

Consultation sur l'établissement d'un nouveau volume minimal d'opérations

Résumé

Le volume minimal d'opérations (VMO) admissibles pour le calcul du taux CORRA a été établi en 2019, et correspond à un volume tronqué statique de 3 milliards de dollars. Depuis que le cycle de règlement des opérations au comptant sur obligations est passé de deux jours (T+2) à un jour (T+1), le volume des opérations de pension admissibles pour ce calcul a pratiquement quadruplé. Ce faisant, il est de moins en moins probable que le VMO actuel remplisse adéquatement son objectif. Lors de leur [réunion du 12 juin 2025](#), tenue dans le cadre du réexamen de 2025 de la méthode de calcul du taux CORRA, les membres du Groupe consultatif sur le taux CORRA ont appuyé la recommandation du personnel de la Banque du Canada d'augmenter le VMO pour veiller à ce que le taux CORRA demeure représentatif du marché. Les représentants de la Banque ont indiqué, avec l'approbation du Groupe consultatif, qu'une consultation serait menée auprès de ce dernier et du Forum canadien des titres à revenu fixe concernant deux méthodes pour augmenter le VMO :

- 1) une augmentation ponctuelle du VMO statique (p. ex., à 10 milliards de dollars)
- 2) l'adoption d'un VMO dynamique, basé sur un pourcentage de la moyenne mobile des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA

Sur la base d'une évaluation qualitative de ces options, la Banque recommande l'adoption d'un VMO dynamique. Plus précisément, elle demande au Groupe consultatif et au Forum d'appuyer sa recommandation de remplacer le VMO statique de 3 milliards de dollars par un VMO correspondant à 30 % de la moyenne mobile (MM) sur cinq jours du volume tronqué des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA¹. Un plancher de 3 milliards de dollars serait tout de même conservé dans l'éventualité peu probable d'une baisse importante et durable des volumes d'opérations admissibles.

$$VMO_t = \max \left(3 \text{ G\$}, 30 \% * MM_{5 \text{ jours}} \left(\text{volume tronqué des opérations admissibles} \right) \right)$$

Contexte

Les indices de référence doivent être basés sur de solides volumes sous-jacents représentatifs de leur marché. Le VMO pour la publication du taux CORRA est établi de façon à ce que celui-ci demeure un indice de référence représentatif de l'ensemble des conditions du financement à un jour sur le marché général des pensions pour les titres du gouvernement du Canada. Si le volume tronqué² des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA un jour donné est inférieur au

¹ La moyenne mobile sur cinq jours exclut le jour le plus récent.

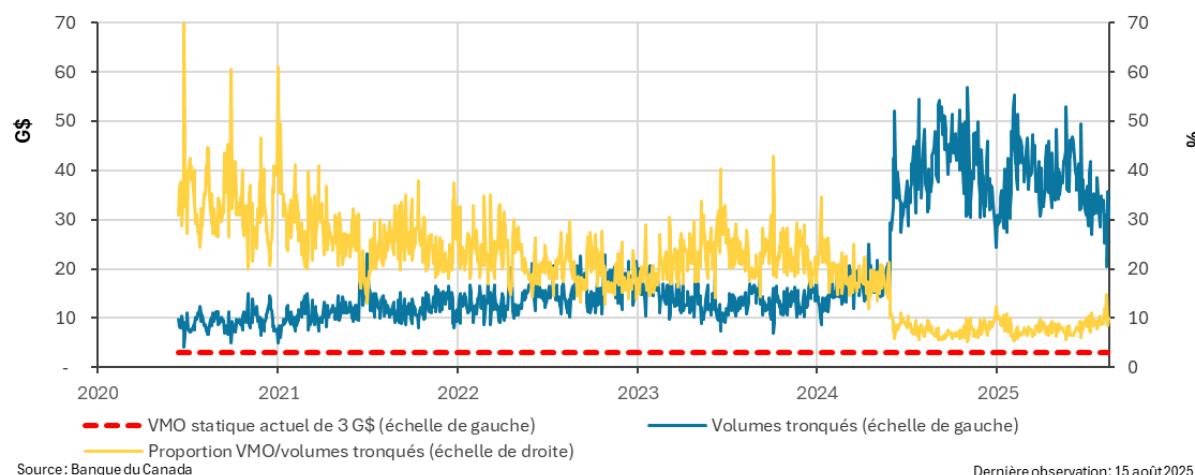
² Le volume total des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA est tronqué pour tenter de faire abstraction des opérations portant sur des garanties spécifiques. Par conséquent, ce qui reste – le volume tronqué des opérations admissibles – est censé être représentatif des opérations sur le marché général des pensions.

