

Le financement par titres et la liquidité du marché obligataire

Jean-Sébastien Fontaine, Corey Garriott et Kyle Gray

- Les opérations de financement par titres, y compris les opérations de pension et les accords de prêt de titres, sont essentielles à la liquidité de marché. Elles permettent aux négociants d'emprunter et de réutiliser des titres efficacement ou de financer leurs achats de titres.
- L'importance du marché du financement par titres visant les obligations est en croissance au Canada. Le volume mensuel des opérations sur obligations de référence à cinq ans du gouvernement du Canada est passé de cinq fois l'encours en 2010 à plus de dix fois l'encours en 2015.
- La nature du lien unissant le marché du financement par titres et la liquidité du marché obligataire est vraisemblablement en train de changer sous l'effet des réformes du secteur financier et des faibles taux d'intérêt. La création d'une contrepartie centrale pour les opérations de pension au Canada et la mise en œuvre du dispositif réglementaire de Bâle III modifient les incitatifs qui favorisent certains types d'opérations de financement par titres. Par exemple, les nouvelles exigences de liquidité encouragent le recours à des opérations assorties d'échéances longues. Le faible niveau actuel du taux du financement à un jour réduit également les incitations à un règlement rapide des opérations de financement par titres.
- La Banque du Canada contribue à soutenir le financement par titres et continuera de suivre la mesure dans laquelle le marché du financement par titres renforce la résilience du système financier et comment ce marché s'adapte aux nouvelles conditions.

Introduction

Les participants au marché financier effectuent des opérations de financement par titres pour obtenir des espèces ou des titres, qu'ils garantissent par l'un ou l'autre de ces instruments. Ces opérations ont plusieurs points en commun avec les prêts garantis : l'emprunteur verse les intérêts et, une fois la durée du prêt écoulee, le principal et les garanties sont rendus à leurs propriétaires respectifs. Les opérations de pension et les accords de prêt de titres sont les deux types les plus courants d'opérations de financement par titres (voir l'**Encadré 1** pour la définition de termes liés aux marchés du financement par titres). Le marché du financement par titres contribue à la liquidité du marché obligataire en permettant aux institutions financières, et en particulier aux négociants de titres, de réaliser deux types d'emprunts : 1) emprunt de fonds pour répondre aux besoins de financement à court terme courants d'une institution financière et 2) emprunt et réutilisation de titres pour répondre aux demandes de clients souhaitant négocier un titre ou prendre une position courte. Les opérations de financement par titres se caractérisent notamment par la possibilité de réutiliser les titres pour faire une vente ferme ou pour réaliser de nouvelles opérations de financement par titres.

Les opérations de financement par titres jouent un rôle qui va au-delà de leur contribution à la liquidité de marché en ce qu'elles permettent aux investisseurs d'adopter diverses stratégies de placement. Par exemple, elles permettent aux investisseurs d'inclure un effet de levier au sein de leurs stratégies en empruntant pour acheter des titres supplémentaires. Elles permettent en outre aux institutions de prendre des positions spéculatives sur des titres et d'obtenir du financement à court terme, ainsi que de couvrir et de gérer le risque de taux d'intérêt.

Encadré 1

Terminologie des opérations de financement par titres

Opération de pension (ou opération de prise en pension) : Contrat par lequel l'emprunteur s'engage à vendre un titre et à le racheter ultérieurement. Équivaut à un emprunt garanti.

Opération de cession en pension : Opération de pension du point de vue du prêteur. Si la banque 1 est partie à une opération de prise en pension avec la banque 2, alors cette dernière réalise une opération de cession en pension avec la banque 1. La banque 2 s'engage à acheter un titre et à le revendre ultérieurement.

Accord de prêt de titres : Contrat par lequel l'emprunteur obtient un titre en particulier en échange d'un nantissement en espèces ou en titres.

Opération générale de pension : Opération de pension dans le cadre de laquelle le titre échangé figure sur une liste d'actifs admissibles. Au Canada, le type d'opérations générales

de pension le plus courant repose sur une liste de titres du gouvernement du Canada.

