

Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels

Jean-Sébastien Fontaine, Jack Selody et Carolyn Wilkins*

Véritables piliers du système financier, les marchés financiers et les institutions financières transforment l'épargne en investissement et répartissent le risque parmi ceux qui ont la volonté et la capacité de l'assumer. La récente crise a montré que la stabilité des marchés et des institutions se trouve raffermie lorsque les marchés de financement essentiels fonctionnent de façon continue, surtout en période de tensions financières. Les marchés de financement essentiels procurent la liquidité de financement nécessaire aux institutions financières et aux teneurs de marché, lesquels représentent les premiers fournisseurs de liquidité au sein du système financier. En conséquence, la liquidité de financement joue un rôle crucial dans l'efficacité et la stabilité du système financier : elle profite non seulement à ceux qui sont directement tributaires des marchés essentiels, mais également à l'économie dans son ensemble (Carney, 2008).

Afin de promouvoir la sécurité et l'efficacité de notre système financier, et en sa qualité de source ultime de liquidités en dollars canadiens, la Banque du Canada a tout intérêt à veiller à ce que les marchés essentiels fonctionnent sans interruption, et ce, même en période de tensions. Dans le présent article, nous décrivons l'importance des marchés de financement essentiels au regard de la liquidité du système financier, puis nous exposons les caractéristiques nécessaires à l'efficacité de ces marchés. En outre, nous passons brièvement en revue les diverses politiques indispensables à la résilience des marchés de financement essentiels, et présentons certaines des initiatives en cours au Canada et à l'échelle internationale qui visent à renforcer l'infrastructure de ces marchés.

* Le présent rapport a été rédigé grâce à l'aide à la recherche fournie par Janis Weir. Les auteurs tiennent à remercier Greg Bauer, Mark Caplan, Donna Howard, Stéphane Lavoie, Rod Prat, Virginie Traclet et Eric Tuer pour leurs précieux commentaires. Les éléments d'information communiqués ici prennent également appui sur les séances de discussion tenues au premier trimestre de 2009 avec un large éventail de participants au marché, dans le cadre du Projet de marchés continus de la Banque du Canada.

L'amélioration de la capacité des marchés de financement essentiels à fonctionner quand ils sont soumis à des tensions passe par l'amélioration de l'infrastructure qui les supporte. Comme première étape importante, la Banque du Canada travaille en étroite collaboration avec les chefs de file de l'industrie (l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières, ou ACCVM) dans le cadre d'un projet visant à établir un système de contreparties centrales plus efficace pour les opérations de pension au Canada. L'objectif consiste à augmenter l'efficacité des marchés des pensions lorsque les conditions sont favorables et à en atténuer la vulnérabilité en période de tensions. La résilience accrue des marchés de financement essentiels suppose également un apport en liquidité dans des circonstances exceptionnelles; ces mesures de soutien doivent toutefois être aménagées de manière à ce qu'elles ne portent pas atteinte à l'efficacité des marchés en temps normal.

LES MARCHÉS DE FINANCEMENT ESSENTIELS FOURNISSENT LA LIQUIDITÉ INDISPENSABLE

Le système financier contemporain se compose de nombreux types de marchés qui élargissent les possibilités de répartition des risques, et d'appariement des épargnants avec les emprunteurs, ce qui amplifie de fait l'efficacité de l'économie (Bauer, 2004). Un certain nombre de ces marchés revêtent une importance d'ordre systémique, puisque l'activité économique réelle serait considérablement perturbée s'ils cessaient de fonctionner efficacement. De plus, les marchés de financement essentiels — une des sous-catégories des marchés d'importance systémique — représentent une composante fondamentale du processus de génération de liquidité au sein du système financier, dont ils forment, par conséquent, la pierre angulaire.

Les intermédiaires clés font appel aux marchés de financement essentiels pour deux raisons majeures. D'une part, les fonds nécessaires pour remédier aux inégalités temporaires entre les rentrées de fonds et les décaissements sont levés sur ces marchés pour maintenir la liquidité de financement des institutions financières. D'autre part, les marchés de financement essentiels permettent aux teneurs de marché de financer les positions longues et de couvrir les positions courtes associées à la tenue de marché, et ce, de manière efficiente. Il s'agit là d'une condition nécessaire pour faciliter les opérations sur d'autres marchés et, de ce fait, la liquidité de marché qui rapproche les prix des actifs de leurs valeurs fondamentales.

