



La réforme des taux de référence

Exposé du TARCUM à l'intention des parties intéressées

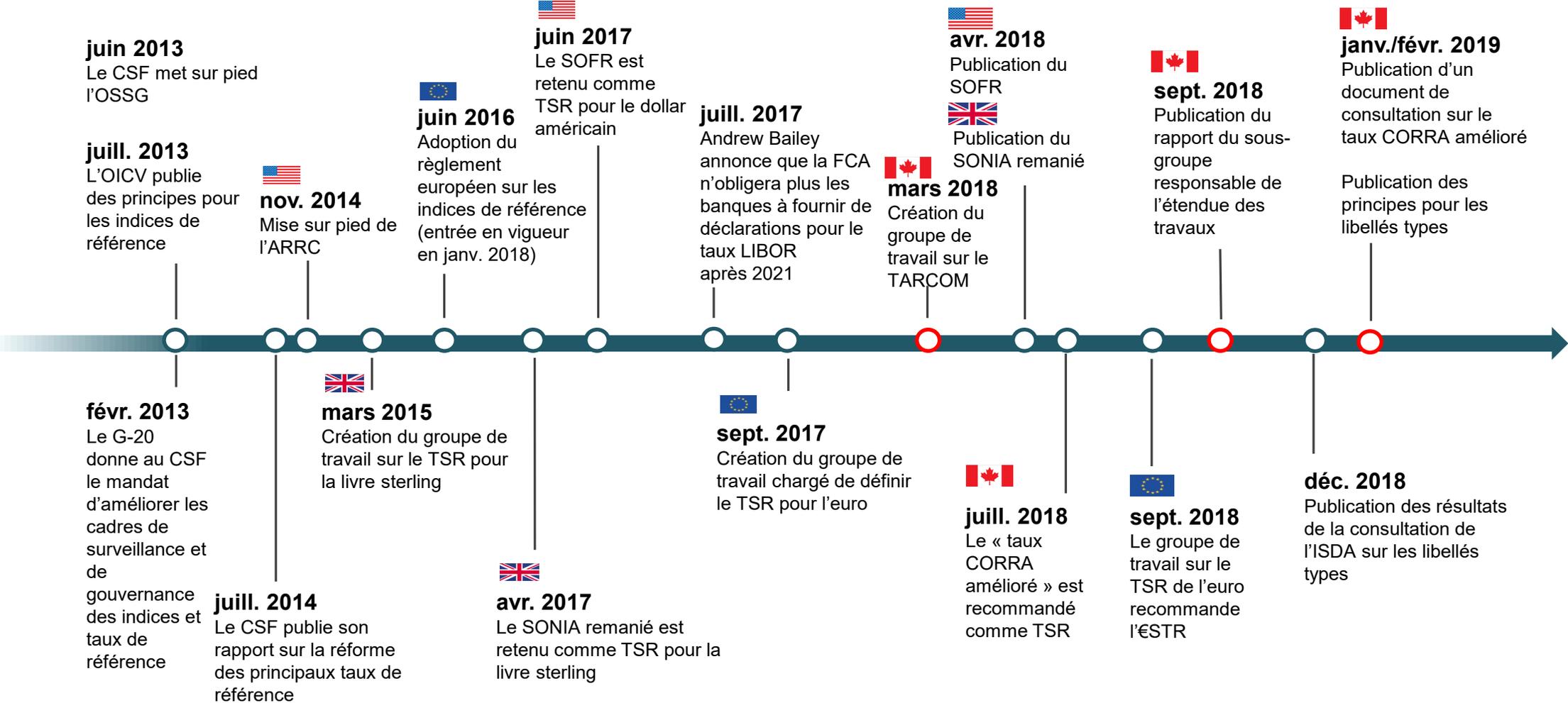
Contexte

- 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.
- En février 2013, le G-20 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, organe-conseil composé de hauts responsables de banques centrales et d'organismes de réglementation, afin qu'il procède à cet examen :
 - objet des travaux : les trois principaux taux de référence interbancaires, à savoir les TIO ou taux interbancaires offerts (LIBOR, EURIBOR et TIBOR);
 - réalisation : le Market Participants Group, 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](#) pour l'encadrement des indices qui servent de référence à des instruments financiers.