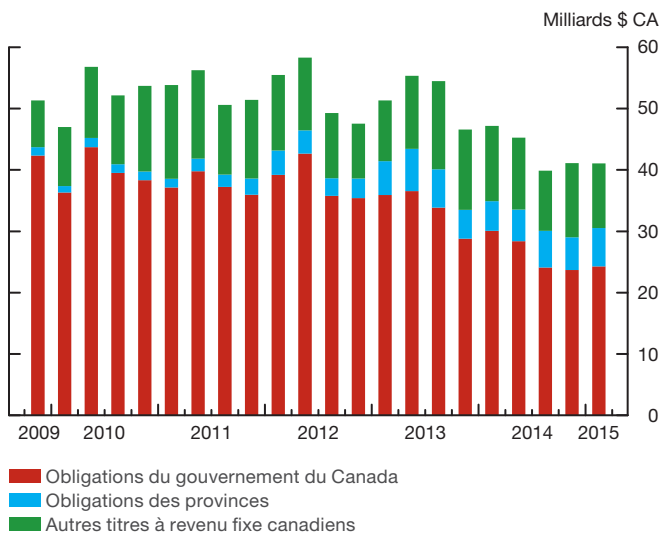
Opération spécifique de pension : Opération de pension dans le cadre de laquelle un titre en particulier est échangé. L'opération spéciale de pension s'apparente à un accord de prêt de titres en ce sens qu'elle est entreprise par un participant au marché qui souhaite emprunter un titre en particulier.

Défaut de règlement d'une opération de pension : Situation où la contrepartie ayant reçu le titre dans le cadre d'une opération de pension ne le rend pas à l'échéance du contrat.

Décote : Différence entre la valeur marchande des titres mis en gage dans une opération de financement par titres et le prix d'achat initial. En termes économiques, équivaut à une marge.

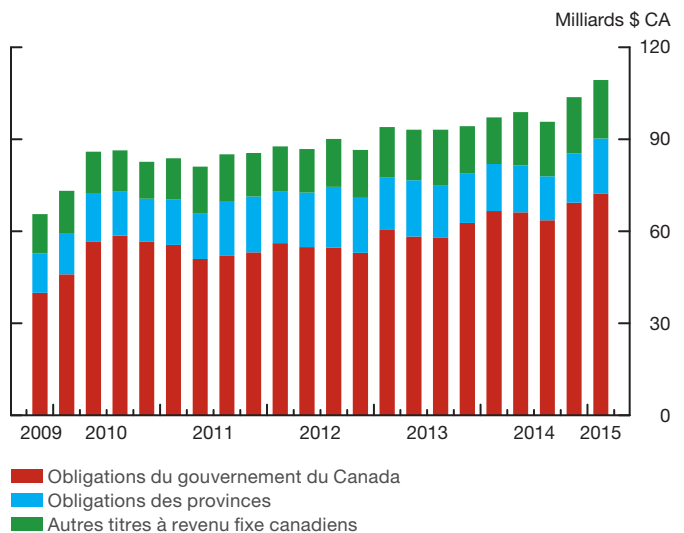
Graphique 1 : La majorité des opérations de financement par titres portent sur des obligations du gouvernement du Canada

a. Opérations de pension, par émetteur, moyenne trimestrielle du volume quotidien des opérations



Sources : La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée et Banque du Canada

b. Prêts de titres, par émetteur, moyenne trimestrielle de l'encours quotidien



Sources : Markit et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T1

Au cours des 20 dernières années, la taille du marché canadien du financement par titres s'est accrue, et son encours a atteint quelque 450 milliards de dollars (tous titres confondus)¹. La croissance et la taille du marché des pensions et de celui des prêts de titres sont du même ordre.

Le volume quotidien d'opérations sur le marché des pensions, qui sont pour la plupart adossées à des obligations du gouvernement du Canada, se situe généralement entre 40 et 60 milliards de dollars canadiens, en moyenne (Graphique 1a). Le volume est moindre sur le marché des prêts de titres, où les opérations sont assorties d'échéances plus longues ou même indéterminées. Selon les estimations, l'encours des opérations de prêt de titres, y compris les actions prêtées, a dépassé 200 milliards de dollars au Canada en 2015. Le poids

¹ Cette estimation globale est tirée de données, d'entretiens avec les institutions financières et de calculs de la Banque du Canada. Elle ne tient pas compte des décotes ni des cas de surnantissement.

Encadré 2

Pour en savoir plus sur les opérations de financement par titres au Canada

Les marchés du financement par titres font partie des marchés de financement que la Banque du Canada qualifie d'essentiels (Fontaine, Selody et Wilkins, 2009). Morrow (1994-1995) et Reid (2007) effectuent une première analyse des marchés canadiens des pensions et des prêts de titres ainsi que de leur évolution. Pour leur part, Chande, Labelle et Tuer (2010) et Dreff (2010) se penchent sur les changements subis par les marchés des

pensions et des prêts de titres, respectivement, durant la crise financière, tandis que Chatterjee, Embree et Youngman (2012) étudient l'adoption d'une contrepartie centrale pour les opérations de pension. Garriott et Gray (2016) proposent, quant à eux, une analyse détaillée du marché canadien des pensions. Enfin, la Banque du Canada travaille actuellement à un examen similaire du marché des prêts de titres.

des titres à revenu fixe dans cet encours est actuellement supérieur à 100 milliards de dollars, et les prêts portent majoritairement sur des obligations du gouvernement du Canada (Graphique 1b).