Les marchés de financement essentiels peuvent devenir un important canal de contagion en période de tensions (Brunnermeier, 2009), comme l'a démontré de façon éloquente la récente crise (Gorton et Metrick, 2009). Lorsque les coûts et les risques associés à l'utilisation de ces marchés sont amplifiés par suite d'un choc négatif — la hausse spectaculaire de l'incertitude entourant le risque de contrepartie et la réduction de la capacité de bilan qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 en est un bel exemple —, les intermédiaires clés peuvent accumuler des réserves d'actifs liquides et limiter substantiellement, voire cesser temporairement, leurs activités de tenue de marché. La capacité globale des marchés de financement essentiels à générer de la liquidité dans le système financier serait amoindrie si suffisamment d'intermédiaires réagissaient simultanément de cette façon. Par ailleurs, cette baisse de la liquidité de financement surviendrait alors que le système financier doit *accroître* celle-ci pour amortir le choc. Résultat : un cercle vicieux, ou une « spirale de liquidité », risque d'être déclenché (Brunnermeier et Pedersen, 2009). Si le choc et la réaction subséquente sont d'une ampleur suffisante, les marchés de financement peuvent être paralysés, provoquant ainsi une crise de liquidité généralisée.

Le comportement des écarts de rendement relatifs aux Obligations hypothécaires du Canada (OHC) durant la récente tourmente financière donne à penser que ce canal de contagion était à l'œuvre. Les OHC sont explicitement garanties par le gouvernement du Canada et, par conséquent, les variations des écarts de rendement (au-dessus des obligations émises directement par le gouvernement canadien) traduisent un manque de liquidité de marché, et non une modification du risque de défaut. À la suite de l'effondrement de Lehman Brothers en septembre 2008, les écarts de rendement des OHC ont augmenté de façon marquée par rapport aux niveaux relativement bas et stables qu'ils affichaient précédemment (**Graphique 1**). Comme on le sait, les écarts observés sur tous les marchés des titres à revenu fixe se sont aussi fortement creusés au cours de cette période. L'élargissement des écarts de rendement des obligations de sociétés, ou des autres titres privés, reflétait aussi l'anticipation d'une détérioration de la conjoncture et de l'augmentation connexe du nombre de

Graphique 1 : L'élargissement des écarts de rendement des OHC illustre la hausse de la prime de liquidité durant la crise



Source : Bloomberg

Dernière observation : 1^{er} septembre 2009

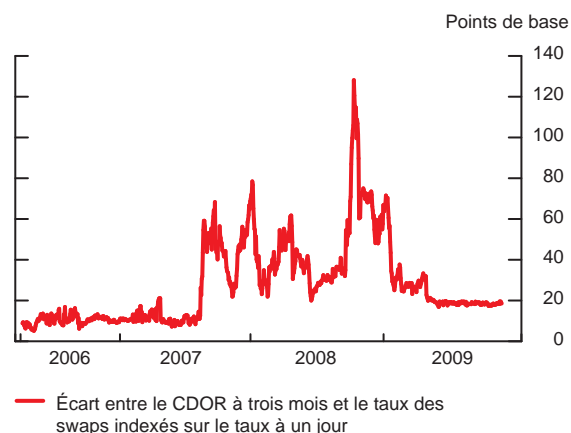
défaillances. On ne peut en dire autant de la hausse des écarts de rendement des OHC.

Une hausse de la prime de liquidité dans l'ensemble du système explique donc vraisemblablement l'augmentation qu'affichent en commun tous les écarts de rendement entre les titres à revenu fixe et les titres plus liquides émis par le gouvernement du Canada. Les marchés de financement pour les titres autres que ceux du gouvernement du Canada ont subi des perturbations graves à la suite de la faillite de Lehman Brothers, tout comme les marchés de financement pour les institutions financières, ainsi qu'en témoigne la forte pointe enregistrée au titre de l'écart entre le taux CDOR (Canadian Dealer Offered Rate) et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour (**Graphique 2**). L'incidence du mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de la Banque¹ et du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA) du gouvernement fédéral, lancé en octobre 2008, porte également à croire que le manque de liquidité a été un facteur déterminant de l'élargissement des écarts². Par exemple, en décembre 2008, tout juste avant la deuxième annonce faite dans le cadre

¹ En particulier, la Banque a accru la fréquence des prises en pension à plus d'un jour (les faisant passer de toutes les deux semaines à toutes les semaines), a élargi la liste des contreparties admissibles afin d'y inclure les participants au STPGV en plus des négociants principaux, et a ajouté une échéance de trois mois (pour de plus amples renseignements, voir Zorn, Wilkins et Engert, 2009). Puisque les OHC sont admissibles aux termes de ce programme, les prises en pension à plus d'un jour ont réduit les coûts de financement de ces titres.

