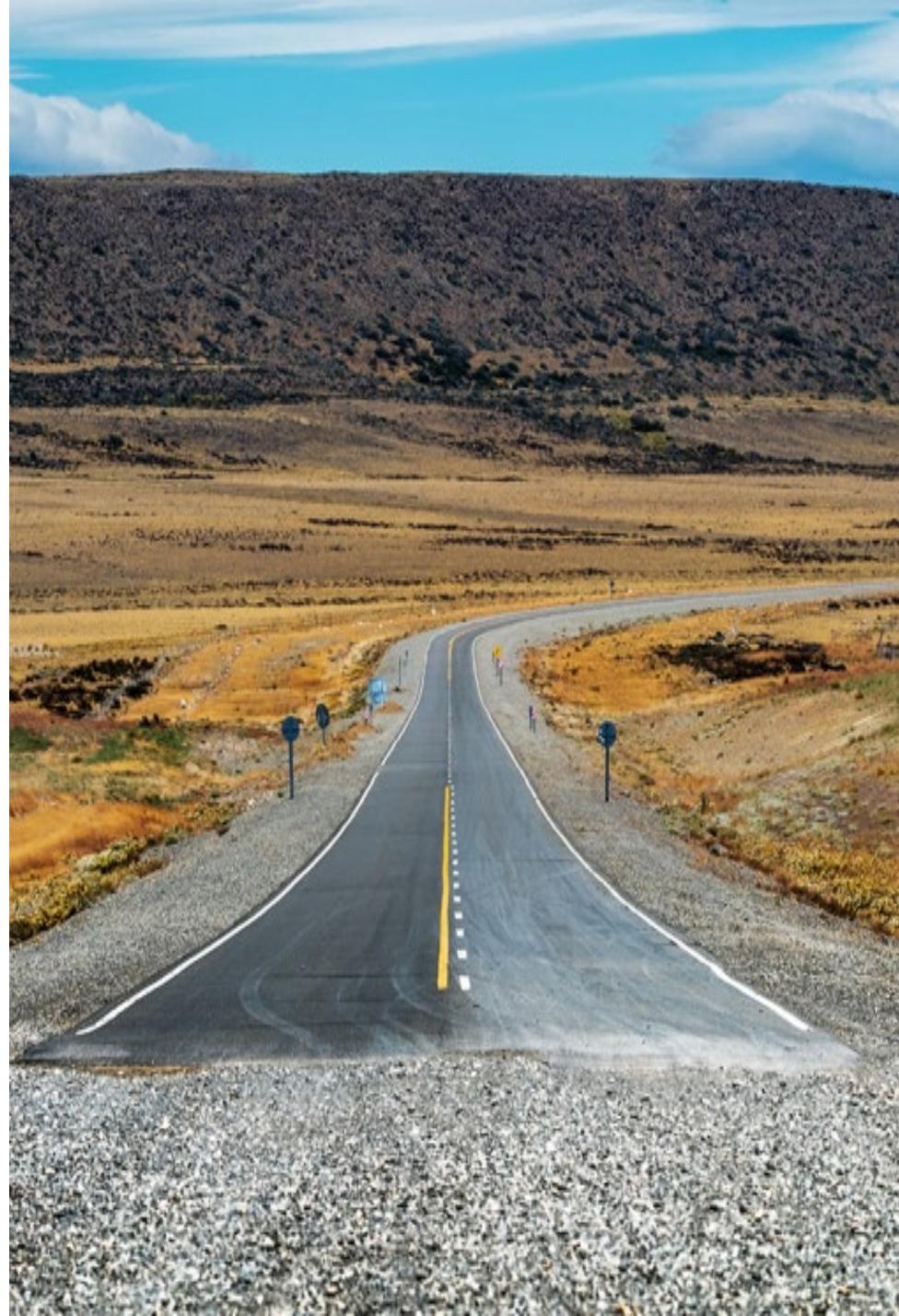


Janvier 2023

Survol de la transition du taux CDOR au taux CORRA

Harri Vikstedt (coprésident du Groupe de travail sur le TARCOT, Banque du Canada)
Karl Wildi (CIBC et coprésident du Groupe de travail sur le TARCOT)

Les opinions exprimées dans cet exposé sont celles de ses auteurs et ne représentent pas nécessairement les points de vue de la Banque du Canada ou de CIBC.



Introduction et contexte international

Transformation mondiale des taux de référence

Les taux de référence sont utilisés pour calculer les paiements d'intérêts, et ce sont sur eux que sont fondés des centaines de milliards de dollars de produits financiers dans le monde, y compris des produits dérivés, des obligations à taux variable, des prêts et des produits structurés.

- La transformation consiste à remplacer les taux prospectifs sensibles au crédit bancaire par des taux sans risque (TSR) à un jour comme taux de référence.
- Les marchés britannique, suisse et japonais sont déjà passés à des TSR au moment où le taux de référence LIBOR (London Interbank Offered Rate) rattaché à leur monnaie respective a cessé d'être publié en décembre 2021.
- Les États-Unis finaliseront leur transition vers leur TSR, le Secured Overnight Financing Rate (SOFR), une fois que le LIBOR pour les transactions en dollars américains cessera d'être publié pour toutes les échéances en juin 2023.
- Cette transformation nécessite une coordination et une collaboration étendues entre les autorités, ainsi qu'entre les secteurs privé et public.

À l'échelle mondiale, les banques centrales et les organismes de réglementation appuient le remplacement de ces taux de référence sensibles au crédit bancaire (et moins robustes que les TSR), en particulier pour les dérivés, du fait de leurs possibles fragilités et de préoccupations pour la stabilité financière.

La réforme des taux de référence a commencé après la crise financière mondiale

Des tentatives de manipulation des marchés, des déclarations trompeuses et une baisse de la liquidité sur le marché des prêts interbancaires non garantis ont miné la confiance dans la fiabilité et la solidité des principaux taux d'intérêt de référence durant et après la crise financière mondiale.