Parmi les participants au marché canadien du financement par titres figurent les banques, les courtiers, les dépositaires de titres, les fonds de couverture et les grands gestionnaires d'actifs. Une poignée de participants, essentiellement les grandes banques et les principales caisses de retraite, réalisent la plupart des opérations de financement par titres sur les marchés canadiens (Bédard-Pagé et autres, 2016). Des investisseurs institutionnels et des sociétés de gestion interviennent dans près de la moitié des opérations de financement par titres, qui prennent sinon la forme d'opérations interbancaires. Pour en savoir plus sur les opérations de financement par titres au Canada, voir l'Encadré 2.

Les opérations de financement par titres constituent un marché de financement essentiel au Canada, parce qu'elles procurent la liquidité de financement nécessaire aux institutions financières et aux teneurs de marché, premiers fournisseurs de liquidité au sein du système financier (Fontaine, Selody et Wilkins, 2009). En particulier, ce marché joue un rôle crucial de soutien des opérations sur le marché obligataire canadien. La vigueur et la robustesse du marché du financement par titres favorisent ainsi l'intermédiation financière au Canada, ce qui permet aux marchés obligataires de fonctionner efficacement. Ce rôle est important, car le gouvernement du Canada et les emprunteurs du secteur privé se servent des marchés obligataires pour financer des activités et des plans d'investissement, ce qui stimule la croissance économique et contribue au bien-être.

Dans le présent rapport, nous décrivons le lien unissant le marché du financement par titres et le marché obligataire, et analysons différents aspects de l'évolution du financement par titres depuis la crise financière. Cette

évolution pourrait avoir une incidence sur les liens qui existent entre les marchés du financement par titres et la liquidité du marché obligataire.

Contribution du financement par titres à la liquidité du marché obligataire

Les investisseurs qui négocient des obligations canadiennes sur le marché secondaire ont, pour ce faire, recours aux services de négociants prêts à acheter ou à vendre des titres auprès de clients. En facilitant la négociation de titres avec les clients, les négociants contribuent à la liquidité de marché, à savoir la capacité d'acheter ou de vendre un actif à un prix proche de celui du marché, en grande quantité et sans délai. Le marché du financement par titres contribue à la liquidité du marché obligataire de trois façons fondamentales, alors même que ce dernier continue d'évoluer au Canada.

Financement des stocks

Les négociants utilisent le financement par titres pour gérer leurs coûts de détention de stocks. D'une part, il est difficile de prévoir quelles obligations les clients souhaiteront acheter et, d'autre part, la détention d'importants stocks d'obligations entraîne des coûts élevés. Le marché du financement par titres offre de la souplesse aux négociants en leur permettant de financer rapidement l'achat de stocks. Les négociants à qui l'on demande d'acheter une obligation peuvent se procurer les liquidités nécessaires par des opérations de financement visant d'autres titres qu'ils détiennent, voire le titre même qu'ils achètent². Dans des conditions normales, cette souplesse accrue qu'offre le financement par titres permet aux négociants de procurer aux clients de la liquidité à coût moindre.

² Une institution financière peut obtenir du financement pour acheter un actif en se servant de ce dernier comme garantie, de la même manière qu'un particulier peut obtenir un prêt hypothécaire garanti par le bien immobilier qu'il achète. L'institution achète le titre, puis le met en pension pour obtenir une somme égale, ou à peu près égale, au prix d'achat.

Acquisition efficace des titres

Le négociant ne détient pas toujours les titres particuliers que le client souhaitera acheter. Ainsi, lorsqu'un client désire acheter une obligation que le négociant n'a pas en stock, celui-ci peut faciliter l'opération soit en cherchant une contrepartie à laquelle il achètera directement l'obligation, soit en empruntant l'obligation sur le marché du financement par titres. En empruntant l'obligation, le négociant peut la vendre au client rapidement, ce qui lui donne par le fait même plus de temps pour trouver, acheter et rendre l'obligation au prêteur à une date ultérieure.

Possibilité de réutiliser les titres

Chaque obligation est émise en quantité limitée et, dans certains cas, une large part des obligations émises sont détenues par des investisseurs à long terme n'ayant aucune intention de les vendre ou de les prêter. Si une obligation donnée se fait rare sur le marché, les emprunteurs de titres offriront un taux d'intérêt attrayant pour inciter les porteurs à prêter le titre. Ainsi, les titres sont plus aisément accessibles au marché général, et l'investisseur peut conserver les avantages économiques de la propriété. Non seulement le marché du financement par titres augmente la quantité d'obligations sur le marché, mais il permet aussi la réutilisation de ces obligations. Une obligation visée par une opération de financement par titres peut être utilisée par l'emprunteur dans une autre opération, ce qui crée une chaîne d'opérations reposant sur une même obligation. La réutilisation des titres s'apparente à celle des espèces par les banques commerciales, en ce qu'une banque ayant en sa possession les dépôts de détail de ses clients peut utiliser ces sommes pour accorder des prêts à des entreprises. Dans les deux cas, la réutilisation rend l'actif plus accessible quand il est demandé, là où il est demandé.