² Dans le cadre du PAPHA, le gouvernement, par l'entremise de la Société canadienne d'hypothèques et de logement, a acheté des blocs de prêts à l'habitation assurés de grande valeur auprès des institutions financières admissibles. Cette intervention a eu pour effet de libérer du capital, atténuant ainsi la contrainte d'emprunt globale sur les intermédiaires financiers et réduisant la rémunération du risque dans toutes les catégories d'actifs. De toute évidence, le PAPHA n'a pas eu une influence égale sur la prime de liquidité de tous les titres à revenu fixe, mais il est probable que les écarts de rendement des titres de sociétés auraient continué à se creuser en l'absence de ce programme.

Graphique 2 : Le pic marqué de l'écart entre le CDOR à trois mois et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour met en lumière les pressions subies par les institutions financières sur les marchés de financement



Source : Bloomberg

Dernière observation : 16 novembre 2009

du PAPHA, les écarts de rendement des OHC avaient diminué de quelque 33 points de base, tandis que tous les autres écarts s'étaient accrus à mesure que la crise s'aggravait (notamment les écarts sur les obligations provinciales de grande qualité). En janvier 2009, les écarts de rendement des OHC avaient encore baissé, alors que tous les autres étaient restés stables ou avaient augmenté. Avec l'amélioration généralisée des conditions du marché en mars 2009, tous les écarts se sont considérablement resserrés.

LES MARCHÉS DE FINANCEMENT ESSENTIELS RELIENT LES GRANDS ACTEURS DU SYSTÈME FINANCIER

Ainsi qu'il en a été question précédemment, les marchés de financement essentiels sont au centre du processus de génération de liquidité dans le système financier. Ces marchés sont d'une importance fondamentale : si l'un d'entre eux devait cesser d'exister, aucun autre système ne pourrait en remplir les fonctions, et le cadre de création de liquidité en serait sérieusement perturbé. De plus, ces marchés constituent une source potentielle de contagion à l'intérieur du système financier du fait qu'ils facilitent les rapports vitaux entre les intermédiaires financiers et les teneurs de marché d'importance systémique et qu'ils viennent appuyer le fonctionnement d'autres marchés essentiels. Cette situation crée un réseau de relations interdépendantes cruciales au cœur du système financier.

Un marché de financement essentiel comporte trois caractéristiques :

1. Il s'agit d'une importante source de financement pour les institutions, les teneurs de marché et les gouvernements, au cœur du système financier.

2. Il n'existe aucun substitut immédiat à cette source de financement; l'offre globale de financement au système financier est donc réduite si cette source diminue.
3. Si un marché essentiel cesse de fonctionner, il est probable que l'on assiste à un phénomène de contagion important entre les grandes institutions et les grands marchés, effet qui pourrait ensuite s'étendre à un éventail plus large d'institutions et de marchés.

La structure des systèmes financiers varie selon les pays et au fil du temps, et il en va donc de même des marchés de financement essentiels. Le **Tableau 1** présente les marchés de financement essentiels au Canada à l'heure actuelle, et explique en quoi ils possèdent les caractéristiques susmentionnées. Le marché de la dette souveraine est au cœur du système financier au Canada, comme dans de nombreux autres pays. En plus de fournir des liquidités au gouvernement fédéral, qui est le garant ultime du système financier, ce marché détermine la courbe de référence servant à établir, directement ou indirectement, les prix d'un grand nombre de transactions financières. Si des perturbations importantes devaient secouer les marchés primaire et secondaire des obligations d'État (en particulier les obligations de l'émission courante), d'autres marchés seraient aux prises avec des bouleversements majeurs, notamment les marchés de financement privés essentiels.