- En février 2013, le G20 a confié au Conseil de stabilité financière (CSF) la mission d'examiner les taux de référence les plus utilisés dans le monde
- En juin 2013, le CSF a mis sur pied l'Official Sector Steering Group (OSSG), organe-conseil composé de hauts responsables de banques centrales et d'organismes de réglementation, afin qu'il procède à cet examen :
 - ▶ Le groupe s'est concentré sur les trois principaux taux interbancaires offerts (TIO) sensibles au crédit servant de taux de référence (LIBOR, EURIBOR et TIBOR)
 - ▶ Les travaux ont bénéficié du soutien du Market Participants Group (MPG), comité composé d'institutions de différents pays, du côté acheteur et du côté vendeur
- En juillet 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié des [principes régissant les indices de référence](#). Ces principes ont été entérinés par le CSF sur recommandation de l'OSSG. Ils constituent le fondement de toute réglementation sur les taux de référence, y compris celle mise en place au Canada par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières en 2021
- Les efforts de réforme se sont accélérés après que la FCA, l'organisme de réglementation du LIBOR, eut fixé l'abandon effectif du LIBOR à décembre 2021
- En mars 2021, l'administrateur du LIBOR (ICE Benchmark Administration) a officiellement déclaré la fin du LIBOR, qui cesserait d'être publié pour presque toutes les monnaies et échéances le 31 décembre 2021. Seules quelques échéances du LIBOR pour les transactions en dollars américains ne seraient abandonnées que le 30 juin 2023

Réforme des taux de référence au Canada

La réforme des taux de référence canadiens est pilotée par le Groupe de travail sur le TARCOTM

Dans la même lignée que les réformes des taux de référence menées à l'échelle mondiale, le [Forum canadien des titres à revenu fixe*](#) a mis sur pied le [Groupe de travail sur le TARCOTM](#) (le Groupe de travail) en mars 2018, pour garantir la solidité et la résilience du régime canadien de taux de référence pour les années à venir.

- L'objectif initial était de s'assurer que le TSR canadien – le taux CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average), soit le taux des opérations de pension à un jour – était robuste
- En 2020, le Groupe de travail a aussi été chargé d'examiner le taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate) et de faire des recommandations sur ce dernier
- Le 16 décembre 2021, le Groupe de travail a terminé son examen et publié un [livre blanc](#) dans lequel il recommande que l'administrateur du taux CDOR, soit Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (RBSL), cesse la publication de ce taux après juin 2024
- Les principaux objectifs du Groupe de travail sont désormais de :

Soutenir la transition menant à l'adoption du taux CORRA comme principal indice financier de référence

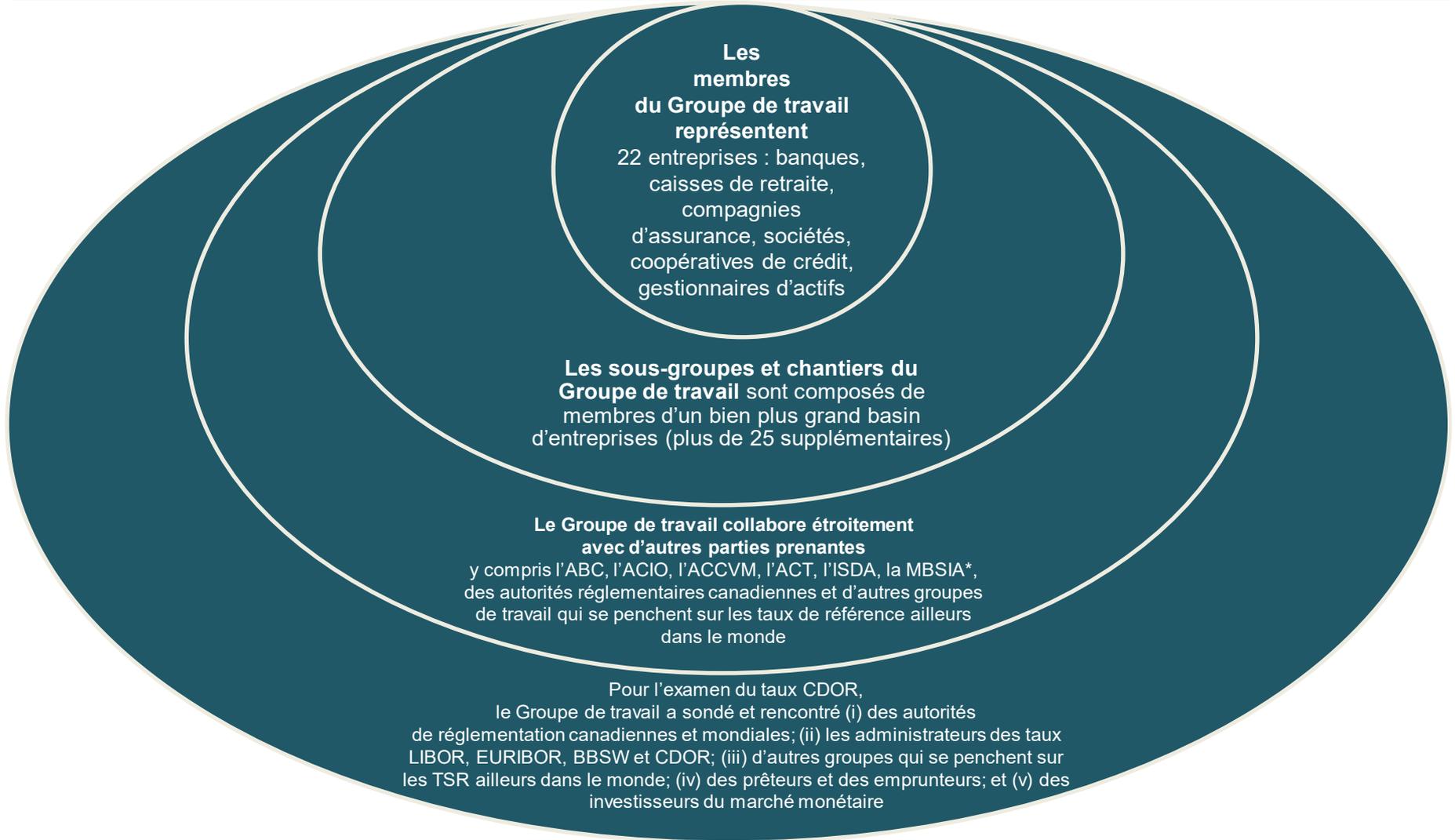
Concevoir et exécuter un plan de transition englobant tous les produits fondés sur le taux CDOR

Sensibiliser le secteur au besoin de se préparer à l'abandon du taux CDOR

Superviser l'élaboration d'un taux à terme prospectif basé sur le taux CORRA

* Le [Forum canadien des titres à revenu fixe](#) est un comité sectoriel de haut niveau que la Banque du Canada a mis sur pied afin de discuter de l'évolution de la structure et du fonctionnement du marché des titres à revenu fixe, des pratiques du marché, et également des enjeux connexes liés aux politiques publiques.

