Procès-verbal de la réunion du Groupe consultatif sur le taux CORRA

Réunion hybride, le 17 avril 2025, de 11 h à 12 h 30

1. Mot d'ouverture

La présidente souhaite la bienvenue aux membres. Elle souligne également l'arrivée de Mark Carrington de GWN Capital Management, qui remplace Jordan McKenna.

2. Le point sur le taux CORRA

Un représentant de la Banque du Canada (la Banque) donne un aperçu des tendances dans les valeurs du taux CORRA depuis la dernière réunion du Groupe consultatif. Il rappelle aux membres que, au moment de la décision du 29 janvier relative au taux d'intérêt, la Banque avait annoncé non seulement une baisse de 25 points de base (pb) du taux directeur, le portant à 3 %, et la fin du resserrement quantitatif, mais aussi un ajustement du taux de rémunération des dépôts et des modifications aux modalités d'application des opérations de cession en pension à un jour. Depuis le 30 janvier, le taux de rémunération des dépôts s'établit à 5 pb sous le taux directeur de la Banque. Cette modification avait pour but de faciliter la circulation des soldes de règlement à mesure qu'ils diminueront pour se rapprocher de leur fourchette d'équilibre au cours des prochains mois et d'améliorer le fonctionnement des marchés de financement à court terme. L'ajustement du taux de rémunération des dépôts contribuerait à atténuer une partie des pressions à la hausse sur le taux CORRA et à renforcer l'effet des opérations de prise en pension à un jour réalisées par la Banque. De plus, les opérations de cession en pension à un jour se feront à partir d'une adjudication à prix uniforme. Pour chaque opération, la valeur marchande globale minimale proposée sera de 8 milliards de dollars et il y aura une limite de 3 milliards de dollars par courtier. Le taux de soumission minimal lors des adjudications du Receveur général effectuées le matin a aussi été abaissé de 5 pb par rapport au taux cible.

Depuis la réduction du taux de rémunération des dépôts, les valeurs du taux CORRA ont évolué à la baisse, passant d'environ 5 pb au-dessus du taux cible avant le changement à entre 0 et 2 pb depuis. Les écarts des différents centiles du taux CORRA se sont également rétrécis. Le volume des opérations CORRA reste robuste et se situe dans une fourchette bien établie de 40 à 60 milliards de dollars depuis le début de 2025. Les opérations de pension admissibles pour le calcul du taux CORRA représentent plus de 50 % de toutes les opérations de financement. Depuis le début de février, la Banque n'a réalisé qu'une seule opération de pension à un jour. Enfin, le représentant informe les membres que, le 19 mars, la Banque a commencé à publier sur son site Web la moyenne et le mode du taux CORRA ainsi qu'un document d'information. Des données historiques remontant à juin 2020 sont également disponibles.

Les membres conviennent que la réduction de l'écart entre le taux de rémunération des dépôts et le taux directeur a atteint son objectif, soit d'augmenter la vitesse de circulation des soldes de règlement et de réduire l'écart entre le taux CORRA et le taux cible. Ils soulignent également que les marchés de financement canadiens ont bien fonctionné récemment, malgré la volatilité des marchés de financement américains.

3. Le point sur les contrats à terme sur le taux CORRA

Alexandre Prince, directeur exécutif responsable des produits dérivés de taux d'intérêt à la Bourse de Montréal, fait le point sur les tendances récentes dans les contrats à terme sur le taux CORRA. Il note que les contrats à terme de trois mois sur le taux CORRA ont entièrement remplacé les contrats BAX, qui ont cessé d'être émis après l'abandon du taux CDOR il y a près d'un an. Les participants aux marchés canadiens et internationaux ont été nombreux à adopter les contrats à terme sur le taux CORRA, ce qui témoigne de leur confiance dans la robustesse du taux CORRA comme taux de référence sous-jacent. Les conditions de marché favorables ont également contribué à l'augmentation du volume des opérations et de la liquidité. Le volume quotidien moyen des opérations au premier trimestre s'élevait à 170 000 contrats, et mars 2025 a été un mois record. La majorité des opérations se font dans le segment à court terme (contrats de moins d'un an). M. Prince souligne que le volume des options visant des contrats à terme sur le taux CORRA a augmenté, mais que les opérations demeurent sporadiques.

Le volume de négociation des contrats à terme d'un mois sur le taux CORRA a augmenté, mais pourrait encore s'accroître. Actuellement, deux teneurs de marché cotent activement des taux. La liquidité s'est encore améliorée à la suite de la mise en place d'un programme pilote de liquidité avec une entreprise de négociation pour compte propre. M. Prince souligne l'importance du soutien des utilisateurs finaux pour le contrat, car il est utilisé dans le calcul du taux CORRA à terme.

