

17 juillet 2018

INTRODUCTION

Le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien (TARCOM) a pour mandat d'aider à définir un nouveau taux de référence à terme sans risque pour les opérations en dollars canadiens, ainsi que d'examiner et d'améliorer le taux de référence à un jour sans risque employé actuellement (le *Canadian Overnight Repo Rate Average* ou taux CORRA). Pour entreprendre ce travail, le Groupe de travail a créé au départ deux sous-groupes :

Le *sous-groupe responsable de l'étendue des travaux*, qui a été chargé d'évaluer la taille du marché des instruments ou des produits financiers qui s'appuient sur les taux de référence canadiens existants – le *Canadian Dollar Offered Rate* ([CDOR](#)) et le taux [CORRA](#) – et la portée de leur usage. Ce travail est en cours.

Le *sous-groupe responsable des taux de référence complémentaires* (ci-après le « sous-groupe »), qui a été chargé de trouver des solutions de rechange potentielles au taux CORRA. Ces solutions ont ensuite été évaluées en fonction d'un ensemble de critères de sélection objectifs pour déterminer leur viabilité. Dans le reste du document, nous faisons le point et formulons une recommandation fondée sur cet examen.

OPTIONS POTENTIELLES

Le sous-groupe a identifié cinq taux susceptibles de servir de taux de référence à un jour en remplacement du taux actuel :

1. [Taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada](#) : c'est le taux d'intérêt auquel les grandes institutions financières s'empruntent et se prêtent des fonds [garantis] pour une durée d'un jour; la Banque du Canada fixe un niveau cible pour ce taux.
2. **Taux du financement à un jour non garanti** : c'est le taux auquel les institutions financières s'empruntent et se prêtent des fonds sur le marché interbancaire pour une durée d'un jour sans exiger de garantie.
3. **Taux implicite du financement à un jour fondé sur la parité des changes** : c'est le taux du financement à un jour que l'on dérive de la parité des taux d'intérêt en convertissant le taux à un jour en vigueur dans une devise en un équivalent canadien par l'intermédiaire du marché des changes.

4. **Taux CORRA amélioré** : c'est le taux des prêts à un jour garantis, semblable au taux CORRA, mais fondé sur des opérations de pension supplémentaires, prises en compte à partir d'une gamme élargie de contreparties ou de garanties.
5. **Taux du financement à un jour mixte** : c'est un taux mixte calculé à partir d'un large éventail de taux à un jour, dont fait partie le taux CORRA amélioré, combiné aux taux de financement à un jour déjà mentionnés, qui reposent sur les transactions de marché (taux implicite du financement à un jour fondé sur la parité des changes et taux du financement à un jour non garanti).

CRITÈRES DE SÉLECTION

Comme c'est fait ailleurs dans le monde dans le cadre de la réforme des taux de référence, le sous-groupe a défini plusieurs propriétés et caractéristiques clés qu'un taux de référence à un jour devrait posséder pour être jugé viable. Ces propriétés sont organisées autour des critères suivants :

- i) évaluation du taux par rapport aux [principes de l'OICV sur les indices financiers de référence](#); par exemple, le taux doit être basé sur des opérations, être transparent et durable;
- ii) pertinence du taux de référence;
- iii) autres considérations pour l'adoption du taux et la transition.

RECOMMANDATION

Le sous-groupe recommande de retirer le taux du financement à un jour non garanti, le taux implicite fondé sur la parité des changes et le taux du financement à un jour mixte des options envisagées, que ce soit pour servir de taux de référence à un jour ou bien de solution de rechange dans les clauses contractuelles. Comme le résume l'**annexe 1**, ces taux présentent des lacunes importantes. De plus, leur complexité et leur manque de robustesse sur le marché sous-jacent empêchent de les considérer comme des taux de référence viables. Le taux cible devrait également être écarté du nombre des options envisagées pour servir de taux de référence à un jour, car il ne répond pas aux critères de sélection dans plusieurs domaines. Cependant, comme il a donné de bons résultats dans l'ensemble, il pourrait faire partie des solutions de rechange pour les clauses contractuelles.