Les travaux du Groupe de travail rejoignent toutes les parties prenantes



Le CDOR est le taux de référence sensible au crédit bancaire du Canada

- Le taux CDOR mesure le taux auquel les banques canadiennes sont disposées à accorder des prêts demeurant inscrits à leur bilan à des emprunteurs par l'intermédiaire de facilités de crédit par voie d'acceptations bancaires
 - ▶ Il est fondé sur un sondage (et non sur des transactions) et reflète donc le risque de terme et le risque de crédit des banques
 - ▶ Les AB émises à l'appui de ces facilités de crédit représentent environ 160 milliards \$ au total, et environ 45 % sont vendues sur le marché
 - ▶ L'encours total des instruments (dont environ 97 % sont des dérivés) fondés sur le taux CDOR dépasse 20 000 milliards \$
- Le taux CDOR est administré par [Refinitiv Benchmark Services \(UK\) Limited](#) (RBSL)
 - ▶ Il correspond à la moyenne des taux soumis par les six grandes banques canadiennes, en excluant la plus élevée et la plus basse des valeurs proposées. Des précisions sur la méthode de calcul du taux CDOR sont présentées [ici](#)
 - ▶ Le taux CDOR est actuellement publié pour trois échéances : 1, 2 et 3 mois. Après une consultation publique, RBSL a [cessé](#) de le publier pour les échéances de 6 et 12 mois en raison d'un nombre insuffisant d'AB assorties de ces échéances
- La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et l'Autorité des marchés financiers (AMF) ont fait du taux CDOR un indice de référence essentiel désigné au pays, ce qui l'assujettit au [régime réglementaire](#) applicable aux indices de référence financiers instaurés par ces organismes

Le taux CORRA est le taux de référence sans risque du Canada

- Le taux CORRA est un taux de référence à un jour sans risque qui est publié depuis 1997
 - ▶ Il est une mesure robuste, fiable et représentative du taux auquel les participants au marché empruntent ou prêtent des obligations et des bons du gouvernement du Canada à un jour
 - ▶ Il est très similaire au taux SOFR aux États-Unis
 - ▶ Des instruments financiers d'une valeur globale supérieure à 3 300 milliards \$ sont fondés sur ce taux, surtout des swaps indexés sur le taux à un jour
- La Banque du Canada, qui [est devenue](#) l'administrateur du taux CORRA en juin 2020, a adopté une nouvelle [méthode de calcul](#) améliorée conçue par le Groupe de travail
 - ▶ Le taux CORRA est calculé sur la base des opérations de pension sur titres du gouvernement entre deux entités non affiliées quelconques
 - ▶ La Banque du Canada fournit les [données](#) sur le taux CORRA comme bien public, sans frais, sur son site Web. Elle y [publie](#) également l'indice du taux CORRA composé, qui facilite l'utilisation du taux CORRA dans les produits financiers
- La Banque du Canada a aussi mis sur pied le [Groupe consultatif sur le taux CORRA](#) afin de se faire conseiller sur les changements touchant le fonctionnement du marché des pensions et pour recevoir des recommandations sur la méthode de calcul du taux CORRA si elle était appelée à changer
 - ▶ Comme le Groupe de travail, ce groupe consultatif est composé de différents participants au marché issus de tous les pans du système financier canadien

Comparaison des taux CDOR et CORRA

Taux CDOR (Canadian Dollar Offered Rate)

- Taux sensible au crédit qui intègre la prime de terme et la prime de risque de crédit
- Mesure le taux auquel les banques canadiennes sont disposées à prêter des fonds aux clients avec qui elles ont conclu des conventions de prêt par voie d'acceptations bancaires
- Basé sur le jugement d'experts plutôt que sur des transactions précises
- Calculé pour diverses échéances (1, 2 et 3 mois)
- **Taux à terme prospectif** : le montant du paiement est connu d'avance
- Administrateur : [Refinitiv Benchmark Services \(UK\) Limited](#)

Taux CORRA (taux des opérations de pension à un jour)

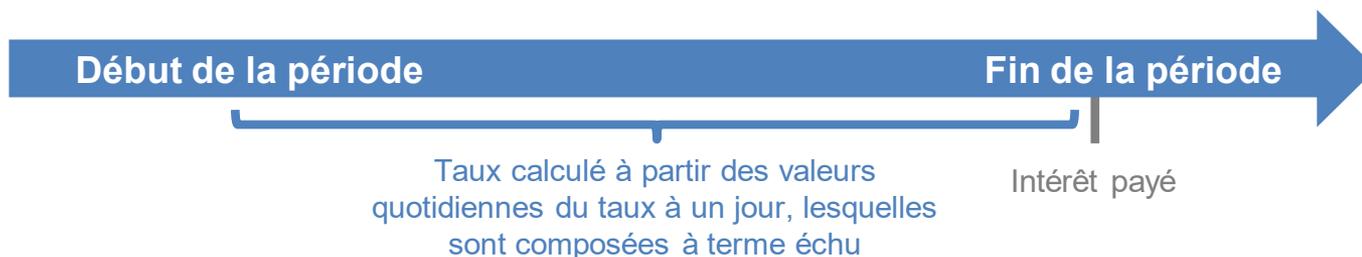
- Taux sans risque qui reflète le taux du financement à un jour sans risque et qui suit de près le [taux directeur](#) de la Banque du Canada
- Mesure le coût du financement à un jour sur le marché général des pensions pour les opérations garanties au moyen de titres d'emprunt du gouvernement du Canada
- Basé sur les transactions et totalement transparent (c.-à-d. qu'il repose sur des transactions effectivement réalisées sur le marché)
- Taux à un jour
- Habituellement, le taux est **composé à terme échu** pour connaître le taux et le paiement applicables
- Administrateur : [Banque du Canada](#)

Différence entre les taux prospectifs et les taux à un jour

Les paiements sont connus à l'avance lors de l'utilisation des taux prospectifs tels que le taux CDOR :

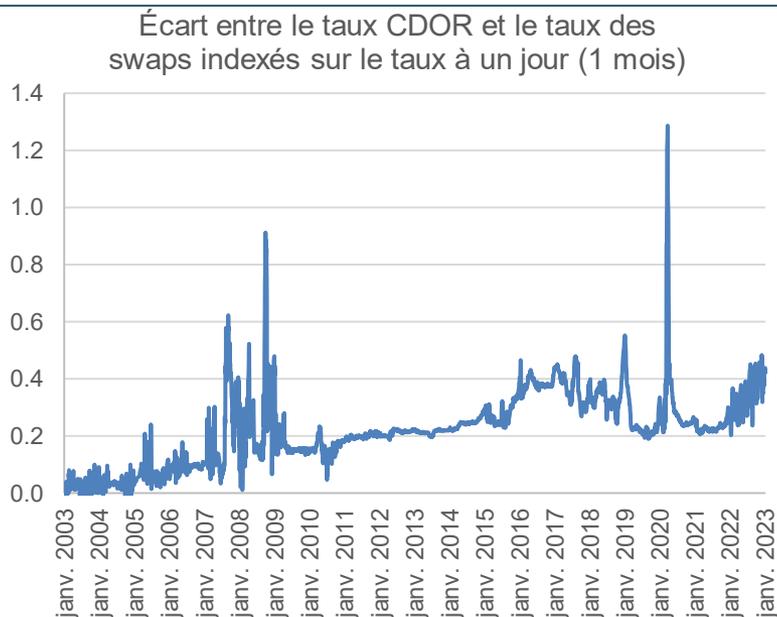


Les paiements sont déterminés sur la période d'intérêt pour les TSR à un jour comme le taux CORRA :

