



Réforme des taux de référence : améliorations de la méthode de calcul du taux CORRA

Exposé du Groupe de travail sur le TARCOT à l'intention des parties intéressées

Groupe de travail sur le TARCOT

- En mars 2018, la Banque du Canada a annoncé la création du [Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien](#) (TARCOT) sous l'égide du [Forum canadien des titres à revenu fixe](#).
- Principaux objectifs
 - Examiner et améliorer le taux à un jour sans risque existant pour le marché canadien, soit le CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average)
 - Évaluer l'utilité d'un taux de référence à terme sans risque pour les opérations libellées en dollars canadiens et, au besoin, s'attacher à en élaborer un qui est à la fois robuste, fiable, insensible aux tensions survenant sur les marchés et très difficilement manipulable

Divers taux étant en usage au Canada, tout nouveau taux à terme sans risque servirait de taux de référence complémentaire pour le marché intérieur et serait utilisé conjointement avec le CORRA et le CDOR (Canadian Dollar Offered Rate).

Sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires

- Le sous-groupe a recommandé l'amélioration du taux CORRA pour en faire le taux à un jour sans risque au Canada.
- Il a mis au point une méthode et des caractéristiques visant l'amélioration du calcul du taux CORRA pour qu'il soit le plus robuste possible.
- Le 26 février 2019, il a publié un [document de consultation](#) sur les améliorations proposées.
- La période de consultation a pris fin le 30 avril 2019.
- Le sous-groupe a examiné les commentaires reçus et formulé, à l'intention du Forum canadien des titres à revenu fixe, une recommandation finale quant aux améliorations à apporter au taux CORRA.

Qu'est-ce que le taux CORRA?

- Le CORRA, taux à un jour sans risque employé au Canada, est une mesure du coût moyen du financement à un jour garanti sur le marché général des pensions.
 - Il est actuellement défini comme le taux moyen pondéré en fonction du volume d'opérations de pension à un jour garanties par des titres du gouvernement du Canada, selon les données fournies par des courtiers intermédiaires désignés.
 - Principal taux de référence des swaps indexés sur le taux à un jour, on l'utilise aussi pour établir le taux de rendement de certains dépôts bancaires commerciaux.
- Problème : la méthode de calcul actuelle est fondée sur un nombre relativement faible d'opérations générales de pension effectuées par l'entremise d'un groupe restreint de contreparties.



Améliorations particulières du taux CORRA

Objectifs du Groupe de travail sur le TARCOT pour le taux CORRA amélioré

- Le taux CORRA amélioré devrait remplir les objectifs suivants :
 - être sans risque;
 - être calculé à partir d'un volume plus important de transactions que ne l'est le taux CORRA actuel;
 - être représentatif du taux appliqué sur le marché général des pensions;
 - être simple et facile à expliquer.
- Dans le choix du taux sans risque canadien à privilégier, la cohérence avec le taux CORRA actuel a été une considération importante pour le Groupe de travail sur le TARCOT.