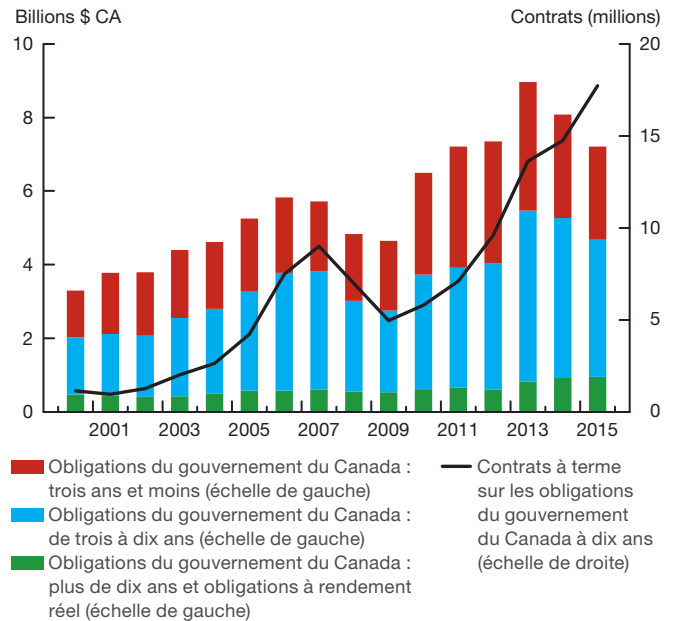
Importance croissante du financement par titres

Le volume des opérations sur obligations du gouvernement du Canada s'est considérablement accru au cours des quinze dernières années (Graphique 2), sa valeur ayant totalisé 9 billions de dollars canadiens sur le marché au comptant en 2013.

Cette hausse s'est produite en dépit du fait que le stock de titres de dette souveraine du Canada n'a pas beaucoup augmenté au cours des cinq dernières années : l'encours des obligations de référence du gouvernement du Canada est plutôt stable depuis 2009, se situant entre 30 et 40 milliards de dollars environ dans le cas des obligations à deux, cinq et dix ans (Graphique 3). Pour soutenir le volume croissant des opérations visant ces titres à revenu fixe, il faut une rotation plus fréquente

Graphique 2 : Le volume des opérations sur obligations du gouvernement du Canada poursuit sa hausse

Données annuelles

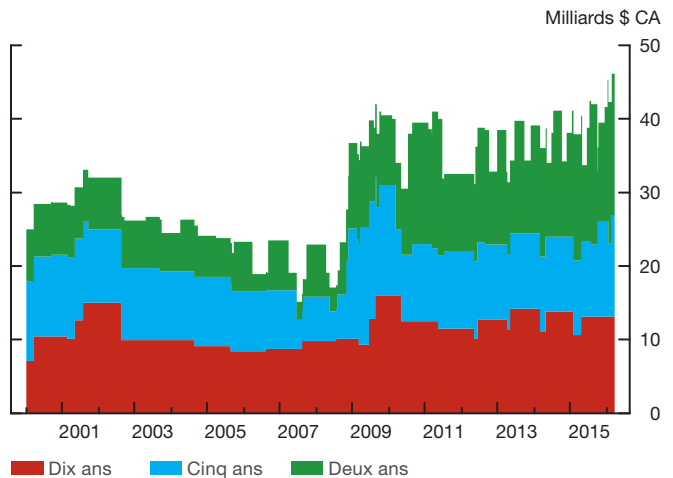


Sources : Bloomberg, Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015

Graphique 3 : L'encours des obligations de référence est stable

Encours des obligations de référence du gouvernement du Canada



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 15 mars 2016

de l'encours des obligations de référence. Au Canada, le volume mensuel des opérations sur obligations de référence à cinq ans est passé de cinq fois l'offre en 2010 à plus de dix fois l'offre en 2015. Le marché du financement par titres a joué un rôle important dans la croissance du volume des opérations, car, en permettant la réutilisation des titres, il accélère la rotation de l'encours. Parmi les principaux facteurs ayant contribué

à la croissance du nombre d'opérations et du taux de rotation, on compte la hausse des quantités émises d'obligations de sociétés et de titres adossés à des créances hypothécaires et de l'encours de ces titres. Le gonflement du stock de titres à revenu fixe stimule la demande de couverture du risque de taux d'intérêt des porteurs d'obligations, de sorte que plus de titres sont réutilisés pour prendre des positions courtes.

