à l'égard de ces taux de référence et leur efficacité sont essentielles pour maintenir le bon fonctionnement, la stabilité et le caractère équitable du système financier mondial.

En 2012, les vulnérabilités de plusieurs taux interbancaires offerts (TIO) fondés sur des sondages ont été révélées. À la demande des pays du G20, le Conseil de stabilité financière a mis sur pied en 2013 l'Official Sector Steering Group, chargé de formuler des recommandations visant 1) à renforcer les TIO actuels et 2) à favoriser l'élaboration de taux complémentaires sans risque qui serviraient de référence, particulièrement pour les contrats sur produits dérivés. L'accent a été mis principalement sur les trois taux d'intérêt de référence mondiaux les plus utilisés : le LIBOR, le TIBOR et l'EURIBOR.

On s'attend à ce que les taux de référence actuels de même que les taux de référence nouveaux ou modifiés respectent les normes réglementaires internationales, y compris les [principes régissant les indices financiers de référence](#) établis par l'OICV en 2013. Un des grands objectifs de ces principes consiste à encourager l'utilisation de taux de référence fondés sur les opérations plutôt que ceux basés sur des sondages, comme le LIBOR.

En juillet 2017, la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a annoncé qu'elle n'imposerait plus aux banques déclarantes de contribuer à la fixation du taux LIBOR au-delà de 2021¹. Cette condition étant éliminée, il est possible que les banques qui fournissent actuellement des déclarations pour le LIBOR cessent de le faire ou que les administrateurs de taux de référence et organismes de réglementation mettent fin à leur publication. Cette décision a favorisé une offensive mondiale visant la mise en place de taux sans risque robustes pour veiller 1) à ce que les participants au marché disposent d'un taux de référence complémentaire approprié en fonction duquel évaluer les nouveaux contrats et 2) à ce qu'existent des taux de référence de rechange appropriés pour évaluer les contrats existants liés au LIBOR.

Contexte national

Le Groupe de travail a été mis sur pied par le Forum canadien des titres à revenu fixe en mars 2018 afin d'examiner et d'améliorer le taux de référence à un jour sans risque actuellement utilisé au Canada, le taux CORRA, et d'évaluer la nécessité et de concevoir, au besoin, un taux de référence à terme sans risque pour les opérations en dollars canadiens. Dans le cadre de son mandat, le Groupe de travail a formé le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires qui est chargé d'évaluer les options visant l'amélioration du taux CORRA. Le Groupe de travail désire s'assurer que les points de vue d'un vaste éventail d'utilisateurs potentiels de taux de référence soient pris en compte dans l'élaboration d'une méthode de calcul d'un taux CORRA amélioré. Par conséquent, le Groupe de travail et le sous-groupe comprennent des participants au marché représentant des sociétés côté acheteur, des sociétés côté vendeur et des fournisseurs d'infrastructures du marché. La coprésidence du Groupe de travail est assurée par des membres de la haute direction de la Banque du Canada et de la CIBC.

Alors que des efforts sont déployés à l'échelle mondiale pour favoriser la transition vers des taux de référence à un jour sans risque, l'approche du Groupe de travail est quelque peu différente de celle de ses pairs, car il ne se prépare pas à l'abandon imminent du taux CDOR². Le Groupe de travail cherche plutôt à améliorer le taux à un jour existant afin qu'il soit mieux arrimé aux principes de l'OICV et à éventuellement élaborer un taux à terme sans risque (c.-à-d., le taux à terme sans les composantes de risque de liquidité et de crédit intégrées au taux CDOR). À mesure que les marchés adoptent à l'échelle mondiale des taux sans risque comme principaux taux de référence, on s'attend à ce que les produits financiers canadiens soient de plus en plus basés sur le taux CORRA amélioré.

¹ Depuis avril 2013, la FCA est chargée de réglementer le taux LIBOR ainsi que son administrateur, la ICE Benchmark Administration.

² Le CDOR est différent de la plupart des autres TIO de référence mondiaux, car il n'est pas directement lié aux prêts interbancaires. Même s'il s'agit d'une mesure fondée sur des déclarations, celles-ci reposent sur les taux de prêt concrets offerts par les banques à leurs clients par l'entremise de facilités de crédit par voie d'acceptations bancaires (AB) et, par conséquent, elles sont ancrées dans un marché d'AB important et en croissance. Pour obtenir de plus amples renseignements sur le marché des AB et le taux CDOR, veuillez consulter le document d'analyse du personnel de la Banque du Canada intitulé [Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base](#). Toute proposition de changement important à la méthode de calcul du taux CDOR, si elle est jugée nécessaire à l'avenir, serait soumise aux fins de consultation par Refinitiv qui, par l'intermédiaire de son administrateur désigné des taux de référence réglementés (Thomson Reuters Benchmark Services Limited [TRBSL]), est l'administrateur du taux CDOR.

Renseignements sur le taux CORRA actuel et le taux CORRA amélioré

Le taux CORRA est une mesure du coût moyen du financement à un jour sur le marché général des pensions, en dollars canadiens. Il s'agit du taux moyen pondéré en fonction du volume d'opérations générales de pension à un jour assorties de garanties du gouvernement du Canada et exécutées à l'écran par l'entremise de courtiers intermédiaires désignés³.