Les marchés des pensions peuvent aussi être qualifiés de marchés essentiels, puisque les banques et les teneurs de marché y ont abondamment recours pour financer leurs stocks de titres. Les marchés des pensions peuvent servir à financer des positions sur un marché au comptant connexe, de même qu'à combler des rentrées de fonds temporairement déficitaires. De fait, un marché des pensions, même s'il est restreint, est un marché de financement essentiel si la liquidité d'un marché au comptant d'importance systémique en est tributaire. Le marché de prêt de titres entre dans cette catégorie, puisqu'il facilite le bon fonctionnement du marché des pensions ainsi que d'importants marchés au comptant pour divers titres, dont les obligations d'État. Le marché des acceptations bancaires est un marché essentiel, car les banques et leurs clients y font appel pour obtenir des liquidités à court terme³. Enfin, les marchés des changes font partie de ces marchés pour les grandes institutions financières nationales qui ont des engagements en devises comme pour les institutions

³ Les marchés du papier commercial (garanti et non garanti), bien qu'ils soient des moteurs importants de l'efficacité du système financier, ne sont pas considérés pour le moment comme des marchés de financement essentiels au Canada. Le marché du papier commercial non garanti est trop restreint et peut être remplacé dans une large mesure par celui des acceptations bancaires. Le marché du papier commercial adossé à des actifs, quoique plus vaste, n'entre pas non plus dans la catégorie des marchés de financement essentiels, car les acceptations bancaires (et d'autres types d'emprunts bancaires) peuvent là aussi servir de substituts. Certains marchés des instruments dérivés, tels les swaps de taux d'intérêt, revêtent une grande importance parce que les participants y ont recours pour assurer la gestion du risque en situation de chocs financiers, mais on ne peut les qualifier de marchés de financement essentiels.

Tableau 1 : Caractéristiques distinctives des marchés de financement essentiels

Marchés de financement essentiels		Importance comme source de financement	Substituts	Contagion
Gouvernement du Canada	Bons du Trésor, obligations	Source de financement pour le gouvernement du Canada, qui constitue le garant ultime dans le système.	Aucun	Courbe de référence en matière d'établissement des prix pour la plupart des autres transactions financières; facilite le financement garanti.
Opérations de pension	Obligations du gouvernement du Canada, obligations provinciales, OHC	Rôle économique de premier plan, car ces marchés financent les principales activités des institutions financières, p. ex. : 1. financement des positions longues; 2. financement des opérations motivées par un faible coût de financement par rapport à d'autres investissements; 3. couverture des positions courtes ou emprunt de titres.	Aucun véritable substitut : il faut aller puiser dans les dépôts (banques), ou encore vendre des actifs pour obtenir des liquidités, ce qui peut provoquer un effet de contagion en cas de choc global de liquidité.	Toutes les grandes institutions financières et une vaste gamme d'autres institutions sont actives sur ces marchés. Viennent appuyer d'importants marchés au comptant (titres du gouvernement du Canada, obligations provinciales, OHC).
Prêt de titres		Marché de petite taille, mais important dans le cadre du financement d'activités, p. ex. : 1. emprunt pour couvrir une position courte (couverture pour règlement des valeurs mobilières, vente à découvert directionnelle, tenue de marché, arbitrage); 2. emprunt dans le cadre d'une opération financière motivée par le désir de prêter de l'argent; 3. emprunt en vue d'un transfert temporaire de propriété en faveur à la fois de l'emprunteur et du prêteur (p. ex., arbitrage des régimes de réinvestissement des dividendes); 4. rehaussement des actifs remis en garantie pour obtenir des liquidités.	Aucun véritable substitut	Toutes les grandes institutions financières sont actives sur ce marché, de même que beaucoup de grands investisseurs institutionnels (p. ex., fonds de pension et fonds communs de placement). Facilite le bon fonctionnement du marché des pensions et d'importants marchés au comptant.
Marchés monétaires des titres privés non garantis	Acceptations bancaires	Fournissent une source de financement à court terme pour les banques et leurs sociétés clientes; rôle similaire à celui joué par le marché interbancaire non garanti, lequel est très restreint au Canada.	Les institutions financières émettrices d'acceptations bancaires se verraient contraintes de se tourner vers les marchés monétaires titrisés ou les marchés obligataires à plus long terme.	Toutes les grandes institutions financières sont actives sur ces marchés, de même que beaucoup de grands investisseurs institutionnels (p. ex., fonds de pension et fonds communs de placement). Il s'agit d'un important segment du marché monétaire canadien, qui soutient le processus d'établissement des prix sur le marché du papier commercial et du papier commercial adossé à des actifs.
Marchés des changes	Opérations au comptant et swaps	Importante source de financement pour les grandes institutions financières et sociétés nationales qui ont des passifs en devises et pour les institutions étrangères qui ont des passifs en dollars canadiens.	Aucun véritable substitut : il faut vendre ses actifs ou opter pour le financement direct sur les marchés locaux.	L'ensemble des institutions financières, des teneurs de marché et des grandes sociétés lèvent des fonds sur ces marchés.

