

**Projet de lancement d'un programme de mise en pension
de titres du gouvernement canadien détenus par
la Banque du Canada**

Document de travail

le 27 août 2001

Introduction

Un certain nombre de mesures ont été prises au cours des dernières années afin d'accroître la liquidité du marché des titres du gouvernement canadien. L'instauration d'un programme de mise en pension visant une partie du portefeuille d'obligations et de bons du Trésor du gouvernement canadien que détient la Banque du Canada permettrait d'améliorer encore davantage la liquidité, l'efficience et l'intégrité des marchés primaire et secondaire. Les participants au marché ont suggéré que la Banque étudie la possibilité d'instaurer un tel programme.

Fondements et objectifs

L'éventuel programme de mise en pension de la Banque du Canada aurait pour objectif d'accroître la liquidité des titres du gouvernement canadien en augmentant l'offre de certaines obligations et de certains bons du Trésor lorsque la demande de ces titres est élevée sur le marché des pensions. La Banque possède des montants importants (de 500 millions à un milliard de dollars et plus) de titres de nombreuses émissions, en particulier des émissions de référence. Quand certains titres se font rares, un tel programme aurait pour effet d'augmenter l'offre de ces titres sur le marché des pensions. Cette disponibilité accrue pourrait améliorer le fonctionnement du marché et favoriser une plus grande liquidité du marché secondaire des titres du gouvernement canadien. À son tour, cette liquidité supérieure tendrait à augmenter la confiance des investisseurs et à élargir la participation au marché. La liquidité et l'efficience du marché des titres du gouvernement canadien sont également importants dans les activités de financement de l'État et d'autres emprunteurs, ainsi que dans la transmission de la politique monétaire de la Banque du Canada.

Le degré de participation de la Banque au marché des pensions est un élément crucial à considérer. La Banque souhaite que ses opérations de pension créent une source secondaire de titres, de façon qu'elle n'en vienne pas à décider des prix sur ce marché ni à modifier les incitatifs économiques des participants dans des conditions de marché « normales ». Un tel programme ne perturberait pas les activités courantes des prêteurs existants ni ne découragerait l'arrivée de nouveaux participants à ce marché. Les titres détenus par la Banque du Canada seraient offerts lorsque les prix du marché dépasseraient un seuil donné. La Banque établirait ce seuil critique, inférieur au taux cible du financement à un jour, de manière à répondre le mieux aux objectifs du programme.

Un certain nombre d'autres banques centrales pratiquent déjà le prêt ou la mise en pension de titres de leur portefeuille. En avril 1999, par exemple, la Réserve fédérale américaine a lancé une version révisée de son programme de prêt de titres. Ce programme, qui vise à fournir une source secondaire, et temporaire, de titres du Trésor sur le marché du financement, prévoit un seuil critique de 150 points de base. La fixation du seuil à ce niveau amène la Réserve fédérale à intervenir sur le marché des pensions à une fréquence quasi quotidienne, car un grand nombre d'opérations se concluent à un taux « spécial » sur le marché des titres du Trésor américain. La Banque a étudié attentivement le programme de la Réserve fédérale et propose d'adopter un grand nombre de ses procédures opérationnelles¹. Des programmes semblables existent dans d'autres banques centrales ou agences de gestion de la dette, notamment en Australie et en Suède.

Paramètres du programme

La Banque sollicite des commentaires sur les paramètres clés suivants du programme.

i) Degré de participation de la Banque

Il est normal qu'un certain nombre d'opérations de pension soient réalisées à un taux spécial mais, en cas de pénurie marquée, le programme permettrait à la Banque de rendre disponible des titres de son portefeuille. Cette démarche serait conforme à la volonté de la Banque d'agir comme source secondaire de titres sur le marché des pensions. La Banque interviendrait en cas de « pénurie », celle-ci étant définie comme la situation où l'écart entre le taux pratiqué et le taux cible du financement à un jour atteint un seuil préétabli. Une fois ce seuil atteint, le taux auquel les titres seraient mis en pension serait déterminé par le marché au cours d'une adjudication menée par la Banque.

1. Les modalités du programme initial de la Réserve fédérale sont décrites à l'adresse <http://www.newyorkfed.org/pihome/news/announce/attachment1.pdf>, et les révisions ultérieures annoncées en septembre 1999, à l'adresse <http://www.newyorkfed.org/pihome/news/announce/publicnc.html>. On peut lire les questions fréquemment posées par les négociants principaux à l'adresse <http://newyorkfed.org/pihome/news/announce/1999/an990907.html>.

ii) Parties admissibles

La Banque envisage de réserver aux négociants principaux l'accès au programme. Ceux-ci sont les principales forces dans le placement initial des titres et la tenue de la liquidité du marché secondaire, et ce sont vraisemblablement eux qui font le plus appel aux titres en cause. La Banque réalise déjà certaines opérations de pension (prises en pension spéciales et cessions en pension) avec eux et a des accords déjà établis pour ce type de transactions.

iii) Recours à l'adjudication

La Banque propose de mettre ses titres aux enchères au moyen du système de communication et d'établissement de relevés relatifs aux adjudications (SCERA). Les adjudications se tiendraient après la période de pointe normalement observée (éventuellement à 11 h). La formule de l'adjudication a l'avantage d'être transparente et équitable.

iv) Utilisation d'un agent

Il se peut que la Banque confie la gestion des titres et le règlement des opérations de pension à un agent. La Banque emploie un agent pour son programme de prêt de titres en dollars américains détenus dans le compte du Fonds des changes, instauré en 1996. Le recours à un agent réduit la nécessité, pour la Banque, d'investir de fortes sommes dans des ressources telles que les systèmes. La Banque n'a pas encore décidé si la gestion des opérations serait assurée à l'interne ou par l'intermédiaire d'un agent, les deux options pouvant présenter des avantages.