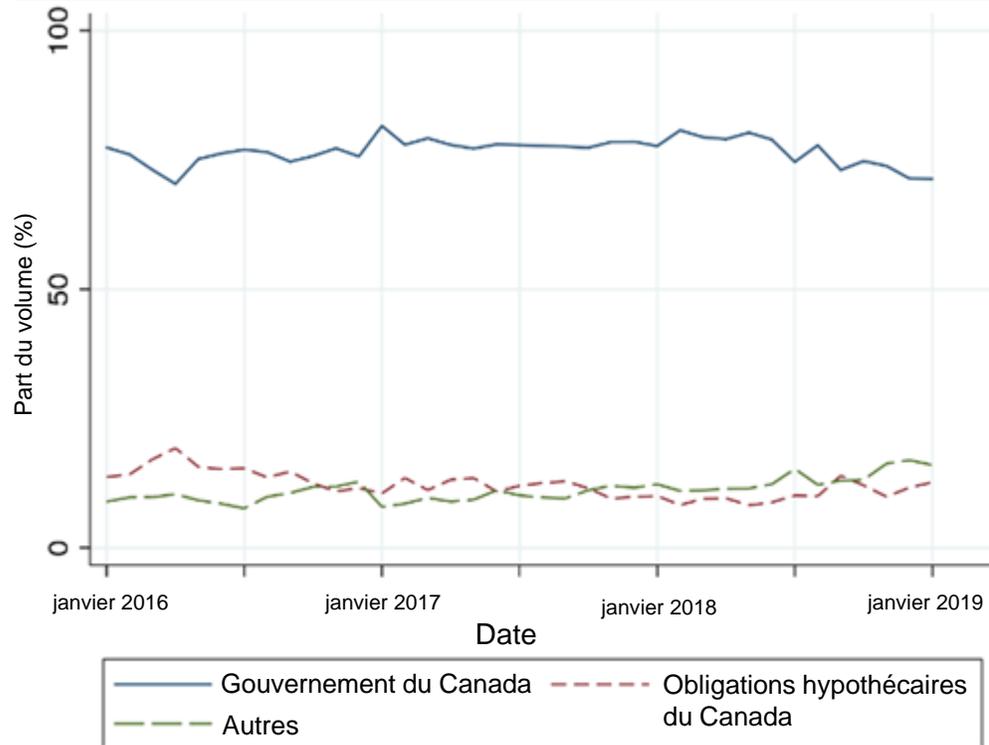
Les améliorations proposées visent surtout la création d'un ensemble élargi d'opérations sur lesquelles serait fondé le calcul quotidien du taux CORRA afin de rendre ce dernier plus fiable, robuste et représentatif.

Améliorations de la méthode de calcul du taux CORRA

	Taux CORRA actuel	Améliorations du taux CORRA
Titres et monnaie	Opérations sur obligations et bons du Trésor du gouvernement du Canada réglées en dollars canadiens	
Types de contreparties	Opérations générales de pension entre courtiers intermédiaires effectuées par l'entremise de trois courtiers intermédiaires	Opérations de pension sur titres du gouvernement entre deux entités non affiliées quelconques sur lesquelles on peut obtenir des données, sauf les opérations de pension effectuées avec la Banque du Canada ou dans le cadre des adjudications du receveur général
Terme et durée à courir jusqu'au règlement	Opérations à un jour avec règlement le jour même (c.-à-d. opérations conclues et réglées le jour même)	
Calcul du taux	Taux moyen pondéré en fonction du volume des opérations admissibles	Médiane tronquée pondérée en fonction du volume des opérations admissibles <ul style="list-style-type: none"> • Exclusion du 25^e centile inférieur des opérations, pondéré en fonction du volume, afin d'exclure du calcul les opérations « spéciales »
Taux plancher	Taux CORRA fixé au taux cible de la Banque du Canada si le volume quotidien des opérations de pension admissibles est inférieur à 500 M\$	En cours d'élaboration

1^{re} recommandation : n'inclure que les opérations de pension portant sur des bons du Trésor et des obligations du gouvernement du Canada

Part du volume des opérations de pension par type de garantie



Source : SEROM

- Le Groupe de travail sur le TARCOTM a recommandé qu'on cible les opérations de pension portant sur des bons du Trésor et des obligations du gouvernement du Canada, car elles constituent la plus grande part du volume des transactions et que la définition des opérations générales de pension et du taux CORRA retenue s'applique à ces titres.
 - Introduire d'autres types de sûretés pourrait créer d'autres sources de variation dans le taux.
- 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 G\$ (déclarés dans le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché [SEROM])
- Volumes quotidiens de 30 à 40 G\$ pour le volet des obligations et des bons du Trésor du gouvernement du Canada (encours bruts avant filtrage – question traitée plus tard)
 - Ce volume comprend le marché général des pensions et les opérations de pension portant sur des obligations particulières.