Dorénavant, le sous-groupe recommande que le Groupe de travail sur le TARCOT concentre ses efforts sur l'élaboration d'un taux CORRA amélioré qui servirait de taux de référence sans risque du financement à un jour au Canada. Des travaux supplémentaires seront nécessaires

pour préciser les caractéristiques du taux CORRA amélioré, notamment les transactions supplémentaires qu'il faudrait prendre en compte dans le calcul du taux en élargissant soit l'éventail des contreparties, soit celui des garanties. Les prochaines étapes comprendront également l'identification de sources de données potentielles et l'évaluation de leur pertinence pour le calcul du taux de référence. Enfin, pour ces prochaines étapes il est recommandé que le sous-groupe intègre un ensemble plus large de parties prenantes.

ÉVALUATION GÉNÉRALE DES OPTIONS ENVISAGÉES POUR LES TAUX COMPLÉMENTAIRES

Option 1 : Taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada

Le taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada est le taux d'intérêt auquel les grandes institutions financières s'empruntent et se prêtent des fonds pour une durée d'un jour contre des garanties. La Banque du Canada établit un niveau cible pour ce taux et utilise normalement le taux général des pensions à un jour¹ comme baromètre des conditions du marché à un jour.

Au cours du processus d'évaluation, le sous-groupe a trouvé plusieurs avantages importants à l'utilisation du taux cible. En particulier, ce taux est perçu comme transparent, facile à calculer, difficile à manipuler et doté de mécanismes de contrôle et de gouvernance adéquats.

Le taux a également une définition claire et est déjà accepté par les participants au marché. Le taux cible est aussi utilisé pour aider à déterminer le taux préférentiel, qui sert à fixer les taux d'intérêt pour les prêts à la consommation, les prêts hypothécaires et d'autres formes de prêts. De même, étant donné que le taux cible est actuellement le taux utilisé comme solution de rechange au taux CORRA², la transition serait relativement facile s'il était choisi comme taux sans risque à un jour.

Cependant, il y a plusieurs inconvénients à utiliser le taux cible comme taux de référence à un jour. Le sous-groupe souligne que le taux cible n'est pas fondé sur des transactions et qu'il pourrait donc ne pas être représentatif des coûts réels de financement. De plus, le

¹ La majorité des garanties utilisées sur le marché canadien du financement à un jour sont des titres de créance du gouvernement du Canada. Sur le marché des pensions, les titres du gouvernement du Canada ne font habituellement pas l'objet d'une préférence particulière. Aux fins du nantissement, ils forment ce qu'on appelle des « *garanties générales* »; si un titre précis est très demandé, il peut se négocier à un taux d'intérêt plus bas et est alors considéré comme une *garantie spéciale*.

² Les jours où le volume intercourriers ne dépasse pas 500 millions de dollars, le taux CORRA s'établit au taux cible de la Banque du Canada.

taux de référence dépend du cadre de conduite actuel de la politique monétaire. Enfin, il n'est pas compatible avec les taux sans risque en cours d'élaboration ou déjà retenus dans d'autres grandes économies.

En fin de compte, le sous-groupe estime que, vu ces trois inconvénients, le taux cible ne constitue pas un choix idéal pour servir de taux de référence à un jour. Néanmoins, puisqu'il est largement accepté par les participants au marché et bien compris, il pourrait servir de solution de rechange dans les clauses contractuelles.

Option 2 : Taux du financement à un jour non garanti

Le taux d'intérêt du financement à un jour non garanti est le taux auquel les institutions financières s'empruntent et se prêtent des fonds sur le marché interbancaire pour une durée d'un jour sans exiger de garantie. Au Canada, le marché interbancaire s'adresse surtout aux petites institutions financières qui ne disposent pas d'un grand nombre de déposants. Les participants au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) sont aussi présents sur ce marché : ils y ont recours pour le règlement de leurs positions en fin de journée³.

Le sous-groupe a examiné le marché canadien auquel s'applique le taux d'intérêt du financement à un jour pour voir si ce marché était suffisamment robuste pour être utilisé dans l'élaboration du calcul d'un taux de référence à un jour.