Réforme réglementaire

Durant la crise financière, le marché du financement par titres du Canada, comme celui d'autres pays, a connu des périodes d'illiquidité. De nombreux participants, s'inquiétant du risque de contrepartie, ont pris la décision simultanée de réduire le financement qu'ils offraient sur le marché. Par exemple, si les grandes banques canadiennes sont d'ordinaire des prêteurs nets d'espèces sur le marché du financement par titres, elles étaient plutôt des emprunteurs nets sur ce marché en 2009, peu après la crise financière (Graphique 4). Étant donné le rôle central que jouent les marchés du financement par titres, l'illiquidité s'est propagée aux marchés canadiens des titres à revenu fixe, ce qui a provoqué des dislocations importantes et généralisées des prix des obligations (Pasquariello, 2014). Face à

cette situation, la Banque du Canada a mis en place des facilités de prêt de liquidités à plus d'un jour pour soutenir la stabilité du système financier (Zorn, Wilkins et Engert, 2009).

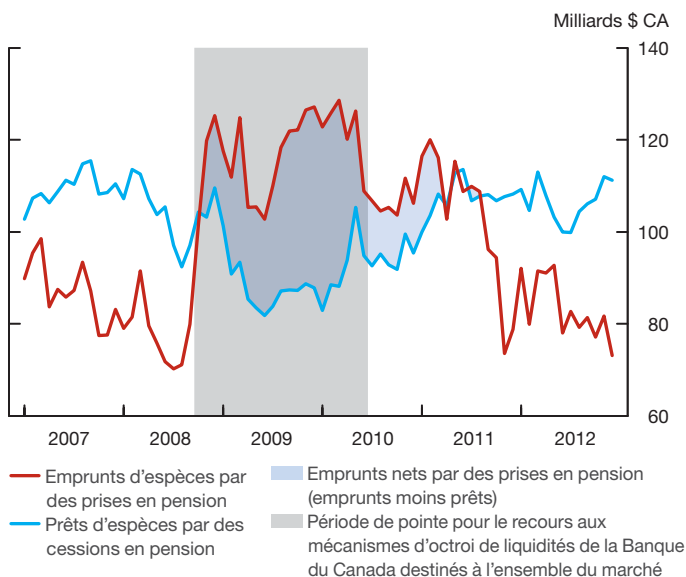
La réponse à la crise s'est en grande partie traduite par des réformes, à l'échelle internationale et nationale, du marché du financement par titres. Ces réformes visent à ce que le marché soit une source de stabilité, même en pleine tourmente, plutôt qu'un canal de propagation et d'amplification des tensions financières. Elles peuvent être classées en deux catégories : 1) le resserrement des règles régissant les fonds propres et la liquidité des banques (principaux négociants sur le marché du financement par titres), en vue d'accroître la résilience de ces institutions, et 2) les réformes ciblant les opérations de financement par titres elles-mêmes. Au Canada, afin d'atteindre l'objectif de ces réformes, les participants au marché ont établi une contrepartie centrale pour les opérations de pension.

Réglementation des banques

Le dispositif de Bâle III — comme les cadres de réglementation qui l'ont précédé — exige que les institutions financières réglementées respectent certaines normes en matière de fonds propres (par exemple, un ratio de levier et deux normes de liquidité : le ratio de liquidité à court terme et le ratio structurel de liquidité à long terme). Les ratios de fonds propres du dispositif de Bâle III prescrivent des fonds propres accrus pour certaines formes d'emprunt bancaire, y compris l'emprunt de liquidités garanti par des titres, car les exigences précédentes ne tenaient pas pleinement compte des risques liés à ces opérations. Les normes de liquidité limitent le recours au financement à court terme par les institutions réglementées et encouragent l'utilisation du financement à long terme. En effet, le financement à court terme, notamment le financement par titres, peut rendre les banques plus vulnérables en périodes de tensions. Si les institutions font appel au financement par titres pour des emprunts assortis d'une échéance de moins de 30 jours, les normes de liquidité exigeront des garanties de haute qualité. Étant donné que les nouvelles règles exercent des contraintes sur la composition des bilans, on s'attend à ce qu'elles modifient les coûts du financement par titres et les incitations qui favorisent ce type de financement (Comité sur le système financier mondial, 2014). Les opérations de financement par titres devront être plus rentables pour être considérées comme viables, à défaut de quoi les institutions réglementées pourraient refuser des opérations qui auraient pour effet de les éloigner des ratios réglementaires. Il est également probable que les normes de liquidité stimuleront la demande d'actifs de haute qualité et

Graphique 4 : Pendant la crise financière, les grandes banques sont devenues des emprunteurs nets au regard des opérations de pension

Positions sur les prises en pension et cessions en pension des six grandes banques canadiennes, données mensuelles^a



a. Banque de Montréal, Banque Canadienne Impériale de Commerce, Banque Nationale du Canada, Banque Royale du Canada, Banque Scotia et Banque Toronto-Dominion.

Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : décembre 2012

allongeront la durée moyenne du financement, les actifs de haute qualité et les échéances longues ayant une incidence favorable sur les ratios de fonds propres et de liquidité des institutions réglementées.

Réglementation du marché du financement par titres

Le Conseil de stabilité financière (CSF) a publié un cadre stratégique pour contrer les risques systémiques découlant du financement par titres (Conseil de stabilité financière, 2013 et 2015). Ce cadre vise à améliorer la collecte de données, à imposer des normes plus rigoureuses concernant la réutilisation des garanties et à modérer le recours à l'effet de levier dans le financement par titres³. Le manque de données sur les opérations de financement par titres est criant sur certains marchés et empêche les autorités de réglementation de mieux surveiller l'augmentation des positions à effet de levier. Le Canada cherche à combler les lacunes dans les données sur ses marchés des pensions à l'aide du nouveau Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché, qui a commencé, à la fin de 2015, à recueillir des données sur chaque opération de pension, y compris la quantité, le prix, la garantie et les contreparties. Les autorités de réglementation canadiennes travaillent également à l'élaboration de méthodes améliorées de collecte de données sur les expositions aux prêts de titres, conformément aux directives du CSF.

Le CSF a aussi recommandé une meilleure divulgation de la réutilisation de garanties aux participants au marché, afin de permettre aux contreparties de mieux surveiller les risques. Il a proposé des normes de liquidité et de qualité des investissements réalisés au moyen des garanties en espèces des clients. Le CSF propose également le recours à la compensation centralisée, dans la mesure du possible, à titre de solution pour réduire le risque de contrepartie; dans les cas où cette solution n'est pas possible, il propose des seuils numériques minimaux et des normes qualitatives pour le calcul des décotes. Ces réformes modifieraient par ailleurs les coûts du financement par titres et l'attrait qu'il exerce. Le Canada envisage actuellement des façons de mettre en œuvre les propositions du CSF, et les membres du Conseil ont convenu que le déploiement devait avoir lieu au plus tard en 2018.

³ La réutilisation excessive des garanties représente une vulnérabilité du fait qu'elle expose les prêteurs de titres au comportement de participants multiples, éventuellement inconnus. La réutilisation des garanties peut générer de longues chaînes de prêts où chaque participant prête au suivant en offrant le même titre en garantie. Les opérations de financement par titres peuvent également transmettre des risques à l'ensemble du système financier, car elles peuvent être à l'origine d'interconnexions à effet de levier entre les participants au marché. Lorsque les opérations de financement par titres créent des expositions interreliées et à effet de levier, la défaillance d'une entité est susceptible de se propager à d'autres, ce qui peut en amplifier les conséquences.

Contrepartie centrale pour les opérations de pension

Pour renforcer la résilience de la liquidité de marché, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières a collaboré avec la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) afin de créer une contrepartie centrale pour les opérations de pension, laquelle a ouvert en 2012. Cette contrepartie centrale gère le risque de contrepartie sur le marché en garantissant l'exécution des obligations des parties à une opération de pension et en effectuant la compensation des opérations de sens contraire pour réduire l'exposition totale des contreparties dans le système financier (Chatterjee, Embree et Youngman, 2012). La Banque du Canada continue de collaborer avec les participants au marché pour les inciter à faire davantage appel à la contrepartie centrale pour les opérations de pension, afin qu'une part accrue du marché tire parti de la stabilité qu'elle procure.

Défauts de règlement

Dans le cadre d'une opération de financement par titres, l'emprunteur peut omettre de rendre le titre à la date d'échéance du prêt. On parle alors de « défaut de règlement ». Les contrats qui sous-tendent les opérations de financement par titres comprennent des clauses explicites qui régissent l'omission de rendre les titres. Dans la plupart des cas, le prêteur d'obligations choisit de prolonger le prêt et d'imposer une pénalité : l'intérêt ne s'accumule plus après la date d'échéance initiale de l'opération de pension. Le prêteur d'obligations garde les espèces, à intérêt nul, jusqu'à ce que les titres lui soient rendus (Fontaine et autres, à paraître), et l'emprunteur qui omet de restituer les titres renonce au taux d'intérêt.