Bien que le taux CORRA actuel tienne essentiellement compte des taux du financement à un jour, il est fondé sur un nombre relativement faible d'opérations générales de pension effectuées par l'entremise de courtiers intermédiaires⁴. Selon le Groupe de travail, un taux à un jour sans risque reflétant l'ensemble des conditions de financement permettrait d'atteindre les objectifs consistant à accroître la robustesse et la fiabilité du taux de référence et à mieux aligner ce dernier sur les normes internationales.

En juillet 2018, le Groupe de travail a déterminé qu'un taux CORRA amélioré satisfaisait le mieux aux [critères](#) qu'il avait définis pour un taux national à un jour sans risque. Les améliorations porteraient principalement sur l'accroissement des volumes d'opérations sur lesquels est fondé le taux CORRA, et ce, afin de le rendre plus robuste et représentatif. L'objectif de ces efforts est de renforcer le taux CORRA plutôt que de le remplacer par un taux entièrement nouveau. Le Groupe de travail estime que l'amélioration d'un taux à un jour sans risque existant – plutôt que la création d'un nouveau taux – facilitera l'adoption du taux amélioré. Par exemple, une transition harmonieuse vers un taux CORRA amélioré pourrait faire en sorte que ce taux cesse d'être publié suivant la méthode actuelle un jour donné et commence à être publié conformément à la nouvelle méthode le lendemain, sans que cela ait d'incidence importante sur le marché. Une approche semblable et visant une transition harmonieuse est celle du Royaume-Uni, qui a réformé son taux sans risque, le Sterling Overnight Index Average (SONIA).

Veillez vous reporter au [Compte-rendu du sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires sur les solutions de rechange potentielles au taux CORRA](#) pour obtenir davantage de renseignements sur un taux CORRA amélioré, sur les autres taux envisagés, ainsi que sur les critères qui ont amené le sous-groupe à faire ce choix parmi les diverses options possibles.

Sources des données et limites

Même si nous estimons que l'analyse présentée dans ce document de consultation est robuste, elle est assujettie à plusieurs limites et hypothèses importantes concernant les données. Le taux CORRA amélioré définitif pourrait s'écarter de l'analyse exposée dans les présentes et dépendra de la source de données ultimement choisie pour effectuer le calcul. Les données de séries chronologiques relatives à un taux CORRA amélioré, remontant à janvier 2016, seront publiées dans le site Web du Groupe de travail une fois qu'un taux CORRA amélioré sera adopté.

Le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires a effectué son analyse au moyen de deux sources de données. L'analyse ayant conduit à la recommandation définitive a été faite à partir des données tirées du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché 2.0 (SEROM 2.0)⁵. Les données du SEROM 2.0 comprennent

³ Se reporter au [guide sur la méthode de calcul du taux CORRA](#) (en anglais) de Refinitiv pour obtenir des précisions sur le calcul du taux CORRA actuel.

⁴ À l'heure actuelle, le taux CORRA est fixé au taux cible de la Banque du Canada lorsque la valeur du volume quotidien d'opérations générales de pension effectuées par l'entremise de courtiers intermédiaires est inférieure à 500 millions de dollars. Cela s'est produit à dix reprises en 2018.

⁵ Les courtiers membres de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et les distributeurs de titres du gouvernement du Canada sont tenus de soumettre dans le SEROM (exploité par l'OCRCVM) des relevés détaillés de leurs opérations depuis l'entrée en vigueur de la Règle 2800C de l'OCRCVM, en novembre 2015. La nouvelle version plus détaillée du système de relevés des opérations (SEROM 2.0) a officiellement remplacé la version précédente en janvier 2018. Seules des données agrégées sur les opérations devaient être saisies dans la version originale du SEROM, alors que des relevés détaillés doivent être soumis dans le SEROM 2.0.

les données sur les contreparties aux opérations, mais elles ne sont disponibles que depuis janvier 2016. L'analyse à long terme, visant particulièrement à définir certains paramètres de la méthode, s'est appuyée sur des données de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS) et de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC). Toutefois, les données de la CDS et de la CDCC ne nous permettent pas de repérer ni d'éliminer les opérations entre contreparties affiliées, comme le privilégie l'approche recommandée.

Méthode proposée

Principes et méthode

Le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires a déterminé les objectifs en regard desquels les décisions relatives à la méthode devraient être prises. La méthode proposée pour calculer un taux CORRA amélioré est fondée sur les quatre objectifs ci-dessous, lesquels ont été approuvés par l'ensemble du Groupe de travail.

- 1) Le taux doit être sans risque.
- 2) Il doit être représentatif du taux appliqué sur le marché général des pensions à un jour.
- 3) Il doit être calculé à partir d'un volume d'opérations plus important que ne l'est le taux CORRA actuel.
- 4) Il doit être simple et facile à expliquer.

À partir de ces principes, le sous-groupe a conçu la méthode résumée dans le tableau 1 ci-dessous.