VMO de 3 milliards de dollars, le taux CORRA est alors établi au « taux de recharge », calculé selon la méthode approuvée³.

D'après les volumes actuels, le VMO de 3 milliards de dollars n'est vraisemblablement plus représentatif du marché (graphique 1). Lorsque la nouvelle méthode de calcul du taux CORRA a été mise au point, ce seuil statique représentait approximativement 30 % du volume quotidien moyen d'environ 10 milliards de dollars. Toutefois, après le passage au cycle de règlement T+1 en mai 2024, les volumes tronqués des opérations admissibles pour le taux CORRA ont augmenté pour avoisiner 40 milliards de dollars en moyenne. Ainsi, le VMO actuel équivaut maintenant à moins de 10 % de ces volumes.

Graphique 1 : Le volume minimal d'opérations représente maintenant une plus petite proportion des volumes tronqués des opérations admissibles pour le taux CORRA

Volumes tronqués, volume minimal d'opérations (VMO) et proportion des volumes tronqués



Évaluation

Deux options sont envisagées : relever le VMO statique (p. ex., à 10 milliards de dollars) ou opter pour un VMO plus dynamique. Il faut toutefois noter que le principal inconvénient de maintenir un VMO statique est qu'il pourrait être nécessaire de le relever à nouveau ou de le rabaisser si les volumes devaient encore changer de manière importante. Parmi les facteurs qui pourraient faire varier ces volumes à moyen terme, notons :

- un changement dans la participation de certains acteurs, comme les fonds de couverture, aux marchés de titres du gouvernement du Canada
- une augmentation des émissions de titres du gouvernement du Canada
- une utilisation plus efficiente des garanties suivant l'adoption généralisée du Service canadien de gestion des garanties (SCGG)

³ Le taux de recharge correspond au taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada pour la journée en cours, plus l'écart moyen enregistré entre le taux CORRA et le taux cible de la Banque au cours des cinq jours précédents. Si un jour le taux CORRA publié correspond au taux de recharge, la Banque l'annoncera clairement dans son site Web. En date du 15 août 2025, le taux de recharge n'avait été utilisé qu'une seule fois : le 11 août 2025, en raison de problèmes techniques à l'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI), le taux CORRA n'a pas pu être publié à l'heure requise, soit 11 h (HE), et le taux de recharge a donc dû être utilisé.

Option 1 : Établir un nouveau volume minimal d'opérations statique plus élevé

L'une des options est de simplement relever le niveau du VMO statique au-dessus des 3 milliards de dollars actuels pour refléter le marché d'aujourd'hui, où le volume d'opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA a augmenté. Par exemple, avant le passage au cycle de règlement T+1, le VMO de 3 milliards de dollars représentait généralement de 20 à 30 % du volume tronqué des opérations admissibles. Mais depuis, il ne représente généralement que de 5 à 10 % de ce volume. Pour maintenir le taux de représentation initial, le VMO devrait être augmenté pour se situer autour de 10 à 15 milliards de dollars. Bien que cette option soit relativement facile à comprendre et à mettre en application, le principal inconvénient de garder un VMO statique est que celui-ci pourrait devoir être modifié de nouveau si les volumes devaient changer de façon importante. En cas d'augmentation, le principal risque serait que le VMO ne soit pas assez élevé pour être représentatif. Et en cas de diminution, surtout rapide, le taux CORRA pourrait devoir être fixé sur la base du taux de recharge de façon prolongée, le temps que la Banque et le secteur analysent l'évolution de la situation et décident si le VMO doit être abaissé.

Option 2 : Adopter un nouveau volume minimal d'opérations dynamique qui s'ajuste aux variations des volumes d'opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA

L'autre option consiste à délaisser l'approche statique au profit d'une autre plus *dynamique*. Plus précisément, le VMO dynamique serait ajusté automatiquement en fonction des *hausses* et des *baisses* des volumes d'opérations sur le marché. Aucun ajustement ponctuel ne serait nécessaire, ce qui constituerait une amélioration par rapport au VMO statique actuel.