étrangères qui ont des passifs en dollars canadiens⁴. S'il n'était pas possible de convertir les fonds en devises en dollars canadiens ou vice versa (sur le marché des swaps ou sur celui des opérations au comptant), les entités nationales ayant des passifs en devises et les entités étrangères qui ont des passifs en monnaie canadienne seraient contraintes de lever des fonds sur les marchés locaux même lorsque ceux-ci sont soumis à des tensions.

SANS APPUI, LES MARCHÉS DE FINANCEMENT ESSENTIELS NE PEUVENT FONCTIONNER EFFICACEMENT EN PÉRIODE DE TENSIONS

La liquidité est une condition indispensable au bon fonctionnement des marchés de financement, car elle permet aux participants de négocier à court préavis et en fonction de prix prévisibles. De façon générale, pour qu'un marché soit liquide, les intermédiaires clés, y compris les institutions financières et les teneurs de marché, doivent être prêts à réaliser des volumes importants d'opérations des deux côtés du marché. La liquidité des marchés de financement et, par ricochet, leur résilience peuvent être minées par un

⁴ Les institutions financent également leurs engagements en devises sur les marchés locaux.

certain nombre de problèmes sous-jacents⁵. Le premier se rapporte au caractère incomplet ou asymétrique de l'information au sujet de la qualité des titres et des contreparties (Hellwig, 2008). En raison de cette incertitude, il est plus ardu pour les participants au marché d'évaluer les risques auxquels ils s'exposent, soit le risque de marché, le risque de contrepartie et le risque de crédit. Le deuxième problème potentiel a trait à une infrastructure de marché déficiente. Celle-ci accentue le risque lorsqu'elle subit des tensions, encourage le développement d'un comportement moutonnier ou restreint la capacité des participants à assumer un plus grand risque en réponse à des chocs d'envergure. Enfin, le dernier problème est lié aux pratiques réglementaires et aux usages du marché qui, par le truchement du « paradoxe de l'épargne », minent la résilience des marchés de financement essentiels en période de tensions (Carney, 2009; Persaud, 2009).

Pour que ces marchés de financement essentiels demeurent ouverts en continu, il faut remédier à ces problèmes au moyen de politiques et d'une infrastructure qui favorisent la création de liquidité par le secteur privé tout en permettant à la banque centrale de fournir un soutien si besoin est. Ces deux éléments doivent être conjugués pour assurer l'appui nécessaire aux marchés de financement essentiels. Cependant, la fréquence des interventions de la banque centrale se trouve réduite lorsqu'on adopte des politiques et une infrastructure qui diminuent substantiellement le risque que des chocs idiosyncrasiques engendrent un effet de contagion et portent atteinte à la liquidité de l'ensemble du système.

Politiques et infrastructure favorisant la création de liquidité par le secteur privé

Compte tenu des problèmes qui peuvent perturber les marchés de financement essentiels lorsque le système est soumis à des tensions, la résilience de ces marchés peut être renforcée d'au moins trois façons :

1. par des politiques qui favorisent la création d'instruments financiers plus transparents, normalisés et bien conçus;
2. par des systèmes de compensation et de règlement fiables dotés d'éléments de limitation des risques, tels que des contreparties centrales de compensation, s'il y a lieu;
3. par un cadre rigoureux régissant les comportements des participants au marché.

