

Aléa moral et politiques relatives à l'octroi exceptionnel de liquidités par la Banque du Canada

Jack Selody et Carolyn Wilkins

LE CADRE EXISTANT

Dans la livraison de juin 2008 de la *Revue du système financier*, la Banque du Canada a énoncé une série de principes devant guider ses interventions exceptionnelles de soutien à la liquidité face aux chocs systémiques qui malmenaient le système financier canadien (Engert, Selody et Wilkins, 2008). Ces principes formaient un cadre conçu pour assurer la cohérence entre les actions de la Banque et son rôle de prêteur de dernier ressort du système financier, et offrant une souplesse adaptée aux défis singuliers posés par la crise. Ils avaient comme assise l'idée que « la banque centrale ne devrait intervenir que lorsqu'il y a défaillance du marché et qu'elle est en mesure de prévenir ou de contrer une grave instabilité financière sans fausser la prime de risque de crédit » (Engert, Selody et Wilkins, 2008, p. 80).

Au nombre de cinq, les principes établis se déclinaient comme suit : 1) les interventions doivent être ciblées, destinées à parer aux seules défaillances du marché d'envergure systémique dont les conséquences macroéconomiques ne sont remédiables que par l'injection de liquidités; 2) elles doivent être graduées selon une ampleur dosée en fonction de la gravité du problème; 3) elles doivent être bien pensées, c'est-à-dire s'appuyer sur des instruments adaptés à la situation; 4) elles doivent être effectuées dans le respect des prix du marché, afin de réduire au maximum les distorsions, et dans des conditions analogues à celles des marchés, pour nuire le moins possible à la reprise de ceux-ci; 5) la banque centrale doit atténuer l'aléa moral associé à ses interventions.

À l'automne 2009, la Banque a évalué l'efficacité de ces principes et cherché à déterminer s'il fallait les modifier au vu des leçons de la crise (Zorn, Wilkins et Engert, 2009). Ce bilan a permis de montrer que les principes avaient fourni une base solide pour la mise au point et l'emploi de nouveaux outils de résolution de crise, de même que pour

l'application inédite d'instruments existants. Le présent rapport expose comment ces principes ont permis à la Banque d'octroyer de manière exceptionnelle des liquidités tout en atténuant l'aléa moral attaché à ce type d'intervention¹.

LA CONCEPTION DU CADRE D'OCTROI EXCEPTIONNEL DE LIQUIDITÉS

L'objectif des apports exceptionnels de liquidités de la Banque est de maintenir un niveau de liquidité suffisant dans le système financier sans fausser l'allocation efficiente du crédit au sein de l'économie². Cette sorte de distorsion peut se produire quand la Banque s'expose à un risque de liquidité que les acteurs de marché auraient dû, sinon, accepter. Parce qu'il n'est pas toujours possible de mettre en œuvre des mesures extraordinaires de soutien à la liquidité sans assumer une partie du risque de crédit (même si d'autres facteurs que la pénurie de liquidité faussent parfois la prime associée à cette forme de risque), il se peut que la Banque ait à supporter ce risque en échange d'une rémunération inférieure à celle qui permettrait de compenser tout juste les pertes attendues, calculées à partir de la véritable probabilité de défaut.

La possibilité de transférer du risque à la banque centrale — en lui versant une rémunération inférieure à ce que le marché commanderait — est source d'aléa moral, car les établissements financiers seront moins incités à se prémunir contre certaines éventualités hasardeuses. Cet aléa moral prend deux formes. D'abord, les institutions financières peuvent ne pas garder assez d'actifs liquides pour être à l'abri des conséquences de chocs idiosyncrasiques, convaincues que la banque centrale mettra, au besoin, à

¹ Pour une première analyse de cette question, lire Longworth (2010).