L'emprunteur peut omettre de rendre un titre pour diverses raisons. Dans le plus simple des cas, il peut être aux prises avec un mauvais fonctionnement de ses systèmes et être incapable, concrètement, de transférer la possession du titre. Dans un autre cas de figure, l'emprunteur peut avoir réutilisé le titre et prêté l'obligation à une autre partie qui ne l'a pas rendue.

Défauts de règlement et faibles taux d'intérêt

Depuis la crise financière, les taux d'intérêt à court et à long terme ont touché des creux sans précédent et devraient rester faibles pendant une période prolongée. Or, les modalités des contrats de financement par titres n'ont pas été rédigées en fonction de taux d'intérêt presque nuls. Ainsi, vu la faiblesse actuelle des taux d'intérêt, l'emprunteur qui omet de rendre un titre renonce à très peu d'intérêts. Par conséquent, les emprunteurs ont de maigres incitations monétaires qui

les pousseraient à éviter les défauts quand les taux d'intérêt sont très bas (Fleming et Garbade, 2005)⁴. Cela dit, les participants au marché ont peut-être d'autres motifs d'éviter les défauts. Par exemple, les exigences de fonds propres peuvent faire augmenter les coûts associés aux défauts de règlement, et le risque d'atteinte à la réputation peut encourager les participants à éviter le défaut de règlement dans le cas d'opérations bilatérales dont la contrepartie est connue.

Défauts de règlement et liquidité du marché obligataire

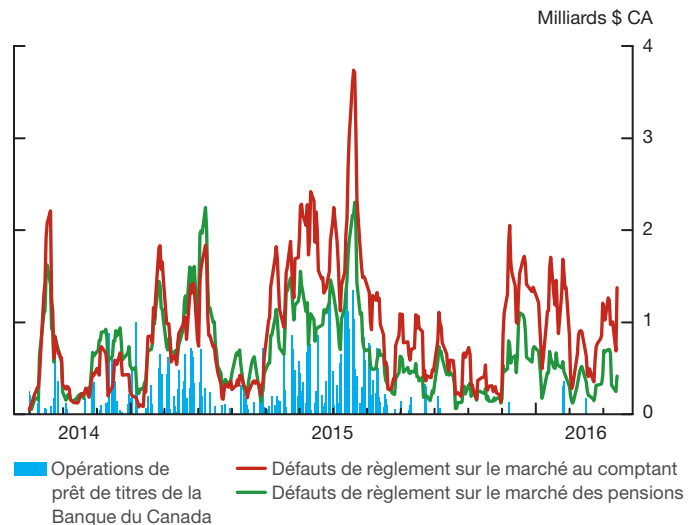
De 2003 à 2005, période où le taux du financement à un jour était bas, le marché des titres du Trésor américain a connu une hausse des épisodes de défauts de règlement alors qu'il était soumis à des tensions importantes (Fleming et Garbade, 2005). Les marchés où les défauts de règlement sont nombreux pourraient soutenir moins efficacement la liquidité du marché obligataire, étant donné leur effet dissuasif sur la participation des porteurs de titres. À l'extrême, une grande accumulation de défauts pourrait amplifier la propagation des chocs financiers et conduire à une illiquidité accrue du marché obligataire.

Un marché caractérisé par un taux de défauts de règlement élevé et persistant pourrait tirer avantage d'une augmentation des pénalités (implicites ou explicites) en cas de défaut de règlement. Aux États-Unis, le Treasury Market Practices Group a mis en place des frais de défaut minimaux de 3 % en 2009. Depuis l'instauration de ces frais, le nombre de défauts est nettement moindre, même si le taux du financement à un jour est demeuré près de zéro pendant plusieurs années. Néanmoins, les défauts de règlement n'ont pas disparu aux États-Unis, en partie parce que le niveau de la pénalité minimale est constant, et que cette mesure réussit moins bien à décourager les défauts lorsque le coût d'emprunt d'un titre se rapproche de la pénalité minimale (Fontaine et autres, à paraître). Globalement, toutefois, l'expérience internationale, notamment en Italie, au Japon et en Espagne, montre que l'imposition d'une pénalité minimale a un effet dissuasif sur les défauts de règlement.

Malgré les préoccupations que soulèvent les taux de défaut élevés et persistants, l'omission de rendre une obligation n'est pas rare sur les marchés, que des frais de défaut soient imposés ou non. Au Canada, la valeur médiane des opérations de pension s'accompagnant d'un défaut de règlement depuis 2014 — année où les données sont devenues disponibles

Graphique 5 : Les défauts de règlement ont augmenté modérément

Moyenne sur 5 jours des défauts de règlement



Sources : La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 15 mars 2016

continuellement — se situe à près de 600 millions de dollars canadiens et n'a jamais été inférieure à 60 millions de dollars canadiens. Ces marchés sont en mesure de tolérer des taux de défaut élevés tout en continuant de fonctionner raisonnablement bien.