Les politiques qui viennent appuyer la création d'instruments financiers plus transparents, normalisés et bien conçus aident les marchés à demeurer liquides, ce qui accroît la résilience des marchés de financement essentiels. Ces politiques contribuent à augmenter le niveau

⁵ Ces facteurs ne sont pas propres aux marchés de financement; ils peuvent s'appliquer aux marchés en général.

de convergence et de cohésion et permettent d'atteindre une masse critique au sein du marché (Swann, 2000). La normalisation des produits atténue l'asymétrie d'information et l'incertitude, car elle restreint la diversité des caractéristiques des produits. En effet, il devient ainsi moins coûteux d'obtenir des renseignements au sujet d'un produit et d'évaluer la qualité de celui-ci. En dernier ressort, la banque centrale pourrait participer au processus de normalisation des titres négociés sur les marchés de financement essentiels en acceptant en garantie, dans le cadre de ses facilités de prêt, uniquement les produits conformes à une norme donnée⁶.

La résilience du marché est également favorisée par des systèmes de compensation et de règlement fiables et, selon le cas, par des contreparties centrales. La Banque du Canada prend une part active aux discussions organisées par des associations sectorielles (p. ex., l'ACCVM et le Comité canadien du marché des changes) et des organismes internationaux (p. ex., le Conseil de stabilité financière et le Comité sur le système financier mondial) dans le but d'encourager l'identification et l'élaboration de pratiques exemplaires ainsi que leur instauration en temps opportun et de façon uniforme. Comme il a été mentionné plus haut, la Banque du Canada travaille en étroite collaboration avec l'ACCVM à une initiative visant à créer un système de contreparties centrales efficace pour les marchés des pensions en dollars canadiens. L'objectif poursuivi consiste à accroître l'efficacité de ces marchés lorsque la conjoncture est favorable et à en réduire la vulnérabilité en période de crise⁷. Cette initiative constitue un jalon important, puisque les marchés des pensions en dollars canadiens jouent un rôle crucial dans le processus de création de liquidité par le secteur privé et qu'ils ont connu une sérieuse pénurie de liquidité à l'automne 2008. En effet, les préoccupations à l'égard des contreparties avaient alors pris de l'ampleur à la suite de la faillite de grandes institutions financières à l'étranger. De plus, les participants avaient préféré constituer des réserves de liquidités excédentaires compte tenu de la profonde incertitude qui régnait. Si plusieurs facteurs étaient certes à l'œuvre, l'inefficacité du processus de compensation de positions au bilan a vraisemblablement accentué le problème : le coût associé à l'utilisation des marchés des pensions comme source de financement était particulièrement élevé, le bilan se révélant davantage une contrainte. À cet égard, le fait d'avoir cerné la solution à ce problème et d'avoir défini un plan pour la mise en place d'une nouvelle infrastructure constitue un progrès notable.

Enfin, l'établissement d'un cadre rigoureux régissant les activités et les pratiques des participants au marché

⁶ La Banque du Canada a imposé des exigences de transparence strictes au regard du papier commercial adossé à des actifs qu'elle accepte en garantie dans le cadre de ses facilités de prêt.

⁷ La Banque participe activement aussi aux travaux entrepris à l'échelle internationale afin d'améliorer l'infrastructure des marchés des produits dérivés négociés de gré à gré.

est une autre composante indispensable à la résilience. Comme on l'a souligné dans les déclarations du G20, ce cadre comprendrait des normes réglementaires et comptables adéquates ainsi que des agences de notation crédibles. La réglementation et les mesures de surveillance des conditions de liquidité représentent un autre facteur clé du fonctionnement continu des marchés de financement essentiels. Les règlements qui régissent les normes d'information et les normes comptables offrent l'assurance que toutes les entités ont accès à un ensemble minimal et cohérent de données. Les agences de notation peuvent réaliser des analyses indépendantes approfondies et commenter les résultats de manière à élargir la gamme de renseignements disponibles à des fins d'analyse externe.

Politiques des banques centrales favorisant le fonctionnement continu des marchés de financement essentiels

Accroître la création de liquidité par le secteur privé sur les marchés de financement essentiels permet de réduire, sans toutefois éliminer, la probabilité que le système financier connaisse une pénurie de liquidité en cas de crise. Il demeure possible qu'un choc frappant l'ensemble des éléments fondamentaux du système financier — choc qui obligerait tous les intermédiaires financiers à restructurer leur exposition au risque de manière similaire — puisse susciter une demande de liquidité plus grande que la capacité du système financier à en générer. En pareilles circonstances, la banque centrale peut fournir de la liquidité au système financier pour l'aider à absorber le choc. Elle pourrait accorder des liquidités aux institutions ou aux marchés, selon la nature du choc. Une telle intervention de la banque centrale favorise la stabilité financière et améliore l'efficacité de la politique monétaire.