² En situation de crise, la banque centrale se soucie surtout de la liquidité de financement et de la liquidité de marché.

leur disposition des fonds à faible coût. Ensuite, la disponibilité de liquidités peu onéreuses provenant de la banque centrale peut pousser ces établissements à prendre trop de risques (asymétrie des durations, choix des contreparties, etc.). Il est impossible d'éliminer totalement l'aléa moral parce que, pour être efficaces, les interventions exceptionnelles supposent l'octroi de liquidités à un taux d'intérêt inférieur à celui que l'on observerait autrement. Mais il est impossible également d'écarter de telles interventions, puisque les participants au système ne peuvent se protéger tous azimuts, en particulier contre les chocs systémiques qui les touchent tous indistinctement. La banque centrale est néanmoins en mesure de limiter au maximum l'aléa moral associé à ses interventions atypiques.

La Banque du Canada s'y emploie en prêtant à des institutions solvables et réglementées uniquement quand elles ne parviennent plus à se financer par d'autres voies³. Ces prêts sont non seulement assortis d'un taux dissuasif—le taux officiel d'escompte étant établi au-dessus du taux du financement à un jour—mais ils appellent une surveillance prudentielle plus stricte de la liquidité dont dispose l'établissement concerné et de ses pratiques de gestion des risques. Dans des circonstances exceptionnelles, où un événement systémique majeur provoque une pénurie généralisée de liquidité qui se répercute sur un grand nombre d'institutions et de marchés, et fausse plus globalement les prix des actifs, la Banque sera le plus efficace en octroyant des liquidités à un éventail d'institutions. On minimise l'aléa moral si l'on restreint au maximum la durée de ce genre d'intervention, en n'agissant qu'aux moments où une distorsion suffisamment prononcée de la prime de liquidité dans tous les segments du système laisse les intervenants de marché à la merci des risques liés à des chocs idiosyncrasiques et à des chocs systémiques de petite envergure⁴. En s'engageant de façon crédible à intervenir seulement si un risque systémique majeur menace ou se matérialise, la Banque ne compromet pas son objectif de réduire la probabilité d'une paralysie des marchés financiers essentiels et incite en même temps les agents privés à s'autoassurer contre ces deux catégories de chocs⁵. Son engagement se concilie avec ses responsabilités en tant que prêteur de dernier ressort tout en concourant à la robustesse et à l'efficacité du système financier.

La Banque conserve en outre une certaine latitude d'intervention face aux grands événements systémiques, car les circonstances et l'ampleur de ces événements sont en soi incertaines. Cette latitude vient limiter la capacité des agents de transférer le risque à la Banque à des prix artificiellement bas, tout comme leur propension à prendre d'énormes risques à l'approche d'une intervention de la banque centrale. La Banque réduit encore cet appétit excessif pour le risque dans la période qui précède un grand choc systémique en concluant ses transactions pour des prix ou des primes imprévisibles. Chaque participant au système se voit donc contraint de se protéger, de peur d'essuyer des pertes malgré le soutien de la banque centrale. Pour parvenir à ce résultat, la Banque procède à des adjudications qui lui permettent de tarifer et de répartir la liquidité qu'elle injecte dans le système.

Enfin, la Banque favorise l'élaboration, la mise en place et le bon fonctionnement de l'infrastructure de base nécessaire à la création de la liquidité au sein du système financier canadien. Elle le fait notamment en encourageant les intervenants des marchés de financement essentiels, comme le marché des pensions, à recourir plus largement à des contreparties centrales de compensation, ainsi qu'à d'autres mécanismes conçus pour aider les participants à se prémunir contre les chocs de liquidité idiosyncrasiques.