2^e recommandation : élargir le groupe des contreparties au-delà du segment des courtiers intermédiaires

- Le Groupe de travail sur le TARCOT a recommandé que le calcul du taux CORRA rende compte autant que possible du marché sous-jacent des pensions à un jour du gouvernement du Canada.
- La prise en compte de toutes les opérations de pension à un jour sur titres du gouvernement du Canada entre toutes les contreparties non affiliées tient au fait que :
 - l'analyse montre que nous perdrons une bonne part des volumes en nous focalisant seulement sur les opérations entre courtiers;
 - l'analyse ne révèle pas de différence significative de taux entre les opérations entre courtiers intermédiaires et les opérations entre courtiers et clients non affiliés;
 - les opérations entre contreparties affiliées pourraient être sujettes à d'autres facteurs de fixation des prix (p. ex., fixation des prix de cession interne) et leur inclusion ne serait pas conforme aux bonnes pratiques internationales.

3^e recommandation : n'inclure que les opérations de pension à un jour au comptant

- Le Groupe de travail sur le TARCOT a recommandé de n'inclure que les opérations de pension à un jour pour lesquelles l'initiation est réglée le jour même (J+0), et la clôture, le lendemain (J+1).
 - Les opérations « à jour lendemain » (*tomorrow-next*)* représentent une part croissante des opérations de pension à un jour, mais elles ont été exclues parce qu'elles sont souvent exécutées en fonction d'un titre précis à livrer, et risquent de fausser les taux (sous-évaluation) ou d'influer sur le taux aux alentours des dates de réunion de la Banque du Canada.
 - Les opérations de pension sans échéance fixe qui peuvent être annulées par l'une ou l'autre des parties à un jour d'avis ont aussi été exclues en raison de facteurs qui faussent les taux de ces opérations (surévaluation).

* 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)

4^e recommandation : éliminer l'incidence des opérations « spéciales » à l'aide d'une approche privilégiant une moyenne tronquée

- Les taux quotidiens moyens et médians de l'ensemble élargi de transactions sont généralement inférieurs au taux CORRA actuel et au taux cible du financement de la Banque du Canada.
 - Cette tendance a été attribuée aux opérations « spéciales » incluses dans les données.
- Le Groupe de travail sur le TARCOM a jugé 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 le besoin de liquidité.
- Il n'y a cependant pas de définition des opérations « spéciales » unanimement acceptée par les acteurs du secteur ni de moyen simple de repérer ce genre de transactions dans les données.

Taux CORRA actuel c. la moyenne de l'ensemble des opérations de pension à un jour sur titres du gouvernement du Canada

De janvier 2016 à décembre 2018

Écart par rapport au taux cible (points de base)	Taux CORRA actuel	Moyenne de l'ensemble des opérations sur titres du gouvernement du Canada
Écart moyen	0,1	-2,3
Écart type	2,2	1,6

Quatre méthodes proposées pour corriger l'incidence des opérations « spéciales »

- Le Groupe de travail sur le TARCOM a jugé important de corriger l'incidence des opérations « spéciales » pour améliorer le taux CORRA.
- Quatre méthodes ont été proposées :
 1. Absence de filtre : le taux obtenu tient compte des opérations « spéciales » et des opérations générales de pension
 2. « Méthode fondée sur une médiane tronquée » : chaque jour, abandon d'un nombre fixe (centile inférieur) d'opérations, selon un taux donné
 3. « Méthode fondée sur un taux obligatoire » : chaque jour, abandon d'un nombre variable d'opérations, selon le taux de l'obligation remise en garantie
 4. « Méthode mixte » : séparation des distributions des opérations « spéciales » et des opérations générales de pension
- Le Groupe a retenu la méthode fondée sur une médiane tronquée et la méthode fondée sur un taux obligatoire.