Il a été déterminé qu'au Canada, la plupart des prêts à un jour non garantis sont effectués tard au cours de la journée de transactions, vers la fin du cycle de paiement du STPGV, lorsque les membres du STPGV fixent leurs positions de trésorerie (ceux qui ont une position longue prêtent alors à ceux qui ont une position courte). Étant donné que ces opérations sont effectuées sans nantissement, elles ne sont pas considérées comme sans risque à proprement parler, ce qui pourrait rendre la transition plus difficile, car l'actuel taux CORRA est un taux s'appliquant à des prêts garantis.

L'examen des données de transactions a montré que les opérations non garanties en fin de journée sont peu nombreuses et sporadiques, et qu'elles dépendent des positions de trésorerie des divers membres du STPGV en fin de journée. De plus, par convention, le taux d'intérêt appliqué aux prêts à un jour est souvent le même que le taux cible. Ainsi, ce taux est davantage un taux administré qu'un taux tiré du marché.

³ Voir Christopher Reid (2007), « [Le marché canadien du financement à un jour : évolution récente et changements structurels](#) » *Revue de la Banque du Canada*, printemps.

L'analyse des données a également montré que certains prêts à un jour non garantis qui ont eu lieu pendant le reste de la journée étaient de très faibles montants et souvent effectués à des taux inférieurs au taux cible.

Le sous-groupe estime qu'étant donné la petite taille et la nature administrée du marché des prêts non garantis, le taux du financement à un jour non garanti ne constitue pas une option acceptable pour servir de taux de référence des prêts à un jour au Canada et ne serait pas compatible avec les principes de l'OICV sur les indices financiers de référence.

Option 3 : Taux implicite du financement à un jour fondé sur la parité des changes

Un taux implicite du financement à un jour fondé sur la parité des changes est dérivé de la parité des taux d'intérêt. Il se calcule en convertissant, sur la base du marché des changes, le taux à un jour en vigueur dans une devise en un équivalent canadien.

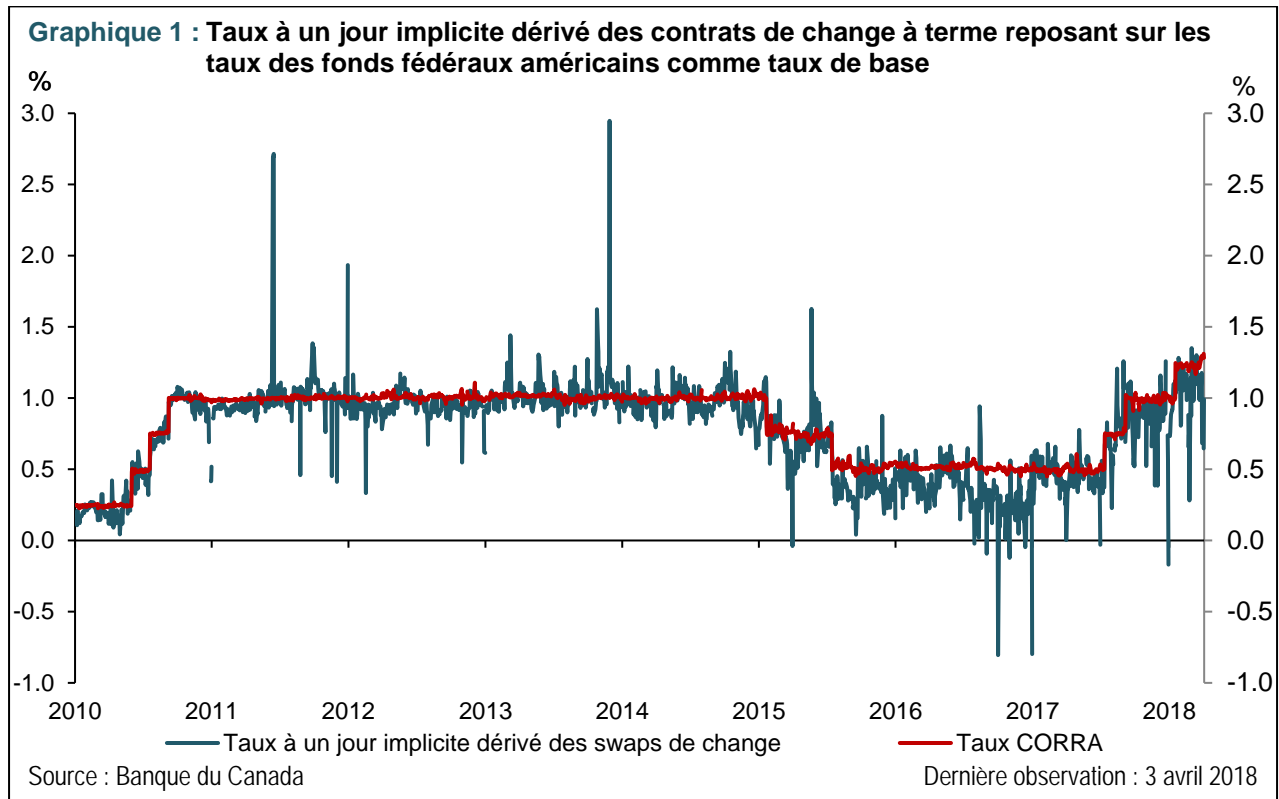
Un tel taux dérivé des taux de change à terme de courte échéance pourrait avoir plusieurs propriétés qui en feraient un bon candidat pour servir de taux de référence. En particulier, il serait basé sur un nombre important d'opérations, compte tenu de la profondeur du marché des changes. Il pourrait aussi être relativement facile de construire un taux à terme, compte tenu de la liquidité des différents segments du marché des contrats de change à terme, si un taux à terme fiable en devises était disponible.