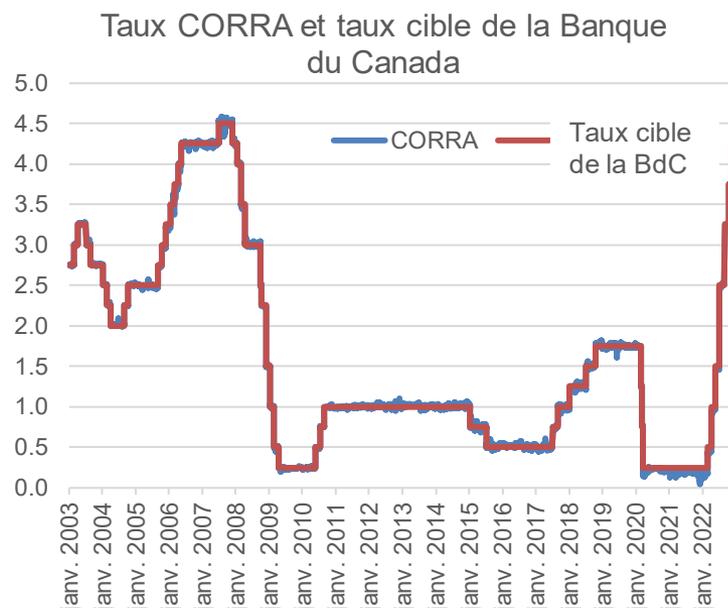


- Pour les instruments financiers fondés sur le taux CORRA composé à terme échu, le paiement doit être calculé à la fin de la période (plus précisément, à terme échu) à partir des valeurs quotidiennes composées du taux CORRA
 - ▶ Le taux CORRA est relativement stable, car il suit de près le taux cible de la Banque du Canada. Par conséquent, il ne change généralement qu'en cas de changement du taux directeur de la Banque (de façon similaire au taux préférentiel)
 - ▶ Chaque paiement peut être facilement estimé ou couvert en se basant sur le taux applicable aux swaps indexés sur le taux à un jour d'échéance équivalente et, à mesure que les jours passent, le paiement total des intérêts devient plus certain
 - ▶ Le paiement final est calculé quelques jours ouvrables avant la date de paiement des intérêts, ce qui laisse le temps de confirmer le montant dû et d'organiser le paiement
- Néanmoins, il pourrait être nécessaire d'ajuster les systèmes ou les processus en fonction de la nouvelle méthode de calcul et de créer de nouveaux produits financiers

Les écarts doivent être ajustés pour refléter le statut « sans risque » du taux CORRA



Sources : données de Bloomberg et calculs de la Banque du Canada



- Comme le taux CDOR intègre à la fois la prime de risque de crédit et la prime de terme, il est plus élevé que le taux CORRA (ou le taux des swaps indexés sur le taux à un jour à échéance équivalente)
- Dans le cas d'un produit de crédit (p. ex., prêt ou obligation à taux variable) dont le prix est fixé en fonction du taux CDOR plus un écart, l'écart appliqué sera plus grand après le passage au taux CORRA

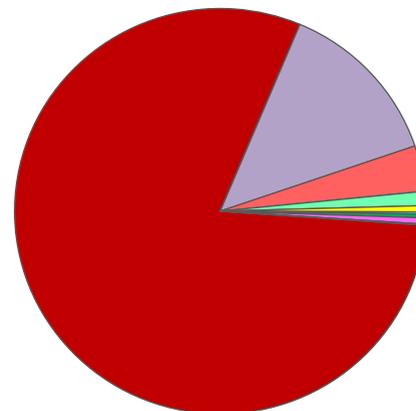
Exemple : Si le taux d'un prêt entièrement utilisé est fondé sur le taux CDOR +60 points de base et que l'écart de base CDOR-CORRA pour une échéance équivalente est de 25 points de base, lors de la migration vers le taux CORRA comme nouveau taux de référence, le prêt économiquement équivalent sera fixé au taux CORRA +85 points de base*

* Cet exemple est purement illustratif, car d'autres facteurs peuvent avoir une incidence sur la tarification des prêts.

Produits fondés sur le taux CDOR¹

- L'exposition notionnelle totale au taux CDOR est d'environ 20 000 milliards \$
- Plus de 97 % de l'exposition au taux CDOR est liée à des produits dérivés, principalement des produits dérivés faisant l'objet d'une compensation centrale, dont la plupart ont le taux CDOR à 3 mois comme taux de référence
- Les obligations à taux variable (OTV) constituent la deuxième catégorie en importance de produits fondés sur le taux CDOR, la quasi-totalité (~99 %) étant à échéance de 3 mois. Un peu moins de la moitié des **OTV** en circulation ont une échéance résiduelle inférieure à 3 ans
- Les prêts représentent la troisième catégorie en importance de produits fondés sur le taux CDOR, la majorité étant à échéance de 1 mois, la plus courante pour les tirages
- **Les produits titrisés** constituent la quatrième catégorie en importance de produits fondés sur le taux CDOR, la plupart étant à échéance de 1 mois. Un peu plus de 65 % de ces produits ont une échéance résiduelle inférieure à 3 ans

Encours total des produits fondés sur le taux CDOR



- Produits dérivés faisant l'objet d'une compensation centrale 16 611 G\$, 80 %
- Produits dérivés de gré à gré 2 784 G\$, 13 %
- Dérivés négociés en bourse 755 G\$, 4 %
- Obligations à taux variable 234 G\$, 1 %
- Facilités de crédit donnant lieu à l'émission d'une AB (fondées sur le CDOR) 105 G\$, 1 %
- Facilités de crédit donnant lieu à l'émission d'une AB (fondées sur un taux d'AB) 35 G\$, %
- Facilités de crédit ne donnant pas lieu à l'émission d'une AB (fondées sur le CDOR) 62 G\$, %
- Produits titrisés 102 G\$, 0,5%
- Dépôts \$ G\$, 0,1%

Sources : résultats d'enquête, LCH, CME, SCHL et Bloomberg

Dernière observation : 31 octobre 2020

97 % de l'exposition au taux CDOR est liée aux produits dérivés, tandis que seulement 1 % environ de cette exposition relève des prêts fondés sur une AB ou le taux CDOR. La plupart des produits ont le taux CDOR à 3 mois comme taux de référence, tandis que la majorité des AB émises ont des échéances de 1 mois.