v) Structure des opérations

Chaque opération reposerait sur la conclusion simultanée de deux opérations de rachat : une première en vertu de laquelle la Banque du Canada vendrait à une partie, en contrepartie du versement de liquidités, des titres se négociant à un taux spécial, et une seconde, en sens inverse, en vertu de laquelle elle investirait auprès de cette même partie les liquidités obtenues au taux cible du financement à un jour et recevrait d'elle des titres. Des accords juridiques seraient conclus avec chaque partie à l'aide des contrats standard de l'industrie (modifiés au besoin). Il serait plus pratique, pour la Banque, de prêter des titres (en contrepartie de titres acceptables) mais, aux termes de la *Loi sur la Banque du Canada*, elle n'est autorisée à prêter des titres qu'aux membres de l'Association canadienne des paiements.

vi) Titres admissibles

La liste des titres pouvant être vendus à la Banque du Canada concorderait avec celle qui figure à l'article 18 de la *Loi sur la Banque du Canada*, à savoir les acceptations bancaires ainsi que les titres émis et garantis par le gouvernement canadien et les gouvernements provinciaux. D'autres structures d'opérations, susceptibles de permettre d'élargir la liste des titres admissibles, sont actuellement à l'étude (l'objectif étant d'harmoniser cette liste avec celle des garanties du STPGV).

On trouvera en annexe la version préliminaire des modalités du programme de mise en pension.

Processus de consultation

La Banque sollicite des commentaires sur les avantages ou les inconvénients d'un tel programme pour le marché, de même que sur les paramètres et la version préliminaire des modalités du programme. Les commentaires sur d'autres aspects pratiques sont également les bienvenus. Les commentaires doivent nous parvenir au plus tard le 31 octobre 2001, et ils seront diffusés dans le site [Web de la Banque](#), à moins que la confidentialité de l'information ne soit demandée. La Banque tiendra aussi des réunions de consultation avec les participants au marché.

Personne-ressource : Thomas Hossfeld

Banque du Canada

234, rue Wellington

4^e étage, tour Est

Ottawa (Ontario) K1A 0G9

N^o de téléphone : (613) 782-7529

N^o de télécopieur : (613) 782-7565

Adresse de courriel : thossfeld@banqueducanada.ca

Version préliminaire des modalités du programme de mise en pension

- **Structure des opérations** : Chaque opération reposera sur la conclusion simultanée de deux opérations de rachat : une première en vertu de laquelle la Banque du Canada vendra à l'autre partie, en contrepartie du versement de liquidités, des titres se négociant à un taux spécial, et une seconde, en sens inverse, en vertu de laquelle elle investira auprès de cette même partie les liquidités obtenues au taux cible du financement à un jour et recevra d'elle des titres. Les opérations seront réalisées conformément aux accords de mise en pension conclus avec chaque partie à l'aide des contrats standard de l'industrie.
- **Taux minimal** : Un seuil critique (égal à l'écart entre le taux cible du financement à un jour et le taux applicable aux titres rares) sera établi et représentera le taux minimal auquel la Banque du Canada conclura des opérations. Le taux auquel les titres seront mis en pension sera déterminé par le marché au cours d'une adjudication menée par la Banque.
- **Échéance** : Les mises en pension auront une échéance d'un jour seulement. Les parties qui ne rendent pas les titres le lendemain seront considérées comme en défaut. En plus des recours prévus par l'accord de mise en pension, la Banque du Canada se réserve le droit de suspendre la participation des parties en défaut au programme de mise en pension.
- **Plafond de mise en pension** : La Banque ne pourra mettre en pension plus de 25 à 45 % (à déterminer) de ses avoirs en un titre donné. Seuls les titres arrivant à échéance dans un délai minimal de deux semaines seront admissibles. La Banque diffusera (dans son site Web) le détail de ses avoirs pour chaque émission de titres du gouvernement canadien.
- **Plafond de prise en pension** : Les parties ne pourront prendre en pension plus de 25 % de la valeur d'un titre offert, et l'encours total des opérations de pension conclues par chacune avec la Banque ne pourra dépasser 500 millions de dollars. Les positions nettes devront être déclarées à la Banque au moment du dépôt des offres. Les soumissions des parties ayant des positions longues nettes à l'égard de certains titres ne seront pas nécessairement frappées de restrictions à l'adjudication. La Banque s'attendra cependant à ce que les parties qui affichent des positions longues nettes avant une adjudication prêtent à leur tour les titres qui leur ont été adjugés. La Banque se réserve le droit de rejeter les offres en tout ou en partie à sa seule discrétion.

- Défaut de rétrocession : Lorsqu'une partie ne rend pas les titres à l'échéance, des frais équivalant au taux cible du financement à un jour lui seront imposés.
- Mode d'adjudication : Les titres seront mis aux enchères n'importe quel jour ouvrable et adjugés aux plus offrants. L'adjudication à rendements multiples sera la formule retenue, et les négociants pourront soumettre jusqu'à deux offres par émission. Les offres seront acceptées par ordre décroissant d'écart (exprimé en points de base par rapport au taux cible du financement à un jour) jusqu'à ce que les titres disponibles soient tous adjugés.
- Résultats des adjudications : Les résultats des adjudications seront diffusés dans les quinze minutes suivant l'heure limite de dépôt des offres.
- Modification des modalités du programme : Les modalités du programme pourront être modifiées à la lumière de l'expérience acquise par la Banque du Canada.