L'organisme national de surveillance prudentielle, au Canada le Bureau du surintendant des institutions financières, peut aussi contribuer à limiter l'aléa moral né des interventions en temps de crise par la mise en œuvre de plusieurs moyens réglementaires visant respectivement : 1) la liquidité, de manière à obliger les institutions à garder un niveau de liquidité suffisant pour parer aux chocs émanant de leurs activités et à la plupart des chocs de marché préjudiciables⁶; 2) les fonds propres, afin que le risque soit adéquatement circonscrit sans imposer à ces établissements de carcan réglementaire trop rigide ni créer d'aléa moral par suite du renflouement public d'institutions jugées « trop grosses pour faire faillite »⁷; 3) le respect des règles, de telle sorte qu'en cas d'échec des stratégies déployées, les acteurs ayant une responsabilité en matière d'atténuation des risques subissent des conséquences importantes⁸. Le Canada dispose, à l'intention des institutions de dépôt de droit fédéral, de mécanismes de résolution clairs et transparents, qui sont examinés régulièrement et révisés au

3 Voir Banque du Canada (2004) pour en savoir plus.

4 Le rôle de la banque centrale comme prêteur de dernier ressort, et donc en position d'atténuer les chocs systémiques, se justifie par le fait que celle-ci peut fournir de la liquidité à un coût en ressources nul, au bénéfice d'un grand nombre d'intervenants. La banque centrale ne devrait pas chercher à contrer les chocs idiosyncrasiques pour deux raisons : son intervention serait inefficace – le secteur privé étant plus à même de concevoir les mécanismes de réaction voulus dans ce cas – et elle ne profiterait qu'à certains acteurs.

5 Allen, Carletti et Gale (2009) montrent que l'incertitude entourant l'importance de la demande de liquidité agrégée par rapport à la demande idiosyncrasique de liquidité peut provoquer une paralysie des marchés si elle est suffisamment forte.

6 Dans son communiqué du 17 décembre 2009, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2009a) propose l'instauration d'une norme minimale internationale en matière de liquidité pour les banques d'envergure mondiale. Voir aussi Northcott et Zelter (2009) ainsi que Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2009b).

7 Le Comité de Bâle (2009a) propose d'accroître la qualité et la transparence des fonds propres et d'améliorer la cohérence des normes en la matière, de même que de renforcer la couverture des risques dans le cadre des règles d'adéquation des fonds propres.

8 Pour s'attaquer au problème des institutions financières d'importance systémique jugées « trop grosses pour faire faillite », le Conseil de stabilité financière (2010) est à mettre au point une série de mesures, au nombre desquelles se trouve un plan pour l'amélioration de la capacité de liquider de manière ordonnée les entreprises défailtantes, y compris celles qui ont des activités à l'étranger.

besoin⁹. Ainsi, depuis longtemps, la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) exerce des pouvoirs en vertu desquels elle peut procéder à la restructuration d'institutions de dépôt en difficulté ou mettre en place des solutions à cet égard¹⁰. L'organisme de surveillance prudentielle est également habilité à convertir en actions des dettes subordonnées, dans l'éventualité où un incident de crédit ferait une brèche inacceptable dans les fonds propres¹¹. Par ailleurs, l'on peut contenir les effets pernicioeux du renflouement inévitable des trop grosses entités (qui renforce l'aléa moral) en instaurant des pouvoirs et des dispositifs adaptés au contrôle des institutions en détresse dont les responsables s'abstiennent de réagir rapidement du fait qu'ils n'en seront pas suffisamment pénalisés¹².

Le cadre en place atténue au maximum l'aléa moral sans qu'il y ait perte d'efficacité parce qu'il limite les interventions de la Banque du Canada, en soi sources de distorsions, aux seuls événements extraordinaires de courte durée. De plus, bien qu'il ne mette pas chaque membre du système à l'abri du risque de liquidité idiosyncrasique, il protège l'ensemble du système d'un risque de liquidité agrégé. Enfin, il rend difficile pour les participants de déterminer par avance comment profiter des mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité qu'appliquera la banque centrale. La Banque du Canada devra toutefois veiller à réduire l'incertitude autour de ses actions lorsqu'une crise s'amorce, ce genre d'incertitude pouvant conduire à une thésaurisation de la liquidité propre à propager les chocs et à amplifier les crises.

Mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités en temps normal

Les deux mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités qu'utilise la Banque en temps normal sont destinés à empêcher la transformation de chocs idiosyncrasiques en événements systémiques. Pour contrer l'aléa moral associé à ces mécanismes, l'accès aux liquidités de la banque centrale n'est permis qu'après tarissement des autres sources de financement.

Le premier de ces mécanismes est le mécanisme permanent d'octroi de liquidités, conçu pour réduire les frictions observées lorsque le solde de règlement des institutions qui participent directement au Système de transfert des paiements de grande valeur (STPGV) est déficitaire en fin

de journée¹³. Ce mécanisme permet d'accorder des prêts à un jour garantis, assortis d'un taux dissuasif (en l'occurrence le taux officiel d'escompte, fixé à 25 points de base au-dessus du taux des fonds à un jour, qui est le taux pratiqué par le marché sur des financements analogues). Rarement enclenché, le second dispositif, à savoir l'aide d'urgence, assure l'octroi de crédits temporaires garantis à des établissements solvables mais aux prises avec des problèmes de liquidité aigus et persistants. Habituellement consentie au taux d'escompte (puisque l'aide consiste en des prêts à plus d'un jour, son taux n'est pas proprement dissuasif, la prime de terme s'établissant en général au-dessus des 25 points de base qui séparent le taux des fonds à un jour du taux d'escompte), l'aide d'urgence appelle une surveillance plus stricte et peut s'accompagner d'un discrédit, parce que sa réception confirme au marché l'incapacité de l'emprunteur à recourir à d'autres sources de financement.

Mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités en temps de crise

Les crises financières se caractérisent entre autres par une pénurie généralisée de liquidité. Dans ce contexte, les dispositifs exceptionnels d'octroi de liquidités de la Banque ont vocation à relancer les mécanismes endogènes de création de liquidité qui se trouvent au cœur du système financier. En situation de crise, la Banque doit pouvoir compter sur une gamme de dispositifs correspondant à la diversité des modes de production de liquidité au sein du système. Comme en temps de crise les primes de liquidité augmentent du fait du manque de ressources financières, la Banque intervient en demandant des primes inférieures à celles qui ont cours.

Les principaux mécanismes mis en œuvre durant la récente crise — prises en pension à plus d'un jour et facilité de prêt à plus d'un jour — feront encore partie des leviers de la Banque, mais elle les réservera aux événements systémiques majeurs, au gré des besoins. Ces outils ont prouvé leur efficacité en facilitant l'injection de liquidités sur les marchés de financement essentiels (pour une description de ces marchés, voir Fontaine, Selody et Wilkins, 2009). Ainsi, les prises en pension à plus d'un jour procurent de la liquidité de financement aux intervenants de ces marchés (Zorn, Wilkins et Engert, 2009), tandis que la facilité de prêt à plus d'un jour offre aux participants au STPGV une source de financement supplémentaire, moyennant garantie. Les deux dispositifs confèrent la souplesse nécessaire à un octroi gradué de liquidités en période de crise. La Banque peut, par exemple, modifier le nombre de participants admissibles, l'échéance de l'opération, la liste des titres acceptés ou les mécanismes de détermination des prix en fonction des spécificités d'une crise puis de la stratégie de désengagement qu'elle adoptera.

9 Voir Bureau du surintendant des institutions financières (2008).

10 Par ailleurs, depuis 1996, la législation fédérale confère au surintendant des institutions financières le pouvoir de prendre temporairement le contrôle d'une institution et, s'il y a lieu, de demander une ordonnance de mise en liquidation, sous réserve de certaines conditions et avec l'autorisation du ministre des Finances. La SADC est habilitée depuis 2009 à mettre sur pied une banque relais afin de faciliter la restructuration des institutions de dépôt fédérales.

11 Voir le commentaire de Julie Dickson (2010), « La discipline des marchés est la meilleure protection pour les banques », à l'adresse http://www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/fra/media/2010_04_10_f.pdf.