¹ Les données représentent les expositions à la fin octobre 2021. Sources : enquête du Groupe de travail sur le TARCOC, LCH, CME, SCHL et Bloomberg

Analyse et recommandations du Groupe de travail à propos du taux CDOR

Le Groupe de travail a cerné quatre risques pesant sur la solidité future du taux CDOR

- En 2021, le Groupe de travail a analysé le taux CDOR en tenant compte des nouvelles exigences plus strictes concernant les indices de référence essentiels, en vue de garantir la robustesse et la résilience du régime canadien de taux de référence pour les années à venir. Bien que le taux CDOR ait bien servi le marché des produits libellés en dollars canadiens pendant de nombreuses années, l'analyse a révélé que certains aspects de la structure de ce taux font peser des risques sur sa solidité future.

Manque de transparence

La norme mondiale veut que les taux de référence soient basés avant tout sur des transactions réelles. Le taux CDOR est principalement fondé sur le jugement d'experts et ne peut pas être directement lié à des transactions observables conclues dans des conditions de pleine concurrence.

Manque de viabilité

Le modèle de financement par voie d'AB n'est plus efficace. Les banques financent désormais la plupart de leurs prêts avec des instruments à terme. Elles ont déjà commencé à se tourner vers des emprunts fondés sur le taux CDOR qui ne comprennent pas d'AB, voire à cesser l'octroi d'AB, et vont probablement continuer dans cette voie.

Pyramide inversée

La taille du marché utilisé pour fixer un taux de référence devrait être proportionnelle à celle du marché sur lequel ce taux est utilisé (principe de proportionnalité).

Les données sous-jacentes devraient être suffisantes pour assurer le maintien du taux de référence aussi bien en temps normal qu'en périodes de tensions.

Ces deux principes posent problème dans le cas du taux CDOR.

Fragilité accrue du panel

Les nouveaux règlements des ACVM applicables aux indices de référence ajoutent aux obligations des administrateurs et des contributeurs d'indices de référence. Les banques contributrices pourraient décider de quitter le panel du taux CDOR en raison de ces obligations accrues et des coûts pour les assumer.

Le Groupe de travail a conclu qu'il n'était pas possible de réformer le taux CDOR

- Le Groupe de travail a discuté de la possibilité de réformer le taux CDOR, comme il a été fait pour le taux CORRA et d'autres importants taux de référence sensibles au crédit ailleurs dans le monde. Il a notamment été question d'adopter une méthode fondée soit sur un ordre de priorité des opérations, soit avant tout sur les transactions

Il était impossible d'adopter une hiérarchie de données strictes vu la façon dont le taux CDOR est conçu

Puisque l'établissement du taux CDOR n'est pas lié à des transactions spécifiques et observables, il n'est pas possible de suivre un ordre de priorité strict pour la prise en compte des données, où les transactions seraient au premier rang. **Le taux CDOR reste donc un taux de référence qui repose intrinsèquement sur le jugement d'experts.** Le Groupe de travail a conclu que le taux CDOR ne permet pas, ni par sa définition ni du point de vue pratique, la fixation d'un ordre formel de priorité des données à considérer

Il était impossible de faire du taux CDOR un taux de référence fondé sur des transactions

Si le taux CDOR était modifié pour refléter le taux auquel les AB sont négociées sur le marché, il serait un taux de référence juridiquement différent. Sur le plan économique, le niveau d'un taux de référence basé sur les AB différerait du niveau actuel du taux CDOR par rapport aux AB (actuellement plus de 20 points de base contre environ 1 point de base quand les taux CORRA et SONIA [R.-U.] ont été réformés)

- **L'analyse du Groupe de travail a démontré que le taux CDOR n'était pas un taux de référence viable à long terme.** Comme celui-ci ne pouvait pas être réformé, l'approche jugée la plus prudente était de faire la transition vers le taux CORRA, et de gérer cette transition avec le plus grand soin

Les membres du Groupe de travail et du Forum canadien des titres à revenu fixe ont recommandé à l'unanimité que RBSL cesse de calculer et de publier le taux CDOR après le 30 juin 2024

RBSL cessera la publication du taux CDOR

31 janvier 2022

RBSL lance une consultation publique sur l'abandon potentiel du taux CDOR

16 mai 2022

RBSL annonce sa décision de cesser la publication du taux CDOR après le **28 juin 2024**

- La décision de cesser la publication du taux CDOR a été autorisée par les deux autorités en valeurs mobilières provinciales responsables de la réforme des taux de référence au Canada (la [Commission des valeurs mobilières de l'Ontario](#) et l'[Autorité des marchés financiers](#)), lesquelles avaient fait du taux CDOR un « indice de référence essentiel désigné » en vertu du Règlement 25-102, le 25 septembre 2021
- L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) a [confirmé](#) que l'annonce de RBSL constitue un « événement déclencheur de l'abandon du taux de référence » conformément à la définition de son supplément concernant les TIO. En conséquence, Bloomberg a [publié](#), à titre d'agent de calcul de l'ISDA, les ajustements pour l'écart de crédit qui seraient appliqués aux contrats concernés après le 28 juin 2024. Cette annonce a également déclenché l'entrée en vigueur de l'ajustement pour l'écart de crédit applicable aux obligations à taux variable fondées sur le taux CDOR assorties de clauses de repli recommandées par le Groupe de travail
- **Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a [publié](#) ses attentes prudentielles à l'égard des institutions financières et des régimes de retraite privés sous réglementation fédérale concernant l'abandon du taux CDOR conformément au plan de transition en deux étapes recommandé par le Groupe de travail**