Tableau 1 – Sommaire de la méthode proposée pour calculer un taux CORRA amélioré

	Description de la méthode de calcul d'un taux CORRA amélioré
Types de contreparties	Les opérations prises en compte sont celles qui s'effectuent entre deux contreparties non affiliées et pour lesquelles des données sont disponibles. Les opérations de pension auxquelles la Banque du Canada participe ou qui sont réalisées dans le cadre des adjudications du receveur général sont exclues.
Échéance et moment du règlement	L'échéance des opérations est à un jour et leur règlement se fait le jour même (c.-à-d. qu'il est convenu que les opérations sont réglées au J+0).
Titres et devise	Les opérations ne portent que sur les obligations ou les bons du Trésor du gouvernement du Canada et elles sont réglées en dollars canadiens.
Calcul du taux	<p>Le calcul du taux définitif se basera sur la médiane quotidienne tronquée et pondérée en fonction du volume (médiane tronquée) des opérations admissibles décrites plus haut.</p> <ul style="list-style-type: none"> • La médiane tronquée est calculée en éliminant de l'ensemble des opérations de pension admissibles indiquées ci-dessus le quartile inférieur des transactions, pondéré en fonction du volume selon le taux des opérations de pension (l'intention étant d'exclure les opérations qui visent l'acquisition d'un titre donné très couru, soit des opérations « spéciales », plutôt que celles qui ont trait au financement).

Vous trouverez ci-dessous une analyse des opérations que le Groupe de travail recommande d'inclure dans le calcul d'un taux CORRA amélioré, ainsi que la méthode utilisée pour calculer le taux définitif. Pour un aperçu des autres méthodes de calcul envisagées par le Groupe de travail et le sous-groupe, veuillez vous reporter aux **Annexes B et C**.

Contreparties

Le Groupe de travail propose que le calcul d'un taux CORRA amélioré tienne compte de toutes les opérations de pension entre contreparties non affiliées pour lesquelles des données sont disponibles. Le Groupe de travail estime que

si le groupe des contreparties est élargi au-delà du segment des courtiers intermédiaires, un taux CORRA amélioré constituerait une mesure plus robuste et représentative des conditions sur le marché du financement à un jour. Les opérations entre contreparties affiliées ont été exclues pour assurer une meilleure harmonisation avec les principes de l'OICV; l'élimination de ces opérations réduit également l'influence d'autres facteurs de fixation des prix qui peuvent intervenir dans les opérations entre contreparties affiliées (p. ex., la fixation des prix de cession interne).

On propose également que les opérations de pension effectuées par la Banque du Canada aux fins de l'application de son cadre de politique monétaire soient exclues. Les prises en pension et cessions en pension à un jour sont des opérations d'open market qui visent à renforcer la cible du taux du financement à un jour; elles pourraient donc ne pas fournir de renseignements sur les conditions de financement du marché en général. L'exclusion des opérations de pension effectuées par la Banque du Canada au nom du gouvernement dans le cadre des adjudications du receveur général est également suggérée. En effet, les participants à ces opérations paient des frais supplémentaires qui peuvent influencer sur les taux des opérations de pension visant des titres mis en adjudication, et le gouvernement du Canada accepte qu'un panier plus large de titres – autres que les titres d'État – serve de garanties dans le cadre de ces opérations.

Question 1 : Êtes-vous en faveur d'inclure dans le calcul d'un taux CORRA amélioré les opérations de pension entre toutes les contreparties non affiliées, à l'exception des opérations auxquelles la Banque du Canada participe ou qui sont réalisées dans le cadre d'adjudications du receveur général? Si ce n'est pas le cas, veuillez expliquer pourquoi.

Échéance et moment du règlement

Le Groupe de travail propose que le calcul du taux définitif repose uniquement sur les opérations de pension à un jour (celles dont l'initiation et la clôture se déroulent sur deux jours ouvrables consécutifs) avec règlement le jour même de l'opération (J). Il propose aussi que les opérations de pension à terme (celles qui sont initiées au J+1 ou après) soient exclues, puisqu'elles sont susceptibles de ne pas représenter les conditions sur le marché du financement à un jour au moment du calcul d'un taux CORRA amélioré. Étant donné que les opérations de pension à terme prennent en considération les attentes à l'égard des taux futurs, leurs taux peuvent différer des taux du financement à jour. Selon l'un des principes sur lesquels se fonde le Groupe de travail pour concevoir un taux CORRA amélioré, celui-ci devrait être représentatif des opérations de financement à un jour, comme le taux CORRA le fait actuellement.

Le Groupe de travail a également envisagé de rendre admissibles les opérations de pension sans échéance fixe qui peuvent être annulées par l'une ou l'autre des parties à un jour d'avis. Il a toutefois abandonné l'idée, car les taux des opérations de pension sans échéance fixe et les taux des opérations de pension à un jour ne sont pas nécessairement établis de la même manière d'une institution à l'autre.

Question 2 : Êtes-vous en faveur d'un calcul du taux CORRA amélioré qui prendrait uniquement en compte les opérations de pension à un jour avec règlement le jour même? Si ce n'est pas le cas, veuillez expliquer pourquoi.

Titres et devise

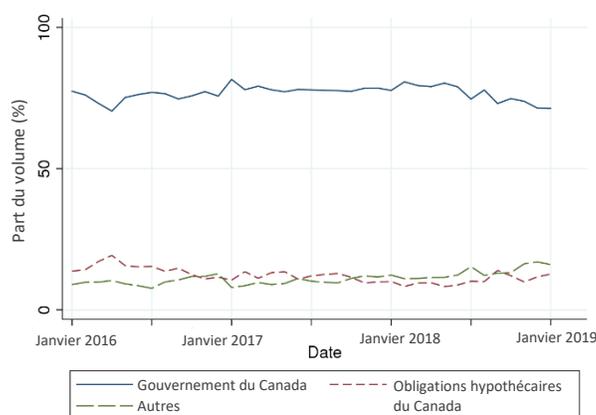
Le Groupe de travail propose que le calcul d'un taux CORRA amélioré tienne uniquement compte des opérations de pension garanties par des obligations ou des bons du Trésor du gouvernement du Canada. Le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires a examiné les avantages d'inclure différents types de garanties gouvernementales (notamment les obligations du gouvernement canadien, les obligations hypothécaires du Canada et les obligations provinciales). Il a conclu que l'ajout de titres autres que ceux du gouvernement canadien pourrait causer d'autres sources de variation dans le taux et a jugé que les avantages d'accroître le volume d'opérations utilisées pour calculer le taux ne suffiraient pas à contrebalancer ces écarts.