Cependant, le sous-groupe a également relevé des inconvénients importants à l'encontre de l'utilisation d'un taux à un jour dérivé des contrats de change à terme. Historiquement, ce type de taux, comme le montre le **graphique 1**, a été beaucoup plus volatil que le taux CORRA. De plus, un taux implicite fondé sur la parité des changes a tendance à se négocier constamment sous le niveau actuel du taux CORRA.

Un taux implicite du financement à un jour fondé sur la parité des changes est également sensible aux distorsions de fin de période, où le taux implicite pourrait s'écarter considérablement du taux CORRA en raison des distorsions des contrats de change à terme ou bien du taux de base étranger retenu. Les écarts de points sur le taux de change pourraient aussi être très volatils tout au long de la journée de transactions, et il faudrait un processus clair pour saisir les données, ce qui est compliqué par le fait que ces contrats de change à terme sont négociés à l'échelle internationale.

De plus, il nous aurait fallu choisir le taux de base du financement à un jour dans une devise pour le calcul, et il a été estimé qu'il serait quelque peu problématique de dépendre de la situation qui prévaut dans un autre pays pour établir un taux de référence canadien. Le candidat le plus probable pour ce taux de base était le SOFR (*Secured Overnight Financing Rate*), libellé en dollars américains, qui a été récemment adopté.

Le sous-groupe a jugé que la volatilité du taux implicite et la dépendance qui serait créée à l'égard d'un taux de référence étranger étaient des inconvénients qui l'emportaient sur tous les avantages que ce taux fondé sur les transactions comporterait.