Plan de transition en deux étapes pour le taux CDOR

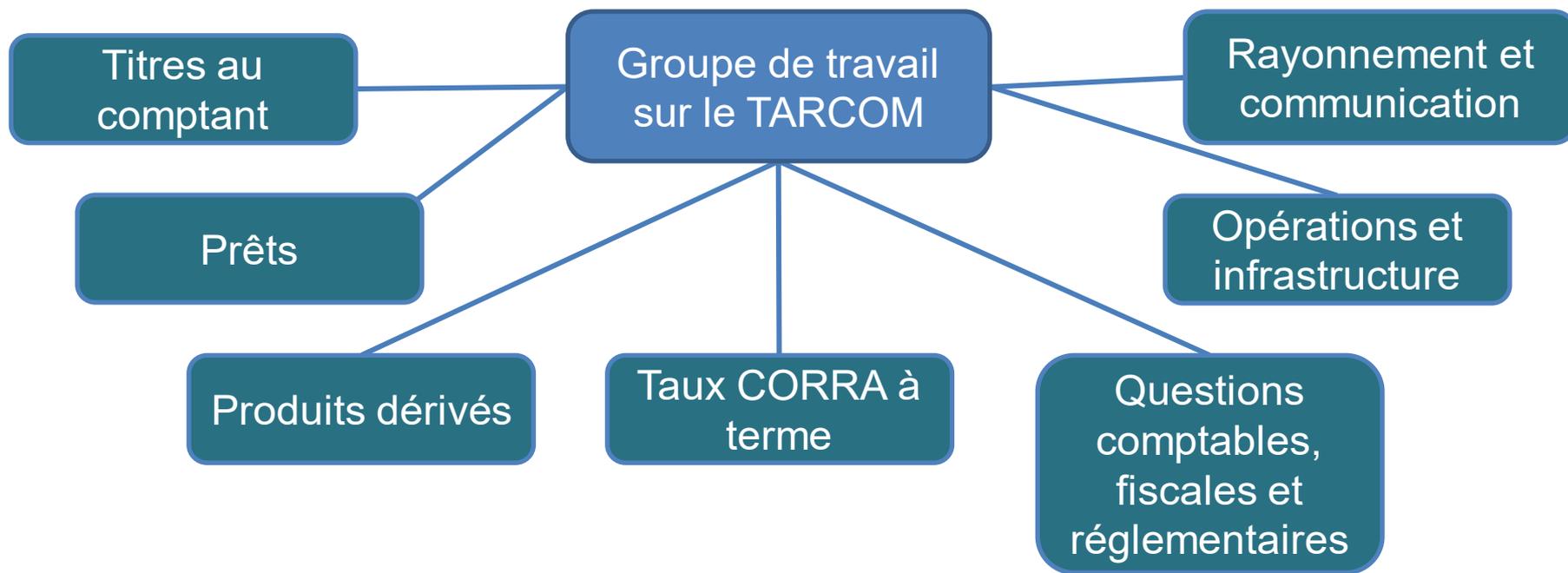
- Par suite de l'[annonce](#) faite par RBSL le 16 mai 2022, selon laquelle le taux CDOR cessera d'être publié après le 28 juin 2024, le Groupe de travail a amorcé la mise en œuvre du plan de transition en deux étapes paru dans son [livre blanc](#) de décembre 2021 :
 - ▶ **Étape 1** : D'ici la fin juin 2023, tous les participants au marché seront appelés à faire passer les nouveaux contrats (bilatéraux, compensés) de produits dérivés (dont ceux négociés en bourse) et de titres, ou les opérations connexes, du taux CDOR au taux CORRA composé à terme échu. Aucune nouvelle exposition au taux CDOR ne sera négociée après cela, sauf dans certains cas limités, notamment dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au taux CDOR liées à des produits dérivés ou titres négociés avant le 30 juin 2023, ou liées à des contrats de prêt négociés jusqu'au 28 juin 2024
 - ▶ **Étape 2** : Les participants au marché pourraient continuer à négocier de nouveaux prêts basés sur le taux CDOR, assortis à des clauses de repli solides concernant ce taux, jusqu'à son abandon après le 28 juin 2024. Ils pourraient encore couvrir des prêts indexés sur le taux CDOR avec des dérivés basés sur ce taux jusqu'à cette date. Les participants au marché pourraient également décider d'indexer leurs facilités de crédit sur le taux CORRA composé à terme échu, le taux CORRA à terme ou tout autre taux de rechange disponible à n'importe quel moment durant cette période de transition
- Aucun taux CDOR ne sera offert ou publié après le 28 juin 2024, et toute exposition au taux CDOR après cela devra basculer vers une clause de repli convenue



*Sauf dans le cas où les produits dérivés couvrent ou réduisent les expositions au taux CDOR liées à des produits dérivés ou titres négociés avant le 30 juin 2023, ou liées à des contrats de prêt négociés avant le 30 juin 2024.

Structure révisée du Groupe de travail

- À la suite de la publication de son livre blanc de décembre 2021, le Groupe de travail s'est restructuré et a mis à jour son [mandat](#) en vue d'une éventuelle décision de Refinitiv de cesser la publication du taux CDOR :
 - ▶ La composition de Groupe de travail a été élargie pour englober un plus large éventail de parties prenantes au taux CDOR
 - ▶ Sept sous-groupes ont été créés afin d'effectuer les travaux nécessaires pour faciliter une transition en douceur du taux CDOR au taux CORRA. Les membres de ces sous-groupes ont attiré des représentants très diversifiés de l'ensemble du système financier canadien



Plan de transition et prochaines étapes

Plan de transition pour le taux CDOR et principaux jalons

■ Jalon réalisé de façon graduelle

Principaux jalons	2022			2023				2024		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	
Annnonce de Refinitiv concernant le taux CDOR – l’ajustement pour l’écart de crédit proposé par l’ISDA est établi	● 16 mai 2022									
Produits dérivés	Lancement des contrats à terme de 1 mois indexés sur le taux CORRA			● 23 Janvier 2023						
	Transition vers le taux CORRA sur le marché interbancaire			■						
	Initiative visant à privilégier l’adoption du taux CORRA (produits dérivés linéaires sur le marché intercourriers)			● 9 Janvier 2023						
	Initiative visant à privilégier l’adoption du taux CORRA (produits dérivés non linéaires et swaps de devises variable-variable sur le marché intercourriers)			● 27 mars 2023						
	Transition vers le taux CORRA pour les nouvelles transactions des clients			■						
Titres au comptant	Transition des Oblig. hypothécaires du Canada à taux variable vers le taux CORRA	● 18 mai 2022								
	Transition des nouvelles émissions de titres au comptant vers le taux CORRA		■							
	Publication de l’approche recommandée pour assurer la transition des titres existants problématiques				■					
Taux CORRA à terme	Consultation sur le taux CORRA à terme	■								
	Élaboration de la méthode de calcul du taux CORRA à terme pour les échéances de 1 et 3 mois par le Groupe de travail		■							
	Publication d’une version bêta du taux CORRA à terme par CanDeal				■					
	Lancement du taux CORRA à terme						■			
Fin de l’étape 1 « Aucun nouveau titre ou produit dérivé basé sur le taux CDOR » (exception faite des acceptations bancaires)				30 juin 2023		★				
Prêts	Rédaction de conventions de marché pour les prêts basés sur le taux CORRA à terme				■					
	Début de l’utilisation du taux CORRA composé à terme échu pour les prêts				■					
	Début de l’utilisation du taux CORRA à terme pour les prêts							■		
	Abandon des émissions d’acceptations bancaires pour le financement bancaire	■								
Fin de l’étape 2 « Abandon du taux CDOR », les clauses de repli sont maintenant en vigueur						28 juin 2024 ★				