Contexte

- En 2014, le CSF a recommandé la prise d'un ensemble de mesures pour renforcer les principaux TIO servant de taux de référence et encourager l'élaboration de taux de référence sans risque ou à risque quasi nul pour les remplacer au besoin :
 - réformer les TIO en faisant une place plus importante aux transactions dans la méthode de calcul des taux;
 - concevoir des TSR viables pour éventuellement remplacer les TIO dans certains types d'opérations (p. ex., les opérations sur instruments dérivés, qui constituent le plus gros segment des produits basés sur les TIO).
- En juillet 2017, la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni a annoncé qu'elle n'imposerait plus au panel de banques déclarantes de contribuer à la fixation du LIBOR au-delà de 2021.
- L'essentiel des travaux menés à ce jour dans le monde sur les TSR ont porté sur la conception de nouveaux TSR à un jour. Cependant, nombre d'autorités ont commencé à évaluer les différentes possibilités en ce qui touche l'élaboration de TSR à terme.

Chronologie de la réforme des taux de référence





Projets d'élaboration de TSR dans le monde

Principaux TSR dans le monde

Pays ou région	TSR	Description :
É.-U. 	Secured overnight financing rate (SOFR)	Taux des prêts garantis à un jour relatifs aux opérations de pension Calculé par la Banque fédérale de réserve de New York
R.-U. 	Sterling Overnight Index Average remanié (SONIA)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la Banque d'Angleterre
Europe 	Taux à court terme pour les opérations d'emprunt libellées en euros (€STR)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la BCE (publié d'ici octobre 2019)
Japon 	Tokyo overnight average rate (TONA)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la Banque du Japon
Suisse 	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Taux des prêts à un jour garantis Publié par la Bourse suisse (SIX Swiss Exchange)
Australie 	Interbank overnight cash rate (le Cash Rate)	Taux des prêts à un jour non garantis Calculé par la Banque de réserve d'Australie

Élaboration de TSR dans le monde : États-Unis

- L'Alternative Reference Rate Committee (ARRC) a recommandé en juin 2017 de retenir le SOFR (Secured Overnight Financing Rate) comme TSR à un jour pour le dollar américain :
 - taux de référence pour de multiples segments du marché des pensions;
 - volume d'opérations fondées sur ce taux : plus de 900 milliards de dollars;
 - la Banque fédérale de réserve de New York a commencé à publier le SOFR en avril 2018.
- L'ARRC a été réactivé en mars 2018 afin qu'il mette en œuvre son plan de passage au SOFR, en s'occupant notamment de l'élaboration d'un taux à terme et de la rédaction de clauses définissant les solutions de rechange :
 - Lancement de contrats à terme à un et trois mois fondés sur le SOFR en mai 2018
 - LCH et la CME ont respectivement commencé la compensation des swaps fondés sur le SOFR en juillet et en octobre 2018. LCH emploie le taux effectif des fonds fédéraux comme taux d'actualisation des swaps fondés sur le SOFR et pour le calcul de leur marge de variation; la CME utilise le SOFR dans les deux cas.
 - LCH compte adopter le SOFR au deuxième semestre de 2020 pour le calcul de la valeur actualisée et de la marge de variation.

Élaboration de TSR dans le monde : États-Unis

- La première obligation à taux variable liée au SOFR a été émise par Fannie Mae le 26 juillet 2018 (elle est structurée de manière analogue aux obligations à taux variables liées au taux effectif des fonds fédéraux).
 - Un grand nombre d'opérations ont été effectuées sur des obligations de trois ans et moins provenant de divers émetteurs.
 - Principales caractéristiques :
 - utilisation du taux SOFR moyen de la période pour le calcul des arriérés, intérêts payables tous les trimestres;
 - période d'embargo de 4 jours au départ; de 2 jours dans les récentes émissions.
- Le FASB a autorisé l'emploi du taux SOFR pour la comptabilité de couverture à partir du 15 décembre 2018.
- Au moins un taux de référence à terme inspiré du SOFR sera élaboré pour les instruments dérivés d'ici la fin de 2021.

Élaboration de TSR dans le monde : Royaume-Uni

- En avril 2017, le groupe de travail sur les TSR pour les opérations en livres sterling a recommandé de retenir un taux SONIA (Sterling Overnight Index Average) remanié comme TSR de remplacement pour la livre sterling :
 - taux des prêts à un jour non garantis;
 - accroissement du nombre d'opérations prises en compte dans le calcul du SONIA par l'inclusion d'opérations réalisées par l'intermédiaire de courtiers et faisant l'objet d'une négociation bilatérale;
 - la Banque d'Angleterre a commencé à publier le SONIA remanié en avril 2018.
- Un sous-groupe de travail a été mis sur pied à l'automne 2017 pour élaborer un taux de référence à terme sans risque qui pourrait remplacer le LIBOR pour la livre sterling comme taux de référence pour certains instruments du marché au comptant.
 - En juillet, une consultation publique a été lancée. Elle porte sur la mise au point d'un taux SONIA à terme sans risque fondé sur les prix fermes des swaps indexés sur le taux à un jour achetés et vendus sur les plateformes de négociation électroniques réglementées.