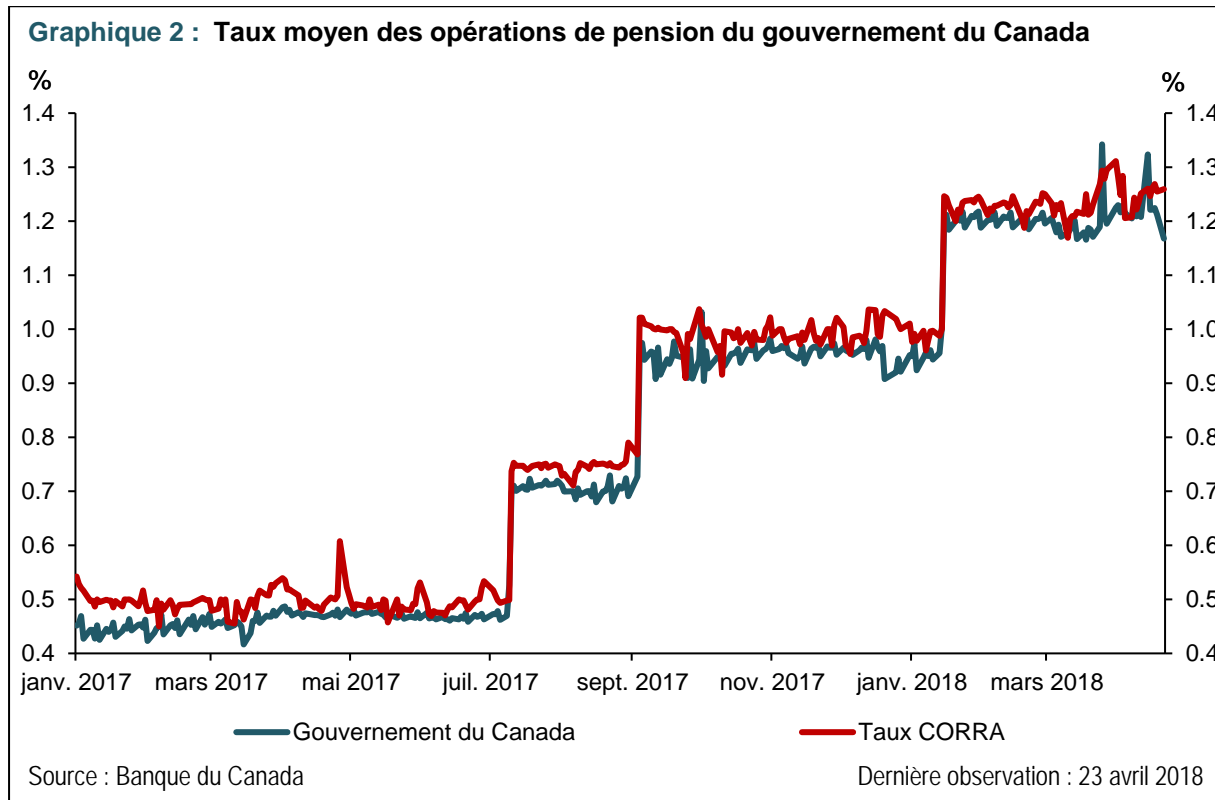
Option 4 : Taux CORRA amélioré

Le sous-groupe a examiné la possibilité d'améliorer la version actuelle du taux CORRA en prenant en compte davantage de transactions, soit en élargissant le nombre de contreparties au-delà des courtiers à l'origine des transactions négociées par l'entremise des trois courtiers intermédiaires, soit en élargissant les garanties incluses dans le calcul pour incorporer un ensemble plus grand de sûretés affectées aux opérations de pension.

Le sous-groupe a évalué la taille de divers marchés des pensions au Canada afin d'aider à déterminer, le cas échéant, quelles opérations supplémentaires pourraient être prises en compte. Selon les données du MTRS 2⁴, la valeur totale quotidienne du marché des pensions à un jour où sont utilisés en garantie des titres du gouvernement du Canada se

⁴ Le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (MTRS) contient un registre des opérations effectuées par les courtiers inscrits auprès de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). Les données comprennent la date, l'heure, le prix, la quantité, le titre et le type de contrepartie pour chaque opération.