4. Le point sur le Service canadien de gestion des garanties (SCGG)

Un représentant de la CDS fait le point sur le SCGG, service tripartite pour le marché des pensions conçu par TMX et Clearstream. Le SCGG a poursuivi sa progression et compte maintenant 11 clients inscrits. Le volume des opérations de pension qu'il a traité depuis février 2025 s'élève à 9 milliards de dollars, et la majorité du volume est maintenant attribuable au modèle des dépositaires. La composition des garanties a évolué : environ 60 % sont des obligations provinciales et 40 % sont des obligations du gouvernement du Canada, tandis que les obligations de sociétés représentent moins de 1 % de l'activité – mais devraient gagner en importance. Les récentes opérations de pension du SCGG ont une échéance qui se situe entre un jour et deux semaines, et les participants ont manifesté leur intérêt pour des échéances plus longues, d'un à trois mois.

D'ici la fin de l'année, environ 30 contreparties devraient se joindre au SCGG, au terme de deux périodes d'intégration prévues de juin à août et de septembre à décembre. La première période sera axée sur les grandes institutions du côté acheteur et les dépositaires, et la deuxième, sur les gestionnaires d'actifs, les sociétés et les municipalités.

Un représentant de la Banque informe les membres que celle-ci a l'intention d'utiliser le SCGG pour ses opérations de pension. Elle amorcera le processus d'intégration au cours de la deuxième moitié de 2025 (la date de début officielle sera communiquée ultérieurement).

5. Réexamen de la méthode de calcul du taux CORRA

Des représentants de la Banque présentent leur analyse des trois questions sur lesquelles se concentre le réexamen de la méthode de calcul du taux CORRA en application de la disposition de temporisation : i) la méthode utilisée pour exclure du calcul du taux CORRA l'effet des opérations sur obligations négociées « au rabais »; ii) le seuil du volume d'opérations requis pour passer au taux de rechange; et iii) l'inclusion des opérations de pension effectuées avec la Banque. Ils rappellent aux membres que la barre doit être haute pour tout changement méthodologique et qu'il faut s'assurer que le degré de complexité de la calibration est équilibré. Les modifications doivent également être durables dans toutes les conditions et tous les cycles de marché. De plus, des changements structurels sur le marché des pensions se dessinent à l'horizon avec l'introduction du SCGG, un élément qui n'entre pas dans champ d'application de l'examen en cours, mais qui est important à prendre en compte si des modifications sont recommandées.

Les représentants présentent quatre changements potentiels à la méthode, qui visent à exclure les obligations négociées « au rabais ». La méthode actuelle écarte les opérations de pension admissibles du quartile (25 %) inférieur. Pour ce faire, quatre options ont été envisagées : i) utiliser un centile différent; ii) utiliser l'écart par rapport au taux CORRA de la veille; iii) utiliser l'écart par rapport au taux cible de la Banque; et iv) utiliser la « méthode fondée sur un taux obligataire ». Les résultats préliminaires d'analyses quantitative et qualitative suggèrent que, sous réserve de certaines conditions et hypothèses, des améliorations pourraient être apportées à la méthode actuelle de troncation. Cependant, une analyse plus approfondie par les membres du Groupe consultatif est nécessaire.

Trois options ont été examinées pour déterminer le seuil du volume d'opérations requis pour passer au taux de rechange : i) le rehausser pour refléter l'augmentation du volume des opérations CORRA depuis le passage au cycle de règlement T+1 pour les titres; ii) utiliser un pourcentage d'une moyenne mobile quotidienne; et iii) fixer le taux de rechange en fonction d'un nombre minimum de déclarants. Les représentants notent que, pour la deuxième option, la volatilité des volumes minimaux dépendrait du nombre de jours utilisés pour déterminer la moyenne mobile, tandis que pour la troisième option, il faudrait tenir compte de l'hétérogénéité des déclarants au fil du temps.

Les représentants présentent également des arguments en faveur et en défaveur de l'inclusion dans le calcul du taux CORRA des opérations de pension à un jour conclues avec la Banque et de la tranche à un jour des adjudications du Receveur général effectuées le matin. Leur conclusion générale est qu'il faut exclure les deux types d'opérations. Premièrement, le but des opérations de pension à un jour de la Banque est d'agir sur le taux CORRA, et non de financer les banques commerciales. Par conséquent, l'inclusion de ces opérations n'est pas conforme à l'objectif du taux CORRA, qui est de mesurer le coût du financement à un jour sur le marché général des pensions pour les opérations garanties. Deuxièmement, la grande majorité des opérations conclues dans le cadre des adjudications du Receveur général effectuées le matin n'utilisent pas d'obligations du gouvernement du Canada comme garanties et sont destinées à du financement

à terme, ce qui signifie qu'elles sont exclues du calcul du taux CORRA. Enfin, seul un sous-ensemble de participants au marché peut faire des opérations avec la Banque.

Les membres discutent des coûts et des avantages des différentes options. Des représentants de la Banque organiseront des réunions bilatérales avec les membres afin d'obtenir leurs commentaires détaillés sur les options proposées. Se fondant sur cette rétroaction, la Banque présentera ses propositions finales en juin. L'objectif est de publier toute modification proposée à la méthode de calcul du taux CORRA aux fins de consultation publique dans la deuxième moitié de 2025. Les modifications apportées à la méthode de calcul tiendront compte des commentaires du public et seront approuvées par le Comité de surveillance du taux CORRA de la Banque d'ici la fin de l'année.