Élaboration de TSR dans le monde : Royaume-Uni

- Sommaire des [réponses](#) obtenues à l'occasion de la consultation :
 - Un taux de référence à terme faciliterait la transition dans certains segments du marché au comptant.
 - On considère que les marchés des dérivés s'appuyant sur le taux SONIA pourraient servir de base pour un taux à terme, mais qu'une modification des étapes serait nécessaire avant qu'une telle mesure soit suffisamment robuste.
 - On pourrait aussi calculer le taux à terme selon une méthode cohérente basée sur les données concernant tant les contrats à terme que les swaps indexés sur le taux à un jour.
 - La mise au point d'un taux à terme robuste pourrait s'appuyer sur le développement et l'expansion continus des marchés des swaps indexés sur le taux à un jour et des contrats à terme fondés sur le SONIA.
 - Il sera essentiel de trouver des moyens d'éviter l'utilisation systématique de taux à terme sur les marchés dérivés au moment où ils prennent leur essor.
 - Une action cohérente dans toutes les monnaies est jugée souhaitable.
- Un taux à terme est attendu pour le second semestre de 2019.

Élaboration de TSR dans le monde : Royaume-Uni

- Des contrats à terme à un et trois mois fondés sur le SONIA remanié existent depuis décembre 2017.
 - L'ICE a commencé à [publier](#) des taux indicatifs sans risque utilisés pour les contrats à terme à un, trois et six mois fondés sur le SONIA remanié en octobre 2018.
- La première obligation à taux variable liée au SONIA a été émise par la Banque européenne d'investissement le 22 juin 2018.
 - Le marché des obligations à taux variable en livres sterling est passé au taux SONIA, et les grands investisseurs sur ce marché peuvent investir dans des obligations à taux variable liées au SONIA.
 - Un grand nombre d'opérations ont été effectuées sur des obligations de sept ans et moins provenant de différents émetteurs.
 - Principales caractéristiques :
 - utilisation du taux d'intérêt SONIA composé quotidien de la période pour le calcul des arriérés, payable tous les trimestres;
 - délai d'observation de cinq jours.
- Pour la toute première fois, en mars, les volumes de swaps fondés sur le SONIA compensés par LCH ont dépassé ceux des swaps fondés sur le LIBOR en livres sterling.

Élaboration de TSR dans le monde : Europe

- L'European Money Markets Institute (EMMI) a établi que l'EONIA ne respecterait plus les critères du règlement de l'Union européenne concernant les indices utilisés comme indices de référence :
 - l'EONIA peut encore être utilisé comme taux de référence jusqu'à la fin de 2021.
- À l'issue d'une [consultation](#), en septembre, le groupe de travail sur les taux sans risque a recommandé l'€STR (taux d'intérêt à court terme sur les opérations d'emprunt libellées en euros) comme TSR pour l'euro.
 - Ce taux est représentatif des coûts d'emprunt des banques de la zone euro pour les prêts en euros au jour le jour non garantis pratiqués sur le marché de gros.
 - La BCE publiera [l'€STR](#) le 2 octobre 2019.
- Un [plan pour le passage](#) de l'EONIA à l'€STR a été [recommandé](#).
 - Le calcul de l'EONIA sera établi en fonction de l'€STR additionné d'un écart fondé sur une moyenne simple sur une période d'observation d'au moins douze mois, combinée à un mécanisme de troncature bilatérale de 15 %.
 - Le groupe de travail recommande de retenir la méthode de calcul fondée sur les prix des swaps (négociables) indexés sur le taux à un jour pour établir la méthode de calcul fondée sur la structure des taux attendus basés sur l'€STR comme solution de rechange aux contrats liés à l'EURIBOR.

Élaboration de TSR dans le monde : Japon

- Le Study Group on Risk-free Reference Rates a recommandé de retenir le TONA (Tokyo Overnight Average Rate) comme TSR de remplacement pour le yen :
 - taux des prêts à un jour non garantis.
- Création en juillet 2018 d'un comité intersectoriel sur les taux de référence utilisés pour le yen.
 - Le comité mènera les consultations nécessaires en vue de favoriser le choix et l'emploi appropriés de taux de référence pour le yen par les participants au marché et les utilisateurs, et cela en conformité avec les caractéristiques des instruments et des opérations.
 - Un sous-groupe chargé de l'élaboration de taux de référence à terme a aussi été constitué.