Depuis 2002, la Banque du Canada intervient en tant que prêteur d'obligations sur le marché des titres, où elle offre ses avoirs en titres du gouvernement du Canada aux participants au marché par la voie d'adjudications lorsque ces titres se font rares⁵. La Banque a modifié ses opérations de prêt de titres en 2009 et en 2015 afin de rehausser son efficacité lorsque le taux du financement à un jour est près de sa valeur plancher. Ces activités atténuent certaines, mais non la totalité, des conséquences des défauts de règlement et ont lieu à dessein lorsque les obligations sont en quantité limitée. De fait, ces dernières années, ces activités ont souvent coïncidé avec les épisodes d'accumulation de défauts de règlement (Graphique 5). En outre, la Banque du Canada a revu à la baisse ses acquisitions prévues de titres du gouvernement du Canada et — en tant que dépositaire — accorde plus de souplesse à ses clients souhaitant prêter des titres.

Néanmoins, une hausse prolongée des défauts de règlement au-delà des niveaux observés récemment soulèverait des préoccupations concernant le fonctionnement du marché des obligations du gouvernement du Canada et nécessiterait un examen approfondi.

⁴ L'analyse s'applique dans le cas de taux d'intérêt positifs. S'agissant de taux d'intérêt négatifs, la pénalité serait dans les faits avantageuse pour la partie en défaut, ce qui créerait des incitations contre-productives. Par conséquent, dans les contrats de financement par titres, les taux négatifs continuent de courir en cas de défaut.

⁵ Le lecteur trouvera des précisions sur le programme de prêt de titres à l'adresse suivante : <http://www.banqueducanada.ca/2015/10/programme-pret-de-titres>.

Conclusion

Les marchés du financement par titres sont essentiels à la liquidité de marché générale. Ils offrent de la souplesse aux négociants, leur permettant d'obtenir du financement et des titres pour conclure des transactions avec les clients. Le marché canadien du financement par titres est en croissance. Or, les modifications réglementaires récentes et la faiblesse des taux d'intérêt influent sur ce marché et pourraient avoir des conséquences pour la liquidité de marché.

La Banque a un rôle à jouer dans le soutien du financement par titres. Elle collabore avec les participants au marché en vue d'accroître le recours à la contrepartie centrale pour les opérations de pension ouverte en 2012, afin qu'une part accrue du marché tire avantage de la stabilité que celle-ci procure. La Banque surveille également la progression et les effets des nouvelles exigences réglementaires, à mesure qu'elles sont appliquées sur les marchés du financement par titres. Enfin, elle évalue les incidences qu'ont les défauts de règlement sur le fonctionnement du marché obligataire et pourrait envisager de nouvelles mesures pour atténuer ces incidences si la situation devait s'aggraver.

Bibliographie

- Bédard-Pagé, G., A. Demers, E. Tuer et M. Tremblay (2016). « Les grandes caisses de retraite publiques canadiennes sous l'angle du système financier », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 35-42.
- Chande, N., N. Labelle et E. Tuer (2010). « Les contreparties centrales et le risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-57.
- Chatterjee, P., L. Embree et P. Youngman (2012). « La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-56.
- Comité sur le système financier mondial (2014). *Market-Making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications*, coll. « CGFS Papers », n° 52, Banque des Règlements Internationaux.
- Conseil de stabilité financière (2013). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, 29 août.
- (2015). *Transforming Shadow Banking into Resilient Market-Based Finance: An Overview of Progress*, 12 novembre.
- Dreff, N. (2010). « Prêt de titres et liquidité des marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-54.
- Fleming, M. J., et K. D. Garbade (2005). « Explaining Settlement Fails », *Current Issues in Economics and Finance*, Banque fédérale de réserve de New York, vol. 11, n° 9, p. 1-7.
- Fontaine, J.-S., J. Hately, S. McGeough et A. Walton (à paraître). *Repo at the Effective Lower Bound*, document d'analyse du personnel, Banque du Canada.
- 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.
- Garriott, C., et K. Gray (2016). *Canadian Repo Market Ecology*, document d'analyse du personnel n° 2016-8, Banque du Canada.
- Morrow, R. (1994-1995). « Les opérations de pension et les prêts de valeurs mobilières au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 61-70.
- Pasquariello, P. (2014). « Financial Market Dislocations », *The Review of Financial Studies*, vol. 27, n° 6, p. 1868-1914.
- Reid, C. (2007). « Le marché canadien du financement à un jour : évolution récente et changements structurels », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 15-31.
- 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.