Une approche dynamique efficace passe par un paramétrage approprié, c'est-à-dire que le VMO doit demeurer représentatif de l'évolution des volumes d'opérations sans toutefois être trop sensible aux fluctuations au jour le jour. Cette approche doit également offrir un équilibre entre robustesse et représentativité, tout en étant simple à comprendre, pour ainsi contribuer à renforcer la confiance dans le taux CORRA. Pour atteindre cet équilibre, nous proposons donc un VMO dynamique correspondant à X % d'une moyenne mobile simple des volumes tronqués des opérations admissibles sur n jours, où le minimum représentatif est déterminé par X et la sensibilité, par n .

Pour ce qui est du choix de X , nous constatons qu'une proportion de 30 % des volumes tronqués des opérations admissibles ($X = 30\%$) est adéquate pour le VMO. Tout d'abord, il s'agit du pourcentage approximatif de la moyenne des volumes tronqués au moment de l'établissement du VMO initial de 3 milliards de dollars. Ensuite, dans l'environnement actuel, cette proportion correspondrait au volume d'opérations d'au moins deux déclarants et potentiellement de la moitié des déclarants. Par conséquent, dans le cas typique où les volumes d'opérations admissibles se rapprocheraient du VMO (par exemple, en raison de problèmes techniques liés à la collecte des données de certains déclarants), les participants au marché pourraient avoir l'assurance que le taux CORRA demeurerait représentatif des activités sur le marché, car les opérations déclarées représenteraient les activités d'au moins deux participants (**tableau 1**).

Tableau 1 : Un volume minimal d'opérations (VMO) établi à 30 % du volume tronqué des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA couvre *généralement* les activités d'au moins deux déclarants et de jusqu'à la moitié de l'ensemble des déclarants

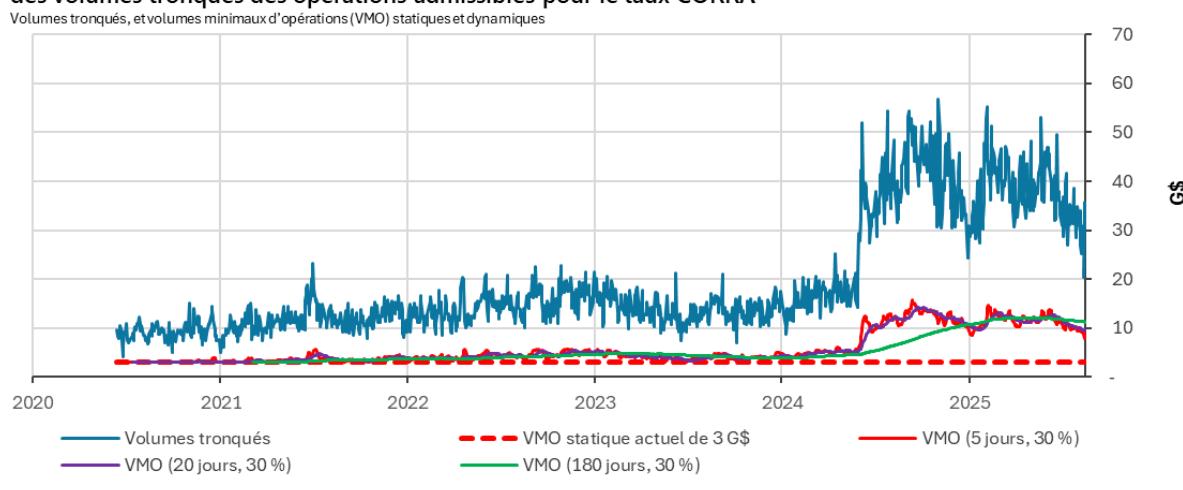
Taux du VMO appliqué aux volumes tronqués quotidiens moyens des opérations admissibles ^a	VMO	<u>Nombre de déclarants dont les opérations pourraient être prises en compte dans le VMO^b</u>		
		Nombre minimal	Nombre maximal	Moyenne
25 %	9,5 G\$	1	7	4
30 %	11,4 G\$	2	7	4
35 %	13,3 G\$	2	8	5
40 %	15,2 G\$	3	9	6