Élaboration de TSR dans le monde : Suisse

- Le groupe de travail national sur les taux d'intérêt de référence pour le franc suisse (National Working Group on Swiss Franc Reference Rates) a recommandé le SARON (Swiss Average Rate Overnight) comme TSR de remplacement pour le franc suisse. Le SARON a remplacé le taux des swaps indexés Tomorrow/Next (Tomorrow/Next Indexed Swaps ou TOIS) comme taux de référence :
 - taux des prêts à un jour garantis;
 - le SARON est utilisé depuis le 1^{er} janvier 2018.
- Il a aussi recommandé l'utilisation d'un taux SARON composé fixé en fin de période comme solution de rechange à un taux LIBOR à terme pour le franc suisse.
 - Selon le degré de certitude requis à l'égard des flux de trésorerie, on pourrait opter pour un taux fixé en fin de période ou un taux fixé en début de période en ce qui concerne les prêts et les dépôts.
- Eurex a lancé des contrats à trois mois fondés sur le SARON en octobre 2018.

Élaboration de TSR dans le monde : libellés types des solutions de rechange

- L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) modifie actuellement les libellés standard concernant les solutions de rechange dans son livret 2006 ISDA definitions pour les trois principaux taux de référence (le LIBOR, l'EURIBOR et le TIBOR) ainsi que pour les taux de référence de plusieurs autres monnaies :
 - ces clauses insérées dans les documents juridiques définissent la solution de rechange dans le cas où le taux de référence utilisé ferait l'objet de modifications importantes ou cesserait d'être produit.
- L'ISDA a publié les [résultats](#) d'une [consultation](#) sur la méthode de mise en œuvre de solutions de rechange qui pourraient être appliquées aux dérivés en livres sterling, en francs suisses, en yens et en dollars australiens liés à leur TIO respectif.
 - La solution de rechange proposée est, pour chaque monnaie considérée, le TSR à un jour choisi;
 - ajustement de la fixation des échéances : composition fixée en fin de période;
 - ajustement de l'écart : méthode de la moyenne historique/médiane. Les paramètres exacts n'ont pas encore été déterminés;
 - en avril ou mai, l'ISDA devrait lancer une consultation sur les libellés types des solutions de rechange au LIBOR en dollars américains, au CDOR et à l'HIBOR.
- En collaboration avec diverses associations professionnelles, les groupes de travail sur les TSR analysent les solutions de rechange actuellement prévues dans les contrats et en élaborent de plus robustes pour les instruments du marché au comptant.



Projets d'élaboration de TSR au Canada

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

- En mars 2018, la Banque du Canada a annoncé la création du Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire (TARCOM), groupe de travail parrainé par le Forum canadien des titres à revenu fixe.
- Principaux objectifs :
 - Examiner le taux à un jour sans risque existant, le CORRA (Canadian Overnight Repo Rate Average), et l'améliorer.
 - 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 soit à la fois robuste, fiable, insensible aux tensions survenant sur les marchés et très difficilement manipulable.

Le taux à terme sans risque aurait vocation à servir de taux de référence complémentaire pour le marché canadien et serait utilisé conjointement avec le CDOR (Canadian Dollar Offered Rate).

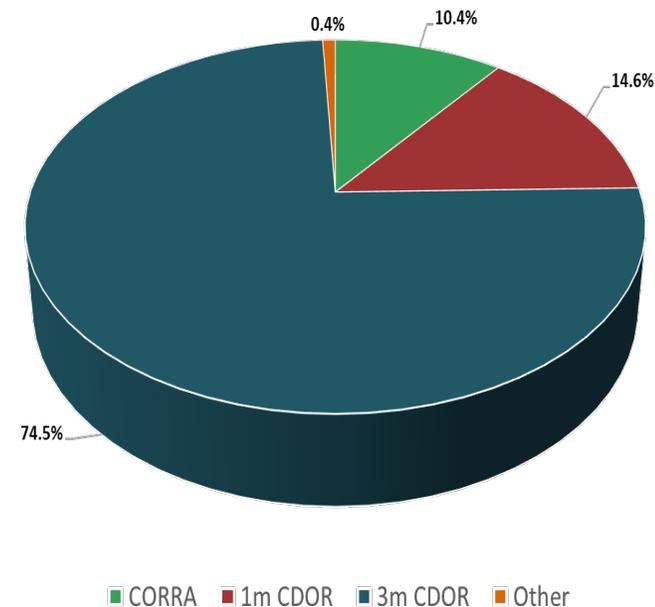
Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire pour le marché canadien

- Organisation :
 - La composition du groupe de travail entend refléter toute la panoplie des usages des taux de référence :
 - coprésidents : la Banque du Canada et la CIBC;
 - membres : les six grandes banques canadiennes, une banque étrangère, des compagnies d'assurance, des caisses de retraite et des gestionnaires d'actifs institutionnels;
 - observateurs : la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés, LCH et la Bourse de Montréal (TMX).
 - Des sous-groupes consultatifs seront créés pour étudier des questions précises et instaureront un dialogue avec un large éventail d'intéressés.
 - La Banque du Canada en assure le secrétariat.
 - Ses membres se réunissent mensuellement, en personne.