Recommandation : utiliser la méthode fondée sur une médiane tronquée assortie d'un filtre à 25 %

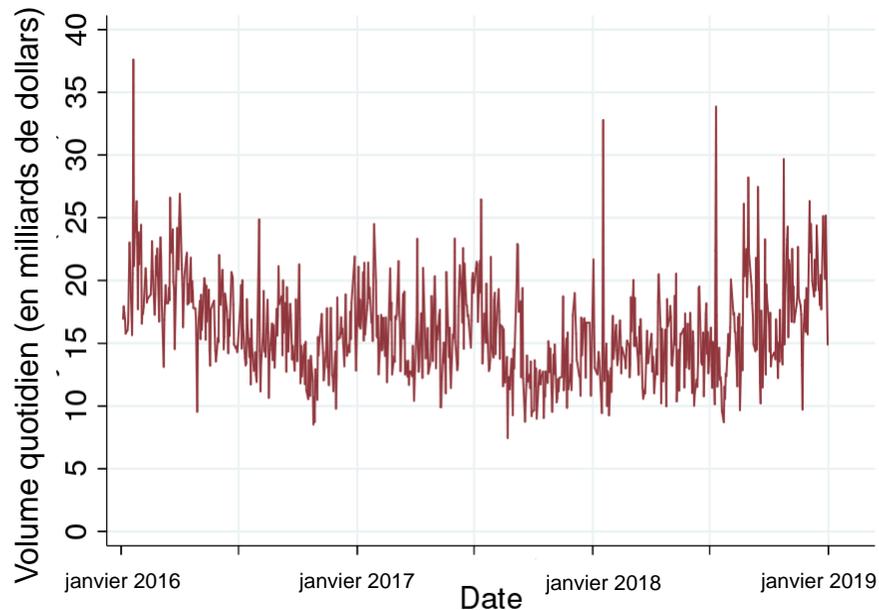
- Le Groupe de travail sur le TARCOT a recommandé à l'unanimité une méthode fondée sur une médiane tronquée.
 - La faible volatilité associée à cette approche est vue d'un bon œil : les opérateurs en couverture tireront parti d'un taux plus sensible aux évolutions du taux du financement à un jour de la Banque du Canada, et 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 évoluer 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 la médiane tronquée est simple et correspond à l'approche américaine.
- La calibration consiste à supprimer chaque jour le 25^e 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 calculé selon la méthode améliorée et le taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada, et entre ce taux CORRA amélioré et le taux CORRA actuel.
 - Le choix du 25^e centile inférieur résulte de la volonté de maximiser le volume des opérations tout en réduisant leur dispersion de part et d'autre du taux cible.



Comment ces changements touchent-ils le taux CORRA?

Amélioration substantielle de la robustesse du taux CORRA

Volume des opérations de pension à un jour sur titres du gouvernement du Canada entre contreparties non affiliées