Les titres du gouvernement du Canada constituent les meilleures garanties sur le marché canadien puisqu'ils sont très liquides et présentent le risque de défaillance le plus faible; ils sont acceptés à titre de « garanties générales ». En outre, les opérations qui utilisent ce type de titres représentent de loin la part la plus importante du volume des

opérations de pension à un jour avec règlement le jour même au Canada, comptant pour environ 75 % du volume des opérations (se reporter au **graphique 1**) pour une valeur quotidienne atteignant approximativement de 30 à 40 milliards de dollars.

Le **graphique 1** montre la moyenne mensuelle des volumes d'opérations quotidiennes en proportion du volume total des opérations de pension à un jour garanties par des obligations et des bons du Trésor du gouvernement du Canada, des obligations hypothécaires du Canada et toutes les autres garanties. Les volumes comprennent uniquement les opérations de pension avec règlement le jour même. Les données englobent à la fois les opérations entre contreparties affiliées et entre contreparties non affiliées afin de mettre en évidence la part du volume des opérations sur le marché des pensions par type de garantie.

Graphique 1 : Part du volume des opérations de pension par type de garantie



Source : SEROM 2.0

Le Groupe de travail propose que le calcul du taux définitif se base uniquement sur les opérations de pension en dollars canadiens. Les devises ajoutent de nouveaux facteurs de risque susceptibles d'influer sur le taux des opérations de pension; un calcul qui en tient compte va donc à l'encontre de l'objectif consistant à concevoir un taux CORRA amélioré sans risque.

Question 3 : Êtes-vous en faveur de la proposition voulant que le calcul d'un taux CORRA amélioré repose uniquement sur les opérations de pension en dollars canadiens sur titres du gouvernement du Canada? Si vous n'êtes pas d'accord, veuillez expliquer pourquoi.

Méthode de calcul

Le Groupe de travail propose que le taux CORRA amélioré soit calculé en fonction d'une médiane quotidienne tronquée. La méthode proposée reposerait sur un processus en deux étapes : d'abord supprimer le quartile inférieur des opérations admissibles selon le taux pondéré en fonction du volume, puis utiliser le taux médian pondéré en fonction du volume des opérations restantes pour générer un taux CORRA amélioré. La troncature est recommandée afin d'éliminer l'incidence des opérations « spéciales » sur le calcul du taux définitif. Comme l'indique le **tableau 2**, le taux moyen pondéré en fonction du volume de la totalité des opérations de pension ayant eu recours aux garanties du gouvernement du Canada est inférieur au taux CORRA durant la période de comparaison allant de 2016 à 2018. Par conséquent, le sous-groupe a mis l'accent sur les méthodes qui visaient à atténuer l'incidence de ces opérations spéciales (p. ex., lorsqu'une garantie donnée vient à manquer). Il a été décidé de supprimer le quartile inférieur des opérations de pension quotidiennes selon leur taux parce que celles-ci génèrent un taux qui, sur la base d'analyses historiques, se rapprochait en moyenne très près du taux CORRA actuel ainsi que du taux cible de la Banque du Canada. Lorsqu'on a comparé ce seuil à d'autres valeurs possibles, le taux obtenu affichait également une faible volatilité. Une proportion plus élevée d'opérations spéciales a été observée au Canada entre 2013 et 2015 et, par conséquent, le

sous-groupe a approfondi l'analyse de sa méthode durant cette période. Veuillez vous reporter à l'**annexe C** pour obtenir une description détaillée.

Le **tableau 2** présente le taux CORRA actuel ainsi que le taux moyen pondéré en fonction du volume de la totalité des opérations prises en compte dans le calcul d'un taux CORRA amélioré (sans ajustements pour éliminer les opérations spéciales). Les deux taux représentent l'écart entre le taux et le taux cible de la Banque du Canada (écart par rapport au taux cible). Le taux cible de la Banque est simplement utilisé à titre de base commune aux fins de l'évaluation.

Tableau 2 : Taux CORRA actuel par rapport à la moyenne de l'ensemble des opérations

Écart par rapport au taux cible (points de base)	De janvier 2016 à décembre 2018	
	Taux CORRA actuel	Moyenne de l'ensemble des opérations
Écart moyen	0,1	-2,3
Écart type	2,2	1,6

Source : SEROM 2.0

Les opérations spéciales ne posent pas problème dans la méthode de calcul actuelle du taux CORRA. En effet, ce dernier est uniquement fondé sur les opérations générales de pension qui sont effectuées par l'entremise de courtiers intermédiaires (c.-à-d. par la voie de plateformes de négociation électroniques sur lesquelles les courtiers négocient entre eux). Sur ces plateformes, les opérations spéciales et les opérations générales de pension représentent différents types de transactions, permettant ainsi de limiter le calcul aux opérations générales de pension. Mais la plupart des opérations de pension ne sont pas effectuées sur des plateformes de courtiers intermédiaires et ne sont pas désignées comme telles, ce qui les rend plus difficiles à cerner.