Encours des produits liés au CORRA et au CDOR et ampleur de leur usage

- 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.

Product	Outstandings (CAD billions)
OTC Interest Rate Derivatives	10,737
Exchange Traded Derivatives	1,089
Business Loans	60
Consumer Loans	1
Deposits	22
Bonds	137
Securitized Products	131
Others	26
Bankers Acceptances	103
Total	12,307



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

Sous-groupes actuels du Groupe de travail sur le TARCOTM

- Le sous-groupe responsable des taux complémentaires
 - détermine et évalue les solutions de rechange en matière de taux de référence à un jour sans risque ou à risque quasi nul au Canada; recommande un taux CORRA amélioré comme TSR au Canada.
- Le sous-groupe chargé de l'élaboration de libellés types
 - rédige des libellés types robustes concernant les solutions de rechange pour les instruments ou contrats ne portant pas sur les dérivés (c.-à-d. les obligations à taux variables, les titrisations, les titres de participation hybrides – *hybrid capital notes* – et les prêts bancaires).
- Le sous-groupe chargé de la transition
 - fournit le cadre sous-jacent en vue de l'adoption à grande échelle d'un taux CORRA amélioré comme taux de référence des instruments financiers libellés en dollars canadiens.
- Le sous-groupe chargé du taux à terme sans risque
 - évalue l'utilité d'un TSR à terme au Canada et, au besoin, élabore la méthode de fixation et les caractéristiques de ce taux.

Sous-groupe responsable des taux complémentaires

- A recommandé l'amélioration du taux CORRA pour en faire le TSR à un jour au Canada.
- 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.
- A publié un [document de consultation](#) le 26 février 2019 sur les améliorations proposées.
- La période de consultation prend fin le 30 avril 2019.
- Examine les commentaires reçus et formule une recommandation finale quant aux améliorations à apporter au taux CORRA.

Sous-groupe chargé de l'élaboration de libellés types

- A publié au début de 2019 des [principes directeurs](#) concernant les libellés types pour les instruments du marché au comptant.
- S'emploie actuellement à rédiger une version préliminaire des libellés types applicables aux produits au comptant. Les libellés proposés reposeront sur :
 - les principes publiés par le Groupe de travail sur le TARCOM;
 - les pratiques internationales exemplaires dans le domaine des libellés;
 - le contenu des commentaires reçus dans le cadre de la consultation de l'ISDA sur les libellés types.
- Le document de consultation devrait être publié au deuxième trimestre de 2019.

Sous-groupe chargé de la transition

- Fournit le cadre sous-jacent en vue de contribuer à l'adoption à grande échelle d'un taux CORRA amélioré comme taux de référence des instruments financiers libellés en dollars canadiens.
- Élabore un vaste plan de communication et de consultation en vue de favoriser la transition.
- Chantiers proposés :
 - Production d'un taux CORRA amélioré
 - Convention pour le calcul des produits au comptant
 - Contrats à terme : produits et conventions
 - Marchés des swaps : conventions

Sous-groupe chargé du taux à terme sans risque

- Évalue l'utilité d'un TSR à terme pour les instruments du marché au comptant libellés en dollars canadiens en demandant l'avis d'un vaste éventail de participants au marché.
- Au besoin, détermine la méthode de fixation et les caractéristiques du TSR à terme de référence au Canada, dont les échéances pour lesquelles il devra être publié.
- Chantiers proposés :
 - Établir la nécessité d'un taux à terme de référence
 - Structure d'un taux à terme de référence
 - Adoption d'un taux à terme de référence



Améliorations proposées au taux CORRA

Les objectifs du sous-groupe responsable des taux complémentaires pour le taux CORRA amélioré

- Le taux CORRA amélioré devrait remplir cette série d'objectifs :
 - 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 d'un taux de référence complémentaire, la cohérence avec le taux CORRA actuel a été une considération importante pour le sous-groupe.