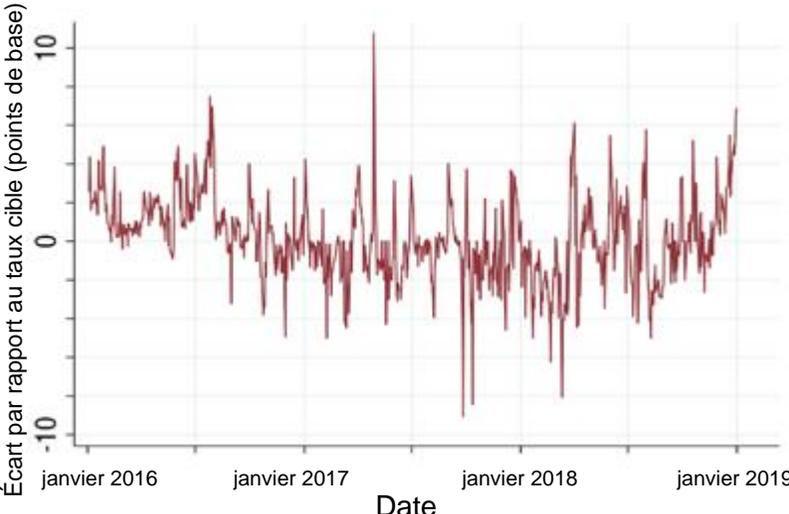


Source : SEROM

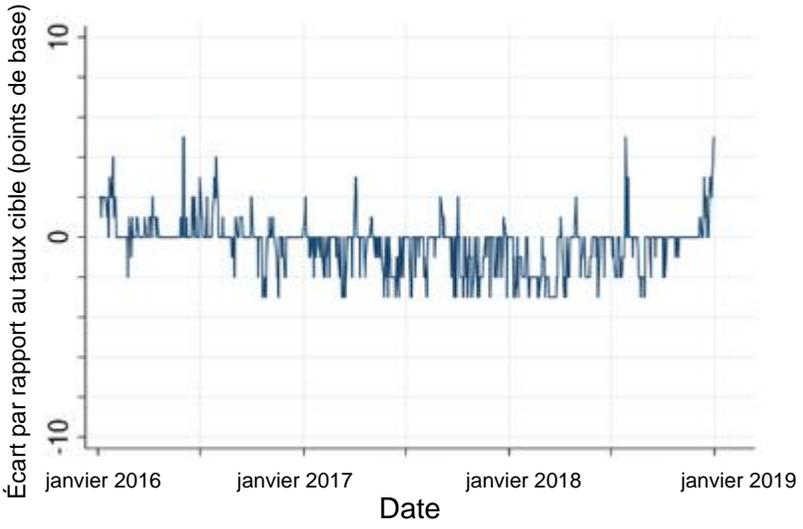
- Les améliorations feraient passer le volume des opérations de pension quotidiennes pris en compte dans les calculs d'une valeur d'environ 1 à 5 G\$ actuellement à une fourchette allant de 10 à 20 G\$.
 - On s'attend en moyenne à ce que le volume sous-jacent soit au moins quintuplé.
- Actuellement, le taux CORRA est fixé au taux cible de la Banque du Canada quand la valeur du volume quotidien des opérations de pension admissibles est inférieure à 500 M\$ (ce qui s'est produit dix fois en 2018).
 - Avec les améliorations, le volume quotidien minimal d'opérations pris en compte aurait été d'environ 9 G\$ en 2018, soit au moins 18 fois plus élevé que le volume pris actuellement en compte.

Diminution de la volatilité du taux CORRA

Taux CORRA actuel



Taux CORRA amélioré



Comparaison du taux CORRA actuel avec le taux CORRA calculé selon les améliorations proposées
De janvier 2016 à décembre 2018

Écart par rapport au taux cible (points de base)	Taux CORRA actuel	Taux CORRA amélioré
Écart moyen	0,1	-0,3
Écart type	2,2	1,3

Source : SEROM

CORRA amélioré = CORRA

Du point de vue de l'utilisateur final, le taux CORRA basé sur la nouvelle méthode de calcul sera équivalent au taux CORRA actuel.

Prochaines étapes pour le CORRA

- Le passage à la nouvelle méthode de calcul du taux CORRA devrait avoir lieu au deuxième trimestre de 2020, lorsque la Banque du Canada deviendra l'administrateur du taux.
- Le sous-groupe chargé de la transition a défini un calendrier pour :
 - établir un processus de publication transparent pour le taux CORRA et préparer un document décrivant en détail la méthode de calcul;
 - créer une structure de gouvernance du taux CORRA pour veiller à la mise en place d'un processus de publication approprié, à la révision de la méthode et à la résolution des problèmes.
- La Banque mettra des données historiques à la disposition des participants au marché :
 - les données sur le taux CORRA calculé selon la méthode actuelle remontent jusqu'à août 1997;
 - les données sur le taux CORRA calculé selon la nouvelle méthode seront disponibles aux fins d'analyse à partir de janvier 2016.
- La Banque tient à ce que le taux CORRA soit conforme aux [principes de l'OICV](#) régissant les indices financiers de référence.