L'approche privilégiant une médiane tronquée est également robuste dans diverses conditions de marché, étant donné que la médiane est relativement insensible aux taux situés aux deux extrêmes de la distribution des taux des opérations de pension. Une approche privilégiant une moyenne tronquée aurait tendance à être plus volatile, car elle serait davantage influencée par des facteurs comme les taux aberrants ou une proportion élevée d'opérations spéciales. La médiane tronquée permet d'obtenir un taux CORRA amélioré plus représentatif de l'ensemble des conditions de financement sur le marché général des pensions, tout en tenant compte des changements généralisés qui affectent ces conditions – soit un principe à la base d'un taux CORRA amélioré. En outre, l'approche harmonise un taux CORRA amélioré avec le nouveau taux américain sans risque, le Secured Overnight Financing Rate (SOFR), qui s'appuie sur une méthode comparable⁶.

Question 4 : Êtes-vous en faveur de la recommandation du Groupe de travail préconisant l'utilisation d'une médiane tronquée de 25 % pour le calcul d'un taux CORRA amélioré? Si vous n'êtes pas d'accord, veuillez expliquer pourquoi.

Comparaison entre le taux CORRA actuel et un taux CORRA amélioré

Selon nos estimations, les améliorations proposées pourraient faire quintupler le volume quotidien sous-jacent pris en compte dans le calcul, puisqu'un taux CORRA amélioré serait fondé sur des opérations de pension quotidiennes d'une valeur allant de 10 à 20 milliards de dollars plutôt que sur la fourchette actuelle d'environ 1 à 5 milliards de dollars. Nous prévoyons que les volumes minimaux servant au calcul d'un taux CORRA amélioré seront au moins 10 fois supérieurs aux volumes minimaux inclus dans le calcul du taux CORRA actuel.

⁶ Veuillez vous reporter à la page Web de la Banque fédérale de réserve de New York intitulée [Additional Information about the Treasury Repo Reference Rates](#) pour obtenir davantage de renseignements sur le SOFR et ses taux connexes.

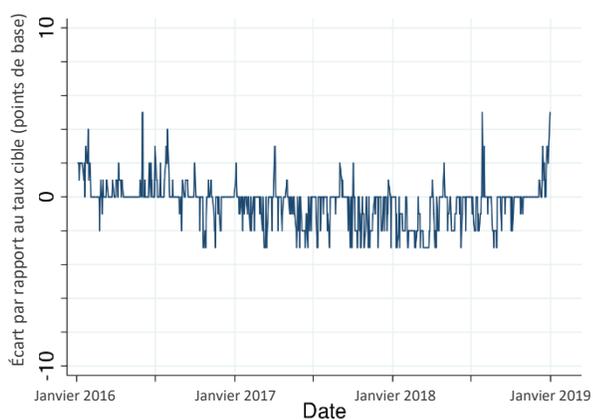
Tableau 3 : Comparaison du taux CORRA actuel et de la version améliorée recommandée

	De janvier 2016 à décembre 2018	
Écart par rapport au taux cible (points de base)	Taux CORRA actuel	Méthode recommandée pour un taux CORRA amélioré
Écart moyen	0,1	-0,3
Écart type	2,2	1,3

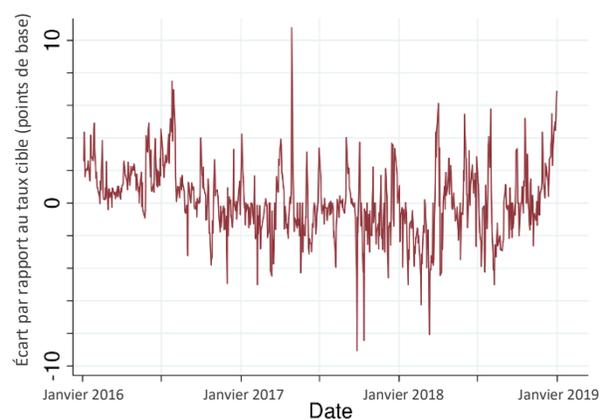
Source : SEROM 2.0

Le **tableau 3** montre l'écart moyen et l'écart type (en points de base) du taux CORRA ainsi qu'une estimation du taux CORRA amélioré calculé selon la méthode recommandée par rapport au taux cible de la Banque du Canada, lequel est utilisé à des fins de comparaison. Comparativement au taux CORRA actuel, un taux CORRA amélioré est moins volatil et suit plus étroitement le taux cible de la Banque, peu importe l'ensemble de données utilisé. Les **graphiques 2 et 3** fournissent des données de séries chronologiques sur le taux CORRA, de même que sur l'estimation du sous-groupe quant à un taux CORRA amélioré.

Graphique 2 : Méthode recommandée pour un taux CORRA amélioré **Graphique 3 : Taux CORRA actuel**



Source : SEROM 2.0



Source : SEROM 2.0

Questions d'ordre général

Question 5 : Croyez-vous que les différences entre la proposition de taux CORRA amélioré et le taux CORRA actuel sont suffisamment importantes pour avoir une incidence sur la transition au taux amélioré? Si oui, veuillez expliquer pourquoi.