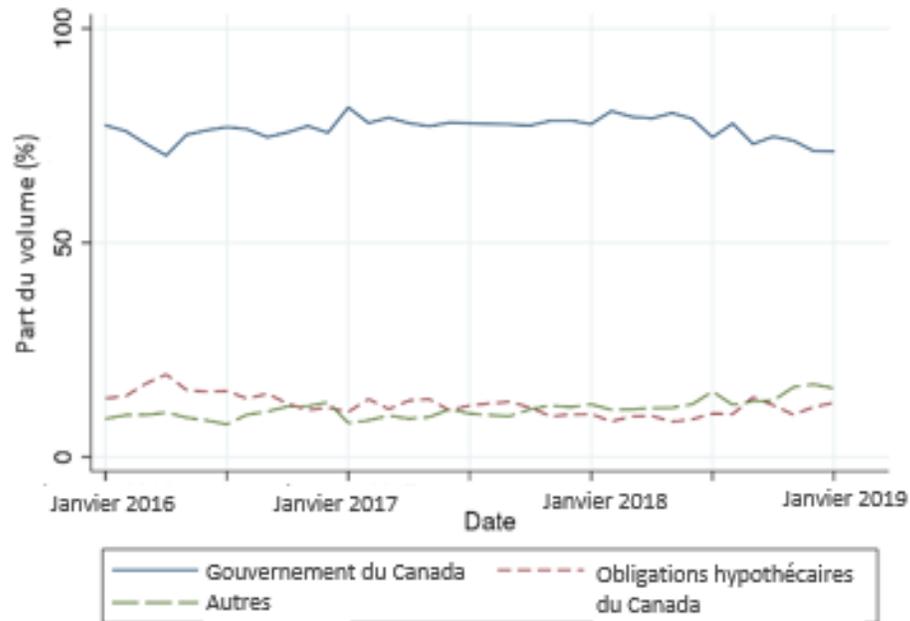
Les améliorations proposées visent surtout la création d'un ensemble élargi d'opérations sur lesquelles serait fondé le calcul quotidien du taux CORRA afin de le rendre plus fiable, robuste et représentatif.

Améliorations proposées à la méthode de calcul du taux CORRA

	Taux CORRA actuel	Améliorations proposées
Titres et monnaie	Opérations sur obligations et bons du trésor du gouvernement du Canada réglées en dollars canadiens.	
Types de contreparties	Les opérations générales de pension entre courtiers intermédiaires sont 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. Les opérations de pension effectuées avec la Banque du Canada ou dans le cadre des adjudications du receveur général sont exclues.
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 pondéré en fonction du volume selon le taux des opérations de pension afin d'exclure du calcul les opérations « spéciales »
Plancher	Le taux CORRA est fixé au taux cible de la Banque du Canada si le volume quotidien des opérations de pension admissibles est inférieur à 500 millions de dollars.	À confirmer

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

- Volumes totaux quotidiens des opérations de pension à un jour pour tous les types de sûretés, avec règlement le jour même de la branche à l'initiation de la transaction : fourchette de 40 à 55 milliards \$ (déclarés dans le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché).
- Volumes quotidiens de 30 à 40 milliards \$ pour le volet des obligations et des bons du Trésor du gouvernement du Canada (encours bruts avant filtrage – question traitée plus tard).
- Le sous-groupe recommande de se concentrer sur les bons du Trésor et les obligations du gouvernement du Canada, car constituant la plus grande part du volume des transactions et que la définition des opérations générales de pension et du taux CORRA retenue aujourd'hui s'applique à ces titres.
 - Introduire d'autres types de sûretés pourrait causer d'autres sources de variation dans le taux.

Recommandation : élargir le groupe des contreparties au-delà du segment des courtiers intermédiaires

- Le sous-groupe 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.
- Prise en compte de toutes les opérations de pension à un jour sur titres du gouvernement du Canada entre toutes les contreparties non affiliées
 - L'analyse montre que nous perdrons une bonne part des volumes en nous focalisant sur les opérations entre courtiers.
 - L'analyse ne révèle pas de différence significative de taux entre les 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.

Recommandation : n'inclure que les opérations de pension à un jour au comptant

- Le sous-groupe recommande 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 un 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 spécifique 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).

Recommandation : éliminer l'incidence des opérations « spéciales »

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

Taux CORRA actuel par rapport à 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 »