Adoption généralisée du taux CORRA pour les instruments financiers libellés en dollars canadiens

- Le sous-groupe chargé de la transition fournira le cadre sous-jacent pour contribuer à l'adoption à grande échelle du taux CORRA amélioré comme taux de référence des instruments financiers libellés en dollars canadiens.
 - Élaborer un vaste plan de communication et de consultation pour la transition
- Chantiers en cours :
 - Production du taux CORRA amélioré
 - Convention de calcul pour les instruments du marché au comptant
 - Contrats à terme : produits et conventions
 - Marché des swaps : conventions

Mobilisation des parties prenantes

- Vaste volet de communication avec les divers intéressés, notamment par :
 - la participation aux travaux des sous-groupes du Groupe de travail sur le TARCOM;
 - des tables rondes tenues par le Groupe de travail;
 - les réactions et les commentaires des acteurs du secteur après la publication des documents de consultation du Groupe de travail.
- Le [site Web à propos du Groupe de travail sur le TARCOM](#) renferme des renseignements sur ses activités, dont son mandat, sa composition ainsi que les dates, ordres du jour et résumés des réunions.
- Les participants au marché qui souhaitent apporter leur contribution à ces efforts sont invités à faire parvenir leurs coordonnées à l'adresse CARR-WG@banqueducanada.ca.

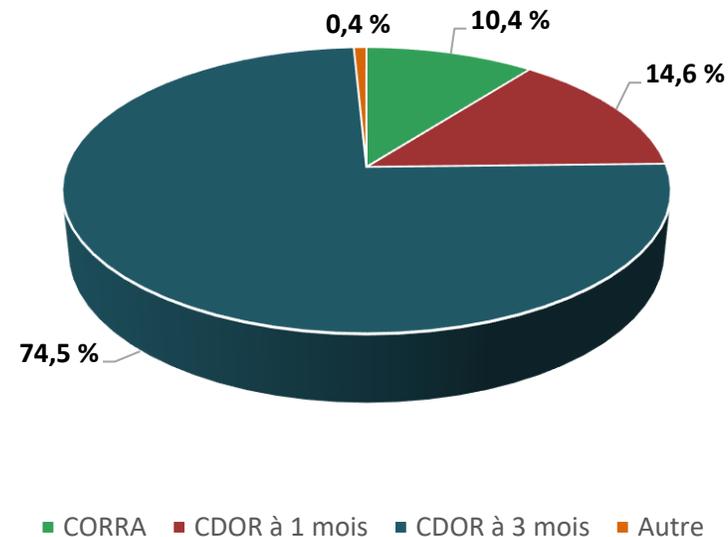


Annexes

Taux CORRA : volume et portée

- Le sous-groupe responsable de l'étendue des travaux a publié un [rapport](#) sur la valeur notionnelle estimative des titres s'appuyant sur les taux CORRA et CDOR.

Produit	Encours (milliards \$ CA)
Dérivés de taux d'intérêt de gré à gré	10 737
Dérivés négociés en bourse	1 089
Prêts aux entreprises	60
Prêts à la consommation	1
Dépôts	22
Obligations	137
Produits titrisés	131
Autres	26
Acceptations bancaires	103
Total	12 307



Sources : données d'enquête du Groupe de travail sur le TARCOT; Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (données des référentiels centraux); TMX; Bloomberg

Questions posées lors de la consultation sur le taux CORRA

- 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?

Sommaire des réponses obtenues dans le cadre de la consultation

- Au total, 15 répondants provenant surtout d'institutions du côté vendeur et du côté acheteur se sont montrés très favorables à la méthode proposée.
- Sujets les plus souvent cités dans les réponses :
 - Traitement des opérations « à jour lendemain » (*tomorrow-next*)
 - Nécessité de veiller à ce que la méthode de calcul proposée pour le taux CORRA amélioré demeure adéquate dans l'avenir
- Les répondants ont aussi fait part de commentaires sur l'inclusion de différents types d'opérations de pension dans le calcul du taux CORRA amélioré.
- Un répondant a fait remarquer que les définitions actuelles du taux CORRA dans les annexes de soutien au crédit pourraient ne pas concorder exactement avec celle du taux CORRA amélioré.
- Une analyse détaillée des réponses obtenues lors de la consultation et les réponses du Groupe de travail sur le TARCOT sont présentées dans un document de réponse à la consultation.