Question 6 : Selon vous, le Groupe de travail devrait-il prendre en considération d'autres facteurs dans la méthode de calcul?

Conclusion

Le Groupe de travail soutient que les améliorations proposées au taux CORRA répondent aux objectifs fixés, lesquels consistent à concevoir un taux à un jour sans risque amélioré qui accroît la fiabilité, la robustesse et la représentativité de la mesure. Le Groupe de travail estime également que les améliorations proposées favoriseraient l'adhésion du taux CORRA aux principes régissant les indices financiers de référence de l'OICV.

Références

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (2013). *Principles for Financial Benchmarks, Final Report*.

Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (2018). *Compte-rendu du sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires sur les solutions de rechange au taux CORRA*.

Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (2018). *La réforme des taux des taux de référence, Exposé sur le TARCOT à l'intention des parties intéressées*.

Auger, D., et K. McRae (2018). *Le marché des acceptations bancaires au Canada : notions de base*, document d'analyse du personnel n° 2018-6, Banque du Canada.

Banque fédérale de réserve de New York. *Additional Information about the Treasury Repo Reference Rates*.

Thomson Reuters (2016). *Canadian Overnight Repo Rate Average (CORRA) Methodology Guide*.

Annexe A : Formulaire de réponse aux questions de consultation sur les améliorations proposées au taux CORRA

Nom du répondant : _____

Titre : _____

Courriel : _____

Nom de l'organisation : _____

Type d'organisation :

Instructions

Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (le Groupe de travail) souhaite obtenir l'opinion des répondants à l'égard des améliorations proposées au taux CORRA qui sont expliquées dans le document de consultation connexe. Veuillez utiliser le présent modèle pour répondre aux questions de consultation et nous faire parvenir votre document en format PDF à l'adresse CORRAConsultation@bank-banque-canada.ca au plus tard le 30 avril 2019; indiquez « Réponses à la consultation sur le taux CORRA » dans l'objet du courriel. Toutes les réponses seront confidentielles. Le Groupe de travail publiera un résumé anonymisé des commentaires dans son site Web une fois que la période de consultation sera terminée. Nous demandons aux répondants de coordonner leurs réponses à l'échelle de leur organisation afin qu'un seul formulaire soit envoyé par institution.

Pour toute question relative à la consultation, envoyez un courriel à l'adresse CORRAconsultation@bank-banque-canada.ca.

Questions de consultation

Question 1 : Êtes-vous en faveur d'inclure dans le calcul d'un taux CORRA amélioré les opérations de pension entre toutes les contreparties non affiliées, à l'exception des opérations auxquelles la Banque du Canada participe ou qui sont réalisées dans le cadre d'adjudications du receveur général? Si ce n'est pas le cas, veuillez expliquer pourquoi.

Question 2 : Êtes-vous en faveur d'un calcul du taux CORRA amélioré qui prendrait uniquement en compte les opérations de pension à un jour avec règlement le jour même? Si ce n'est pas le cas, veuillez expliquer pourquoi.

Question 3 : Êtes-vous en faveur de la proposition voulant que le calcul d'un taux CORRA amélioré repose uniquement sur les opérations de pension en dollars canadiens sur titres du gouvernement du Canada? Si vous n'êtes pas d'accord, veuillez expliquer pourquoi.

Question 4 : Êtes-vous en faveur de la recommandation du Groupe de travail préconisant l'utilisation d'une médiane tronquée de 25 % pour le calcul d'un taux CORRA amélioré? Si vous n'êtes pas d'accord, veuillez expliquer pourquoi.

Question 5 : Croyez-vous que les différences entre la proposition de taux CORRA amélioré et le taux CORRA actuel sont suffisamment importantes pour avoir une incidence sur la transition au taux amélioré? Si oui, veuillez expliquer pourquoi.

Question 6 : Selon vous, le Groupe de travail devrait-il prendre en considération d'autres facteurs dans la méthode de calcul?

Annexe B : Autres critères relatifs aux opérations admissibles ayant été considérés pour calculer un taux CORRA amélioré

Échéance et moment du règlement

Le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires et le Groupe de travail ont eu une discussion approfondie sur l'inclusion d'un type précis d'opération de pension à terme, appelées « à jour lendemain » (ou *tomorrow-next*), dans le calcul d'un taux CORRA amélioré. Ils ont toutefois décidé d'abandonner cette idée, car ces opérations servent principalement à obtenir des garanties particulières et peuvent aussi donner lieu à des attentes en matière de taux d'intérêt futurs. Puisque les opérations à jour lendemain reflètent souvent le taux d'un emprunt accordé en échange de garanties particulières, le taux de l'opération de pension connexe est nettement inférieur à celui de l'opération générale. Se reporter à l'**encadré 1** pour obtenir de plus amples renseignements sur les opérations à jour lendemain.

Encadré 1 : Opérations à jour lendemain et taux CORRA amélioré

Une opération à jour lendemain (*tomorrow-next*) est une opération de pension à un jour exécutée au J+0, l'initiation de l'opération étant réglée au J+1 (le lendemain) et sa clôture étant réglée au J+2 (le surlendemain). Si les opérations à jour lendemain étaient comprises dans le calcul d'un taux CORRA amélioré, elles seraient fondées sur le *règlement initial* (c.-à-d. que les opérations exécutées au J+0 et réglées au J+1 seraient incluses avec les opérations de pension à un jour avec règlement le jour même exécutées et réglées au J+1).