Transition des produits dérivés

Les nouvelles opérations sur dérivés devront toutes être fondées sur le taux CORRA composé à terme échu après le 30 juin 2023 (sauf dans le cas de produits dérivés qui couvrent des prêts ou de transactions qui réduisent les expositions au taux CDOR liées à des produits dérivés négociés avant l'abandon de ce taux)

- Le Groupe de travail a fini de préparer le plan de transition des produits dérivés vers le taux CORRA, y compris ceux de gré à gré (opérations bilatérales et compensées) et cotés (contrats à terme), ainsi que d'autres produits, dont les swaps d'actions et les opérations de pension
 - ▶ Le Groupe de travail a fixé deux dates pour ses [initiatives visant à privilégier l'adoption du taux CORRA](#), lesquelles aideront à accroître la liquidité des produits dérivés fondés sur le taux CORRA et dicteront les protocoles à suivre pour négocier sur le marché intercourriers

9 Janvier 2023

Produits dérivés linéaires sur le marché intercourriers

27 mars 2023

Produits dérivés non linéaires sur le marché intercourriers
Swaps de devises variable-variable sur le marché intercourriers

Les clients devraient commencer concrètement à faire des transactions fondées sur le taux CORRA d'ici la fin du 1^{er} trimestre de 2023

- Le Groupe de travail s'attend à ce que le passage des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de 3 mois (BAX) aux contrats à terme indexés sur le taux CORRA se fera jusqu'en juin 2023. La Bourse de Montréal a lancé les contrats à terme de 3 mois qui suivent les dates de l'IMM en juin 2020, et les contrats à terme de 1 mois indexés sur le taux CORRA le 23 janvier 2023
- Des produits dérivés fondés sur le taux CDOR continueront d'être négociés après le 30 juin 2023, mais ils seront vraisemblablement moins liquides et l'écart entre les cours acheteur et vendeur devrait être plus grand
- La négociation de produits dérivés fondés sur le taux CORRA à terme sera possible après le lancement de ce taux (prévu d'ici la fin du 3^e trimestre de 2023)

Transition des titres au comptant

Les nouvelles opérations sur titres au comptant, y compris celles liées aux obligations à taux variable, billets structurés, titrisations et titres de capital, ne devront être fondées que sur le taux CORRA composé à terme échu après le 30 juin 2023

- Le Groupe de travail a recommandé des conventions pour l'utilisation du taux CORRA comme taux de référence des titres au comptant, lesquelles couvrent notamment le calcul du coupon à partir de la méthode des valeurs composées à terme échu et à partir de l'indice du taux CORRA composé publié par la Banque du Canada. Il a aussi publié de robustes clauses de repli recommandées pour les titres au comptant fondés sur les taux CDOR et CORRA
- La Fiducie du Canada pour l'habitation (FCH) a adopté le taux CORRA en mai 2022 pour son émission d'Obligations hypothécaires du Canada à taux variable (coupon basé sur l'indice du taux CORRA composé publié par la Banque du Canada)
 - ▶ La Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) a aussi amélioré ses programmes de titrisation en y ajoutant quatre types de blocs dont le coupon est fondé sur le taux CORRA. L'émission de nouveaux blocs de TH LNH au taux CDOR n'est plus autorisée depuis le 1^{er} janvier 2023
- La plupart des banques canadiennes ont déjà émis des titres fondés sur le taux CORRA composé à terme échu, notamment des billets prioritaires à taux variable admissibles à la recapitalisation interne et des fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité

Titres existants fondés sur le taux CDOR

- Le Groupe de travail a analysé les clauses de repli de ces titres au comptant qui arriveront à échéance après le 28 juin 2024 (encours d'environ 130 milliards \$). Il a conclu que le nombre et l'encours de ces titres considérés « les plus problématiques » (c.-à-d. titres non assortis de clauses de repli ou assortis de clauses de repli insuffisantes ou difficiles à modifier) ne sont que très faibles et donc qu'une solution législative n'était pas nécessaire
- Le Groupe de travail recommande que les modalités de ces titres soient modifiées pour y inclure les clauses de repli qu'il recommande pour les titres fondés sur le taux CDOR. Conformément aux contrats de licence du taux CORRA à terme, ce dernier ne pourra pas être utilisé comme taux de rechange pour les titres au comptant

Élaboration du taux CORRA à terme

Les réponses à la [consultation](#) publique du Groupe de travail sur le besoin potentiel d'un taux de référence prospectif ont été largement positives, surtout de la part des sociétés non financières. Ce besoin tenait précisément à faciliter la transition du taux CDOR vers le taux CORRA sur le marché canadien des prêts

- Pour répondre à ce besoin, le Groupe de travail a annoncé, le 11 janvier, qu'il allait élaborer un taux CORRA à terme conforme aux principes de OICV pour les échéances de 1 et 3 mois
 - La méthode de calcul reposera sur les contrats à terme de 1 et 3 mois indexés sur le taux CORRA, à la manière du taux SOFR à terme de la CME. Le calcul sera fondé sur les transactions ainsi que sur les ordres d'achat et de vente exécutables
 - L'utilisation du taux CORRA à terme sera restreinte – au moyen de contrats de licence – aux prêts et aux produits dérivés liés à des prêts
 - Le Groupe de travail s'attend à ce que le gros des produits dérivés libellés en dollars canadiens passe au taux CORRA composé à terme échu, ce qui signifie qu'il sera plus cher d'utiliser des dérivés indexés sur le taux CORRA à terme que des dérivés indexés sur le taux CORRA composé à terme échu comme instruments de couverture
 - Le taux CORRA à terme sera administré par CanDeal Innovations inc., tandis que TMX Datalinx s'occupera de l'octroi de licences et de la diffusion. CanDeal devrait lancer une version bêta du taux dans la première moitié de 2023. Le taux CORRA à terme sera officiellement lancé, sous réserve de toutes les approbations requises des autorités de réglementation, d'ici la fin du 3^e trimestre de 2023
- Le Groupe de travail s'attend à ce que le taux CORRA à terme et son administrateur soient régis par le Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs d'indice de référence désignés, en vigueur au Canada
- La viabilité à long terme du taux CORRA à terme dépendra de la liquidité des contrats à terme sous-jacents indexés sur le taux CORRA, laquelle devra être suffisamment robuste pour respecter les exigences réglementaires. Ainsi, la plupart des produits fondés sur le taux CORRA à terme devraient comprendre des clauses de repli robustes pour un passage au taux CORRA composé à terme échu s'il le faut