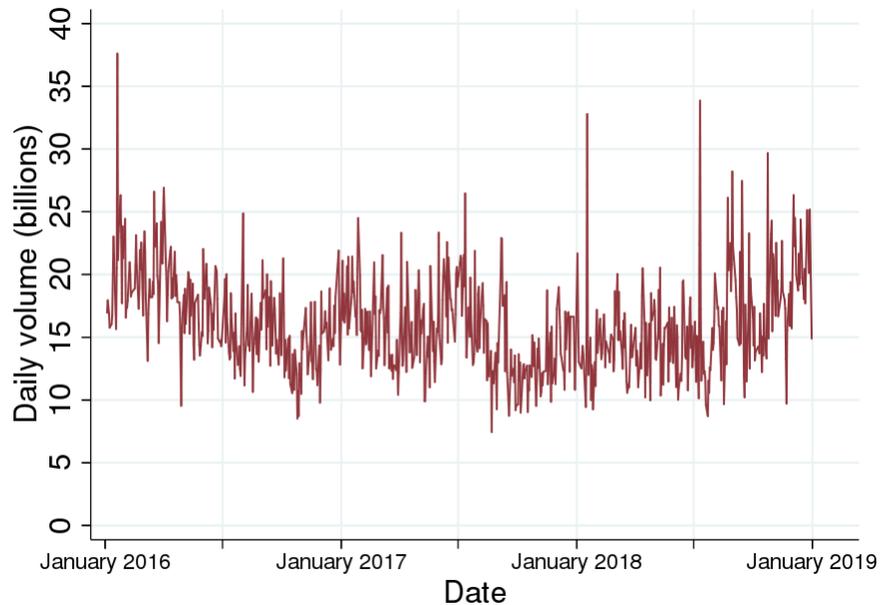
- Le sous-groupe juge important de corriger l'incidence des opérations « spéciales » pour améliorer le taux CORRA.
- Quatre méthodes sont proposées :
 1. Absence de filtre : Le taux obtenu tient compte des opérations spéciales et des opérations générales de pension.
 2. « Méthode fondée sur une médiane 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 sous-groupe retient 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 sous-groupe s'est accordé pour recommander de retenir 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, tandis que les émetteurs profiteront de la stabilité des flux de paiement.
 - Sur un marché où les volumes d'opérations « spéciales » sont particulièrement élevés, le taux tendra à 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 proposée 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.

Une 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

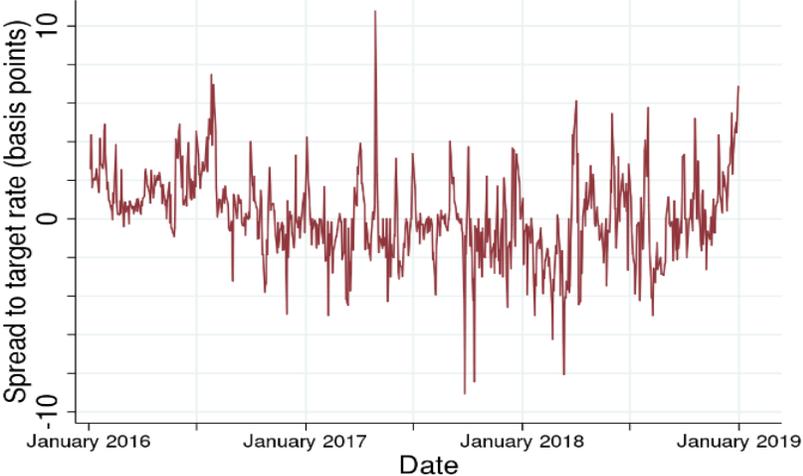


Volume quotidien (en milliards de dollars)
Source : SEROM

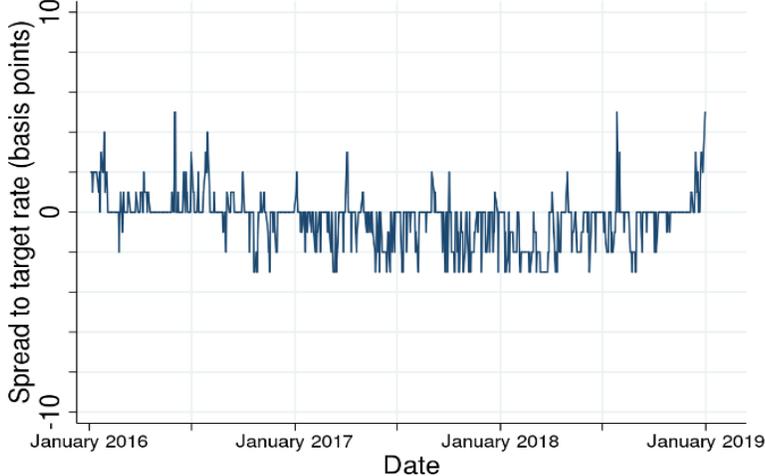
- Les améliorations proposées pourraient faire passer le volume des opérations de pension quotidiennes pris en compte dans les calculs d'une valeur d'environ 1 à 5 milliards de dollars actuellement à une fourchette allant de 10 à 20 milliards de dollars. On s'attend en moyenne à ce que le volume sous-jacent soit quasiment 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 millions de dollars. Cela s'est produit dix fois en 2018. Avec les améliorations proposées, le volume quotidien minimal d'opérations pris en compte aurait été d'environ 9 milliards de dollars en 2018, soit au moins 18 fois plus élevé que le volume pris actuellement en compte.