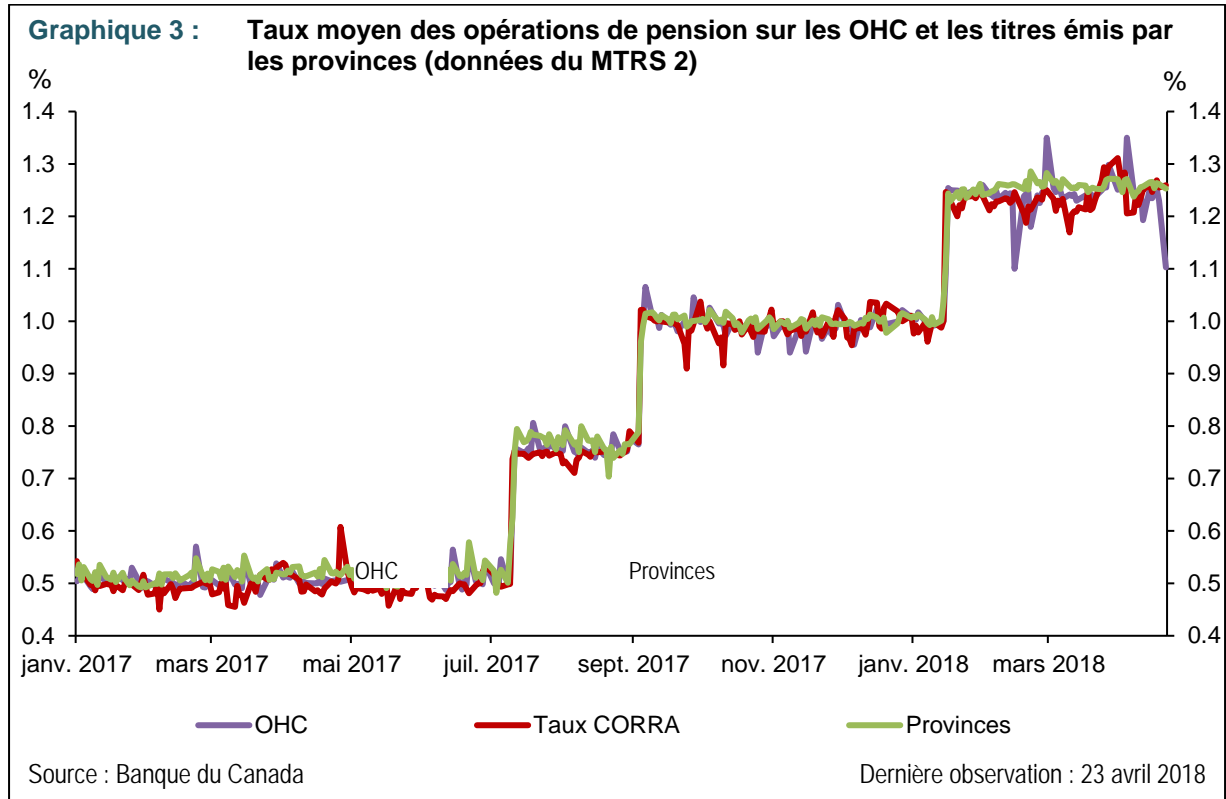
situé autour de 50 milliards de dollars canadiens⁵. Ce montant comprend les opérations de pension générales et spéciales, ainsi que les opérations de pension compensées⁶ et non compensées. En raison de l'inclusion d'opérations spéciales, les taux moyens appliqués aux opérations de pension étaient de 3 à 5 points de base sous le taux CORRA (**graphique 2**).



Le sous-groupe s'est penché aussi sur la taille du marché des garanties pour les opérations de pension à un jour négociées contre des Obligations hypothécaires du Canada (OHC) et des titres provinciaux remis en nantissement. Les deux marchés représentaient de 5 à 7 milliards de dollars canadiens, le taux moyen des opérations de pension sur les OHC étant de 0,5 à 1,0 point de base au-dessus du taux CORRA, tandis que le taux sur les titres de garantie provinciaux était supérieur de 1,5 à 2 points de base (**graphique 3**).

⁵ Les estimations de volume sont basées sur des données du début de 2017 et représentent généralement les conditions de négociation normales.

⁶ Une opération de pension destinée à être compensée est envoyée à la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC), où l'opération initiale entre les contreparties est annulée et remplacée par deux opérations dans lesquelles la contrepartie centrale est la contrepartie. Voir le document d'analyse du personnel intitulé [Canadian Repo Market Ecology](#) pour en savoir plus sur le marché canadien des pensions.



Compte tenu de la taille de ces marchés des pensions à un jour, le sous-groupe juge qu'un taux CORRA amélioré pourrait reposer sur suffisamment de transactions pour être conforme aux principes de l'OICV régissant les indices financiers de référence. Des travaux supplémentaires sont nécessaires pour déterminer la composition des garanties à prendre en compte dans le calcul du taux, et également la disponibilité des données en temps opportun et la fiabilité des données.