Transition des prêts

Le modèle de financement par voie d'AB – principal modèle de crédit institutionnel au Canada depuis les années 1960 – est appelé à disparaître avec l'abandon du taux CDOR. En conséquence, les banques n'offriront plus à leurs clients l'option de tirer sur certaines facilités de crédit par voie d'AB. Elles devront donc passer à de nouveaux types de facilités de crédit fondées sur le taux CORRA à terme ou le taux CORRA composé à terme échu pour leurs clients institutionnels et commerciaux d'ici la fin de juin 2024. De façon similaire, les prêts libellés dans une des cinq monnaies du LIBOR sont déjà passés à des TSR

- Le Groupe de travail a publié une [convention](#) recommandée pour l'utilisation du taux CORRA composé à terme échu dans les contrats de prêt. Celle-ci est fondée sur la méthode du Groupe de travail pour le calcul du taux CORRA quotidien composé, ainsi que sur l'approche à taux antérieurs (5 jours), sans décalage de la période d'observation et la convention de calcul réel/365 (suivant le calendrier des jours fériés de la Banque du Canada)
- Le Groupe de travail publiera des conventions recommandées pour l'utilisation du taux CORRA à terme dans les contrats de prêt d'ici la fin du 1^{er} trimestre de 2023, sauf que ce taux ne pourra être utilisé qu'après son lancement officiel par l'administrateur
- Le Groupe de travail a également publié des [clauses de repli](#) prédéfinies recommandées pour les facilités de crédit fondées sur le taux CDOR

Même si le Groupe de travail élabore le taux CORRA à terme pour le marché des prêts, il encourage l'utilisation du taux CORRA composé à terme échu, surtout dans les contrats de prêt couverts par des produits dérivés

- Au 2^e trimestre de 2023, le Groupe de travail publiera un livre blanc sur les implications d'utiliser le taux CORRA comme taux de référence sur le marché des prêts

Efforts de sensibilisation et de préparation des marchés

Préparation des systèmes

- Le Groupe de travail collabore avec les principaux fournisseurs de systèmes pour veiller à ce que ceux-ci soient prêts à passer au taux CORRA dans les délais applicables
- Dans la première moitié de 2023, le Groupe de travail publiera une liste de vérification pour l'évaluation des répercussions de la transition du taux CDOR vers le taux CORRA à l'intention des participants au marché

Ressources pour les clients

- Le Groupe de travail continuera de mettre à jour le plan de transition et les principaux jalons à mesure que les travaux progresseront. Son site Web constituera une source d'information importante à ce sujet
- Le Groupe de travail lancera une série de webémissions sur l'abandon du taux CDOR, produite en collaboration avec TMX. Ces webémissions réuniront des experts de premier plan du secteur bancaire et des marchés, ainsi que d'autres parties prenantes, qui donneront leur point de vue sur le passage du taux CDOR au taux CORRA. Elles seront aussi l'occasion de conseiller et de guider concrètement les personnes touchées par l'abandon prochain du taux CDOR. Elles seront accessibles sur la page du Groupe de travail et le site de TMX
- Le Groupe de travail coopère avec les équipes chargées du remplacement des TIO de chaque banque pour favoriser une communication efficace avec leurs clients

Si vous avez des questions ou des préoccupations au sujet de vos expositions particulières au taux CDOR, ou en ce qui concerne les implications de la transition vers le taux CORRA pour vos activités, veuillez vous adresser à votre banquier ou courtier, ou à vos représentants comptables ou légaux

Impact de l'abandon du taux CDOR sur les acceptations bancaires

On s'attend à ce que la cessation de la publication du taux CDOR, en juin 2024, entraîne la disparition des AB comme instrument du marché monétaire. Pour que la transition se fasse en douceur, il faut que les investisseurs, les émetteurs, les autorités de réglementation et les décideurs soient très bien informés des solutions de rechange aux AB

- Les AB sont des titres d'emprunt créés par les banques pour permettre à leurs clients de tirer sur certaines facilités de crédit assorties de cette option :
 - ▶ Il s'agit d'instruments à escompte à court terme surtout émis à échéance de 1 mois (cette échéance étant la même que pour le tirage sur prêt effectué par le client)
 - ▶ Les AB sont le deuxième titre en importance sur le marché monétaire canadien (elles représentent environ 20 % des actifs de ce marché, soit autour de 90 milliards \$), et sont un actif particulièrement important à l'échéance de 1 mois pour les investisseurs de ce marché
 - ▶ Les banques vont remplacer leurs AB à court terme par des billets au porteur ou des dépôts bancaires à plus long terme. Cela créera un vide dans les titres du marché monétaire émis par des banques, surtout à l'échéance de 1 mois
- Le Groupe de travail a pris note de ce potentiel manque à gagner et, en conséquence, le Forum canadien des titres à revenu fixe a tenu une série d'ateliers avec un large éventail de parties prenantes pour discuter de l'offre d'autres produits d'investissement, ainsi que des contraintes qu'ont les investisseurs pour effectuer la transition vers ces autres produits. Une synthèse des discussions de l'atelier a été publiée en janvier
- Le Forum a mis sur pied un groupe de travail sur les AB pour surveiller et aider à faciliter la transition, dans la mesure du possible

Merci

Inscrivez-vous aux alertes par courriel sur la [page du Groupe de travail](#) :

Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien

Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (Groupe de travail sur le TARCOT) a été constitué pour faire en sorte que le régime des taux d'intérêt de référence au Canada soit robuste, pertinent et efficace pour les années à venir. Apprenez-en plus sur les **origines** du Groupe, accédez aux **documents clés**, **avis aux marchés**, ainsi que de l'information sur ses **réunions** et sa **composition**.



Recevez une **alerte par courriel** chaque fois que du nouveau contenu lié au Groupe de travail sur le TARCOT est ajouté au site Web.



Pour toute question sur la transition, veuillez écrire à : CARR-WG@banque-bank-canada.ca.
Vous pouvez également vous adresser à votre banquier ou courtier, ou encore à vos représentants juridiques ou comptables.