Le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires a envisagé de tenir compte des opérations à jour lendemain, car elles représentent une part importante du marché des pensions dans son ensemble. Avant 2013, ces opérations représentaient 5 % du volume des opérations de pension à un jour. Cette proportion a grimpé en flèche à la fin de 2013 et au début de 2014 pour atteindre près de 40 %. L'augmentation de la part des opérations à jour lendemain est survenue au cours d'un changement de régime unique issu de l'introduction des adjudications tenues l'après-midi pour des garanties précises par les courtiers intermédiaires. Depuis ce changement, les opérations à jour lendemain représentent de 30 % à 45 % du volume.

Le sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires s'est aussi penché sur l'inclusion des opérations de pension sans échéance fixe dans le calcul du taux CORRA amélioré. Ces opérations sont dénouées lorsqu'une des parties donne un avis dans un délai minimum prévu. Le Groupe de travail estime qu'au cours d'une journée donnée, des opérations de pension sans échéance fixe représentant plus de 5 milliards de dollars sont en cours entre les participants au marché canadien. Le sous-groupe a conclu que les pratiques et le traitement des opérations de pension sans échéance fixe varient selon les institutions, notamment pour ce qui est de savoir si les taux de ces opérations sont fixés de la même manière que ceux des opérations à un jour. Il existe également des divergences d'une institution à l'autre dans la méthode de déclaration de ce type d'opérations. À l'heure actuelle, il est donc plus difficile de désigner ces opérations comme étant des opérations à un jour. Par conséquent, le sous-groupe a décidé que les opérations de pension sans échéance fixe devraient être exclues du calcul d'un taux CORRA amélioré.

Annexe C : Méthode de calcul d'un taux CORRA amélioré

Comme mentionné précédemment, le Groupe de travail souhaitait réduire l'influence des opérations spéciales dans le calcul d'un taux CORRA amélioré de façon à ce que le taux définitif reflète les conditions de financement sur le marché général des pensions. Lors de leurs discussions, les membres du Groupe de travail ont noté que l'importance des opérations « spéciales » peut varier au fil du temps selon le nombre d'obligations qui sont négociées dans le cadre d'opérations spéciales et l'ampleur de l'écart entre le taux des opérations spéciales et celui des opérations générales qui portent sur ces obligations. Ainsi, le Groupe de travail a examiné d'autres méthodes qui tronqueraient chaque jour une fraction variable du volume d'opérations correspondant à l'importance estimée des opérations spéciales. Cette méthode a été analysée au moyen de données de la CDS et de la CDCC afin de tenir compte de la période de 2013 à

2015 durant laquelle le caractère spécial des opérations sur le marché des titres du gouvernement du Canada était très important (cette période n'est pas couverte par les données du SEROM 2.0).⁷ Deux approches dynamiques ont été évaluées.

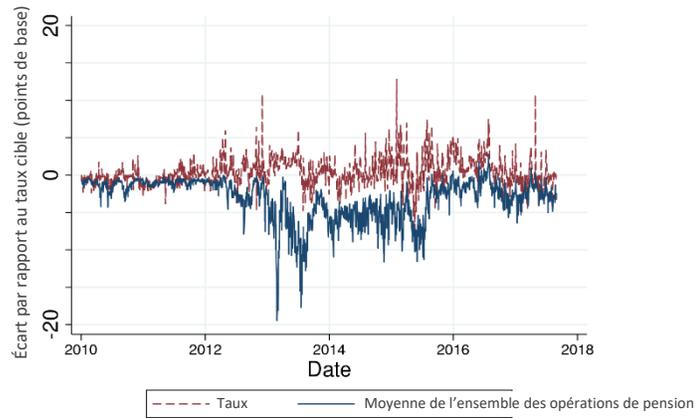
Dans le cadre de la première approche dynamique, une technique statistique a été appliquée chaque jour à une distribution bimodale de manière à estimer les paramètres de la distribution des opérations spéciales et des opérations générales (modèle de mélange gaussien). Nous n'avons pas opté pour cette approche, parce qu'elle manque de transparence et qu'elle est difficile à mettre en œuvre.

Nous avons examiné de façon plus approfondie la deuxième approche dynamique qui tient compte des opérations spéciales (appelée la « méthode fondée sur un taux obligataire ») (se reporter à l'**encadré 2** pour obtenir une explication du calcul reposant sur cette méthode). Cette approche est basée sur l'établissement quotidien de la fourchette d'opérations générales de pension portant sur un ensemble d'obligations qui ne sont pas susceptibles de faire l'objet d'opérations spéciales. Dans le cadre de leur discussion relative à la méthode, le Groupe de travail et le sous-groupe ont pour l'essentiel comparé cette méthode fondée sur un taux obligataire et la méthode fondée sur la médiane tronquée. La méthode fondée sur un taux obligataire n'a pas été recommandée pour plusieurs raisons :