12 Ben Bernanke (2008) souligne que l'absence de procédures définies et d'autorités attirées pour résoudre les difficultés liées à la faillite éventuelle d'une institution parabancaire d'importance systémique est une grave lacune de la réglementation financière aux États-Unis.

13 Pour des précisions, voir *Le Système canadien de transfert de paiements de grande valeur : notions de base*, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/stpv_neville.pdf.

La Banque du Canada est habilitée à instaurer d'autres dispositifs que ceux mis à contribution jusqu'ici; elle peut par conséquent concevoir des instruments adaptés aux contours particuliers d'une crise potentielle. Par exemple, dans le cas d'une crise caractérisée par une pénurie de garanties de bonne qualité, la Banque pourrait aussi envisager la mise en place d'un programme de prêt de titres permettant d'échanger des sûretés fortement convoitées contre d'autres qui le sont moins, à un prix convenable et pour une échéance de plus d'un jour, et ce, dans le but de soutenir le fonctionnement des marchés de financement essentiels. Étant donné que l'infrastructure de ces marchés peut être modifiée dans la foulée de la crise (par l'établissement de contreparties centrales de compensation par exemple), il s'ensuit que les outils destinés à surmonter les problèmes de liquidité sont eux aussi appelés à évoluer.

CONCLUSION

Il est primordial que les participants au système financier ne s'imaginent pas que les interventions de la Banque en temps de crise préfigureront son comportement en d'autres circonstances. La Banque conserve une grande latitude pour décider du moment et des moyens de ses interventions en tant que prêteur de dernier ressort du système financier dans l'éventualité d'un choc systémique. Cela signifie qu'elle emploiera ses leviers en se fondant sur des principes, comme lors de la récente crise.

BIBLIOGRAPHIE

- Allen, F., E. Carletti et D. Gale (2009). « Interbank Market Liquidity and Central Bank Intervention », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 5, p. 639-652.
- Banque du Canada (2004). « La politique relative aux prêts de dernier ressort de la Banque du Canada », *Revue du système financier*, décembre, p. 53-60.
- Bernanke, B. (2008). *Federal Reserve Policies in the Financial Crisis*, discours prononcé devant la Chambre de commerce du Grand Austin, Austin (Texas), 1^{er} décembre.
- Bureau du surintendant des institutions financières Canada (2008). *Guide en matière d'intervention à l'intention des institutions de dépôts fédérales*. Internet : http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index_f.aspx?ArticleID=521.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2009a). *Consultative Proposals to Strengthen the Resilience of the Banking Sector Announced by the Basel Committee*, communiqué, 17 décembre. Internet : <http://www.bis.org/press/p091217.htm>.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2009b). *International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards, and Monitoring*, document consultatif, Banque des Règlements Internationaux. Internet : <http://www.bis.org/publ/bcbs165.pdf>.
- Conseil de stabilité financière (2010). *Financial Stability Board Meets on the Financial Reform Agenda*, communiqué, 9 janvier. Internet : http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_100109a.pdf.
- Dickson, J. (2010). « La discipline des marchés est la meilleure protection pour les banques », commentaire paru (en anglais) dans le *Financial Times*, Royaume-Uni, 9 avril. Internet : http://www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/fra/media/2010_04_10_f.pdf.
- Engert, W., J. Selody et C. Wilkins (2008). « Les interventions des banques centrales face aux perturbations des marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 75-82.
- Fontaine, J.-S., J. Selody et C. Wilkins (2009). « Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-55.
- Longworth, D. (2010). *Les mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque du Canada : le passé, le présent et l'avenir*, discours prononcé devant l'Institut C. D. Howe, Toronto (Ontario), 17 février.
- Northcott, C. A., et M. Zelmer (2009). « Une analyse des normes de liquidité dans un contexte macroprudentiel », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-47.
- Zorn, L., C. Wilkins et W. Engert (2009). « Mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-24.