a. Moyenne quotidienne du volume tronqué des opérations admissibles de mai 2024 à juillet 2025

b. Ce nombre est déterminé à partir du volume tronqué quotidien moyen des opérations admissibles. Par exemple, sur la base du volume tronqué quotidien moyen de 39 milliards de dollars enregistré entre l'adoption du cycle de règlement T+1 et la fin de juillet 2025, un taux de 30 % représenterait un VMO de 11,4 milliards de dollars. Il y aurait donc environ quatre déclarants en moyenne si les volumes déclarés étaient uniformes, ce qui n'est pas le cas. Par conséquent, si on utilise le volume quotidien moyen de chaque déclarant au cours de la même période, le nombre de déclarants dont les opérations pourraient donner un VMO de 11,4 milliards de dollars serait en moyenne de 2 à 7 (sur 14).

Pour ce qui est du choix de n , des périodes d'observation plus courtes pour établir la moyenne mobile donnent un VMO relativement plus sensible, qui réagit plus rapidement aux variations des volumes tronqués des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA (comme lors du passage au cycle de règlement T+1). Des périodes plus longues produisent un VMO relativement plus stable, mais exigent un temps d'ajustement plus long aux variations du volume des opérations de pension (graphique 2).

Graphique 2 : Les volumes minimaux d'opérations plus dynamiques s'ajustent à des changements plus rapides des volumes tronqués des opérations admissibles pour le taux CORRA



En cas de baisse rapide et durable du volume des opérations de pension, le taux CORRA pourrait demeurer au taux de recharge pendant une longue période, jusqu'à ce qu'un nombre suffisant de jours où le volume est plus élevé ne soit plus pris en compte dans le calcul de la moyenne mobile. Par exemple, si on utilisait une moyenne mobile sur 60 jours et que les volumes tronqués des opérations admissibles diminuaient de 75 % sans remonter, le taux de recharge pourrait devoir être utilisé à la place du taux CORRA pendant près de trois semaines. Le **tableau 2** présente la durée pendant laquelle le taux CORRA pourrait être remplacé par le taux de recharge en fonction de la période d'observation choisie pour la moyenne mobile et du volume d'opérations admissibles restant après une baisse soutenue du volume tronqué. Il n'est pas souhaitable que le taux de recharge reste en place plusieurs jours, car il pourrait ne pas être représentatif des nouvelles conditions du marché. Une moyenne mobile sur cinq jours permettrait un juste équilibre entre la sensibilité du VMO aux fluctuations du marché et les risques associés à un recours prolongé au taux de recharge.

Volume restant des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA	>30%	Période d'observation de la moyenne mobile (jours)							
		3	5	10	15	20	60	90	180
Pas de taux de recharge (le taux CORRA s'applique)									
25%	1	2	3	4	5	14	20	40	
20%	2	3	5	7	9	25	38	75	
15%	2	3	6	9	12	36	53	106	
10%	3	4	8	12	15	45	67	134	
5%	3	5	9	14	18	53	79	158	

Dans cette analyse de scénarios, on suppose que le VMO est une moyenne mobile sur n jours de 30 % des volumes tronqués des opérations admissibles. Chaque rangée montre le volume restant des opérations admissibles par rapport au volume juste avant une baisse rapide et soutenue des volumes tronqués.

Dans l'éventualité peu probable d'une chute marquée et durable des volumes d'opérations admissibles pour le taux CORRA, où 30 % du volume tronqué représenterait un montant inférieur au VMO actuel de 3 milliards de dollars, un plancher fixe correspondant à ce même montant pourrait être conservé dans le cadre de l'approche dynamique.

Recommandation

Nous recommandons d'adopter un VMO dynamique, calculé quotidiennement selon le plus élevé des deux montants suivants : 3 milliards de dollars ou le montant correspondant à 30 % de la moyenne mobile sur cinq jours des volumes tronqués des opérations admissibles pour le calcul du taux CORRA. Par souci de transparence, le VMO serait publié dans le site Web de la Banque avec les autres statistiques sur le taux CORRA.

$$VMO_t = \max(3 \text{ G\$}, 30 \% * MM_{5 \text{ jours}}(\text{volume tronqué des opérations admissibles}))$$