Une diminution de la volatilité du taux CORRA

Taux CORRA actuel



Taux CORRA selon les améliorations proposées



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 (en points de base)	Taux CORRA	Taux CORRA selon les améliorations proposées
Écart moyen	0,1	-0,3
Écart type	2,2	1,3

Source : SEROM

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?

Prochaines étapes visant l'amélioration du taux CORRA

- La période de consultation se termine le 30 avril 2019.
- Le groupe de travail sur le TARCOT passera en revue les commentaires des participants et remettra ses recommandations finales sur les améliorations au Forum canadien des titres à revenu fixe.
- Le passage à une méthode de calcul améliorée du taux CORRA devrait avoir lieu au 1^{er} semestre de 2020.
- Les données historiques devraient être mises à la disposition des participants au marché.
 - Les données existantes sur le taux CORRA remontent à août 1997.
 - Les données concernant la méthode de calcul améliorée du taux CORRA seront disponibles aux fins d'analyse à partir de janvier 2016.
- On ne renvoie plus au taux CORRA « existant » ni au taux CORRA « amélioré »

CORRA = CORRA

Calendrier actuel*

OBJECTIF	2018				2019			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Portée de l'usage des taux CDOR et CORRA								
Identification du taux de référence complémentaire sans risque pour les opérations de financement à un jour libellées en dollars canadiens et recommandations à cet égard								
Document de consultation sur le taux CORRA amélioré								
Élaboration des propositions de libellés types sur les solutions de rechange pour les instruments du marché au comptant								
Élaboration d'un plan pour le passage au taux de référence complémentaire sans risque pour les opérations de financement à un jour libellées en dollars canadiens								
Élaboration d'un taux sans risque pour les opérations de financement à terme libellées en dollars canadiens								

* Ce calendrier est celui des travaux actuellement prévus dans le plan de travail; il est susceptible d'être modifié.

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 sur le TARCOM;
 - les réactions et les commentaires des acteurs du secteur suivant la publication des documents de consultation du Groupe de travail sur le TARCOM.
- Le [site Web](#) à propos du Groupe de travail sur le TARCOM renferme des renseignements sur les activités du groupe de travail, dont son mandat, sa composition ainsi que les dates, ordres du jour et résumés des réunions.
- La présentation à l'intention des parties intéressées sera actualisée de façon à intégrer tout changement pertinent.
- 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

Comités chargés de la réforme des taux de référence

Pays ou région	Comité	Lien
É.-U. 	L'Alternative Reference Rate Committee (ARRC)	https://www.newyorkfed.org/arrc
R.-U. 	Le Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	https://www.bankofengland.co.uk/markets/transition-to-sterling-risk-free-rates-from-libor
Europe 	Le groupe de travail sur les taux sans risque pour l'euro	https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html
Japon 	Le comité intersectoriel sur les taux d'intérêt de référence utilisés pour le yen	https://www.boj.or.jp/en/paym/market/jpy_cmte/index.htm/
Suisse 	Le groupe de travail national sur les taux d'intérêt de référence	https://www.snb.ch/fr/ifor/finmkt/fnmkt_benchm/id/finmkt_reformrates

Autres liens utiles

Organisme	Description	Lien
International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA)	<ul style="list-style-type: none">• L'ISDA rédige actuellement des libellés types sur des solutions de rechange robustes pour les contrats dérivés fondés sur certains des principaux TIO• Exposés détaillés sur les questions liées à la réforme des taux de référence : ISDA roadmap document et Global Benchmark Transition Report• Résultats de la consultation sur les taux de référence de rechange• Graphiques illustrant les méthodes envisagées pour le calcul des écarts	https://www.isda.org/category/legal/benchmarks/
Conseil de stabilité financière – Official Sector Steering Group (OSSG)	<ul style="list-style-type: none">• Pilotage, à l'échelle mondiale, du chantier de la réforme des taux de référence• Documents d'information concernant la réforme des taux de référence	http://www.fsb.org/work-of-the-fsb/policy-development/additional-policy-areas/financial-benchmarks/

Autres liens utiles

Organisation	Description	Lien
Financial Conduct Authority (FCA)	<ul style="list-style-type: none">La FCA est l'autorité compétente au Royaume-Uni pour l'autorisation et l'enregistrement des administrateurs de taux de référence de l'UE, la reconnaissance des administrateurs de pays tiers, la recommandation de taux de référence de pays tiers, la mise en application et la supervision des administrateurs de taux de référence, ainsi que de leurs usagers et contributeurs.	https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks
ICE Benchmark Administration (IBA)	<ul style="list-style-type: none">Administrateur du LIBOR	https://www.theice.com/iba
Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM)	<ul style="list-style-type: none">Réglementation proposée en matière de taux de référence au Canada	https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ni_20190314_25-102_designated-benchmarks.htm