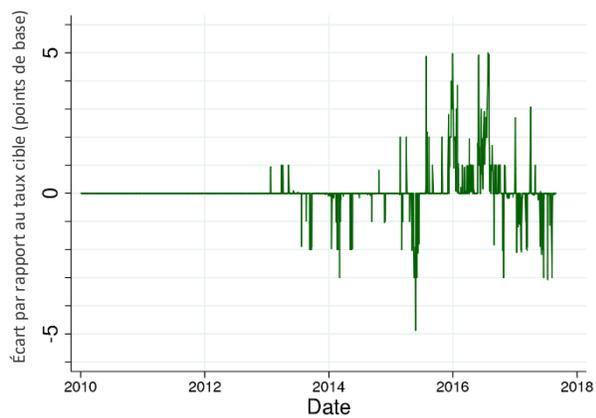
- Les membres du Groupe de travail ont estimé que l'approche fondée sur une médiane tronquée représentait mieux les conditions générales de financement que celle fondée sur un taux obligataire.
- Un taux CORRA amélioré servirait aussi principalement 1) à établir les coûts d'émission et 2) d'instrument sur lequel s'appuieraient les participants au marché pour se couvrir ou spéculer relativement à l'orientation du taux directeur de la Banque du Canada. Aucun de ces cas d'utilisation ne requiert une variation quotidienne du taux qui tiendrait compte de petits changements dans les conditions de financement; par conséquent, il était préférable d'opter pour un taux qui suit plus étroitement le taux cible de la Banque du Canada.
- Durant les périodes où l'importance des opérations spéciales a atteint un niveau extrême et inégalé, la méthode fondée sur un taux obligataire aurait continué de générer un taux CORRA se rapprochant du taux cible de la Banque du Canada. Les membres du Groupe de travail croient que dans ces conditions extrêmes, le caractère spécial des opérations pourrait commencer à caractériser la nature du marché général des pensions et qu'il devrait donc être reflété dans le taux CORRA.
- Le Groupe de travail a également jugé qu'il était plus complexe pour un administrateur d'appliquer cette approche et qu'elle était difficile à expliquer aux participants au marché.
- Elle éliminerait une plus grande part du volume d'opérations que l'approche fondée sur une médiane tronquée, et ce, même dans un contexte où le caractère spécial serait peu important.

Les graphiques ci-dessous illustrent la différence entre un taux et le taux cible de la Banque du Canada (écart par rapport au taux cible) lors de l'application du taux CORRA et de celle des deux autres méthodes de calcul – médiane tronquée et approche fondée sur un taux obligataire. Le taux cible de la Banque du Canada est simplement utilisé à titre de base commune aux fins de l'évaluation. Les observations ont été faites quotidiennement et sont présentées en points de base. Le caractère limité des données de la CDS et de la CDCC nous empêche d'éliminer les opérations entre contreparties affiliées de l'analyse.

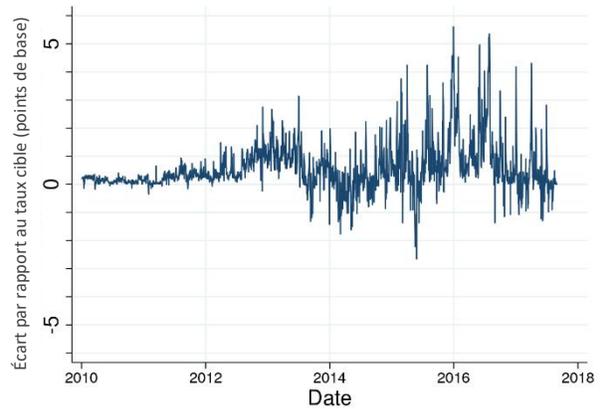
⁷ Les données illustrent la période allant de janvier 2010 à août 2017, où les obligations et les bons du Trésor du gouvernement du Canada ont servi de garanties dans le cadre d'opérations de pension à un jour avec règlement le jour même. Les opérations qui comportent des taux aberrants découlant d'anomalies dans les données ont été supprimées.

Graphique C-1 : Taux CORRA actuel et moyenne de l'ensemble des opérations de pension

Sources : CDS et CDCC

Graphique C-2 : Médiane tronquée

Sources : CDS et CDCC

Graphique C-3 : Méthode fondée sur un taux obligataire

Sources : CDS et CDCC

Encadré 2 : Étapes du calcul de la méthode dynamique visant à exclure les opérations spéciales de pension

Pour les opérations de pension admissibles exécutées un jour donné :

- 1) calculer le taux de pension moyen pondéré en fonction du volume pour chaque obligation;
- 2) classer les obligations selon leur taux de pension moyen et repérer les obligations faisant partie des sept déciles supérieurs pondérés en fonction du volume selon le taux de pension moyen. Désigner ces obligations comme étant les *moins spéciales*;
- 3) à partir de l'ensemble des opérations portant sur les obligations les *moins spéciales*, calculer le taux de pension pondéré en fonction du volume du décile inférieur et désigner ce taux comme étant le *seuil limite*;
- 4) à partir de l'ensemble des opérations de pension dont le taux est supérieur au *seuil limite*, calculer la moyenne pondérée en fonction du volume.

La logique qui sous-tend cette méthode consiste d'abord à déterminer la fourchette de taux des opérations générales de pension à partir des obligations qui sont susceptibles de faire uniquement l'objet d'opérations générales. Les étapes 1) et 2) permettent de repérer ces obligations. L'étape 3) permet de déterminer les taux plus bas auxquels ces obligations se négocient. L'étape 4) permet de calculer un taux définitif qui soit uniquement basé sur la fourchette des taux des opérations générales effectuées ce jour-là.