Un taux de pension appliqué à différents types de garanties serait incompatible avec les taux de référence adoptés par d'autres pays, où la plupart des taux de référence des prêts garantis retenus sont axés sur un type précis de garantie. Cependant, étant donné la disponibilité de différents types de garanties, il pourrait être possible de construire plusieurs indices pour les opérations de pension sans qu'ils soient des indices de référence. De cette façon, le marché serait plus transparent.

Un taux CORRA amélioré serait potentiellement plus coûteux et plus difficile à administrer que le taux CORRA actuel, car il nécessiterait des données et des calculs supplémentaires. Par ailleurs, il faudrait probablement élaborer une méthode de calcul plus complexe pour exclure du calcul l'incidence des opérations de pension spéciales.

Finalement, un taux CORRA amélioré est la seule option qui répond à tous les critères de sélection figurant à l'annexe 1.

Option 5 : Taux du financement à un jour mixte

Le sous-groupe s'est également demandé s'il serait possible d'établir un taux mixte à partir d'un large éventail de taux à un jour, qui comporterait le taux CORRA amélioré et d'autres taux, notamment le taux implicite du financement à un jour fondé sur la parité des changes et le taux du financement à un jour non garanti.










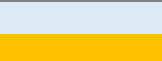




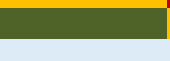
































En faisant en sorte que les calculs intègrent des taux additionnels, le taux de référence serait plus représentatif des niveaux de financement globaux et moins sensible aux changements potentiels qui se produiraient sur les marchés de financement, ce qui offrirait autant d'avantages.

Cependant, cette option comporterait également des inconvénients importants. Elle hériterait en particulier des diverses lacunes associées aux autres taux à un jour, par exemple, la volatilité du taux implicite fondé sur la parité des changes et les données limitées du taux des prêts non garantis. De plus, parmi toutes les options présentées, ce taux serait le plus difficile à calculer et à administrer, à cause de sa complexité. Un taux mixte ne serait pas aussi transparent, et il pourrait être plus difficile pour les utilisateurs d'interpréter ses mouvements ou ses variations.

Enfin, un taux mixte serait incompatible avec les taux de référence à un jour sans risque utilisés dans d'autres économies, où la plupart des taux de référence choisis sont axés sur un seul type de taux, par opposition à la pluralité des taux de l'approche mixte.

Annexe 1 : Évaluation des différentes options en fonction des critères de sélection



	Taux cible	Taux non garanti	Taux implicite fondé sur la parité des changes	Taux CORRA amélioré	Taux mixte
1. Propriétés de base du taux de référence potentiel					
a. Évaluation en fonction des principes de l'OICV					
Données de marché suffisantes et fiables pour produire un taux de référence (c'est-à-dire basé sur des opérations)					
Peu de possibilités de manipulation par les acteurs de marché					
Publié et régi par un administrateur approprié					
Adéquation commerciale pour les administrateurs et les contributeurs de données					
Mécanismes de contrôle et de gouvernance appropriés					
b. Transparence et durabilité					
Clarté de la définition					
Clarté du calcul et du mode de fixation					
Prévisibilité de l'évolution dans les états futurs du marché					
Ne contraint pas la politique monétaire					
2. Pertinence du taux de référence					
Reflète les taux de financement réels du marché					
Se comporte comme prévu pendant les périodes normales et les périodes de tensions				**	
Permettra l'élaboration de contrats à terme					
3. Autres considérations pour l'adoption et la transition.					
a. Fondé sur le dollar canadien					
Facilité et faible coût de mise en œuvre					
Transition facile à partir du taux CORRA, si nécessaire					
Disponibilité le jour même (p. ex., à l'heure de fermeture)					
Permet d'établir facilement une courbe des taux à terme					

b. Considérations internationales

Compatible avec les taux sans risque choisis pour les autres devises

Accepté internationalement

**Pour un taux CORRA amélioré, la performance de l'indice pendant les périodes de tensions dépend de la garantie incluse dans le calcul final. Un indice de référence entièrement fondé sur les titres du gouvernement du Canada satisferait probablement à ce critère, mais il y aurait moins de certitude si un ensemble plus large de garanties était adopté.