La banque centrale peut recourir à trois types d'outils pour appuyer les marchés de financement essentiels (Cecchetti et Disyatat, 2009) :

1. *Prêts ou emprunts sur les marchés.* Les opérations de pension et les prêts de titres ont pour but de modifier la distribution de la liquidité dans le système financier lorsque le processus de création de liquidité par le secteur privé est perturbé par suite d'un choc global de liquidité. Les principaux participants au marché jouissent ainsi d'un soutien en matière de financement, de sorte qu'ils peuvent continuer de fournir de la liquidité aux marchés essentiels et au système financier en général. La combinaison de ces outils a formé l'ossature de l'intervention de nombreuses banques centrales, dont la Banque du Canada, en réaction à la crise actuelle (voir Zorn, Wilkins et Engert, 2009)⁸.

2. *Prêts directs aux institutions financières.* Cette approche peut être mise à profit lorsqu'une institution, par ailleurs jugée solvable, subit de façon isolée un choc de liquidité. L'octroi de fonds à une institution permet d'éviter que les autres principaux participants au marché ne connaissent les mêmes problèmes par voie de contagion. Bien souvent, ce soutien prend la forme d'un mécanisme permanent (p. ex., le guichet d'escompte de la Réserve fédérale américaine ou le mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada), mais il peut s'agir aussi d'une aide d'urgence assortie de mesures réglementaires semblables à celles appliquées par le Bureau du surintendant des institutions financières, qui prévoient une intervention précoce et graduelle (voir Banque du Canada, 2004).
3. *Ventes ou achats de titres.* La banque centrale peut se livrer à ces opérations lorsqu'elle désire exercer une influence directe sur l'offre globale de liquidité dans le système financier (politique monétaire)⁹ ou qu'elle souhaite injecter directement de la liquidité dans un marché donné afin de relancer le processus endogène de création de liquidité (politiques relatives au système financier). Par exemple, la Banque s'est dotée d'une politique régissant ses interventions sur le marché des changes en cas de grave pénurie de liquidité sur ce marché¹⁰. La banque centrale peut appliquer ces solutions de différentes façons pour prêter main-forte aux teneurs de marché (p. ex., en leur achetant des stocks de titres existants afin de laisser place à de nouveaux instruments) ou pour intervenir en leur nom (p. ex., en agissant à titre de contrepartie auprès d'autres participants au marché). La Banque du Canada n'a pas fait usage de cette approche au cours de la récente crise.

Le recours à ces outils soulève des questions liées à l'aléa moral, qui peut fausser les incitations qu'ont les marchés et les institutions à gérer les risques et à répartir le capital de façon efficace. La Banque continuera à revoir ses politiques concernant l'octroi de liquidités aux marchés de financement essentiels en utilisant de façon raisonnée un ou plusieurs de ces mécanismes exceptionnels pour atténuer le problème.

CONCLUSION

La liquidité des marchés essentiels est un élément fondamental de la stabilité et de l'efficacité du système financier. La récente crise a nettement fait ressortir qu'à eux seuls, les marchés financiers ne suffisent pas toujours à produire un niveau adéquat de liquidité de financement et de liquidité de marché. En sa qualité de prêteur de dernier ressort,

8 Le principal outil de la Banque à cet égard est le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour. L'institution dispose aussi d'un programme de prêt de titres visant à soutenir la liquidité des marchés des titres du gouvernement du Canada.

9 Dans sa livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque a exposé les grandes lignes d'un cadre destiné à régir les mesures d'assouplissement quantitatif ou d'assouplissement direct du crédit qu'elle pourrait mettre en œuvre aux fins de la politique monétaire, si le besoin s'en faisait sentir.

10 Pour de plus amples précisions sur la politique d'intervention de la Banque sur le marché des changes, consulter le site Web de l'institution, à l'adresse : <http://www.banqueducanada.ca/fr/documents/bg-e2-f.html>.

la Banque a pour rôle de veiller à ce que les marchés soient mieux à même de générer de la liquidité en période de tensions. Elle continuera de se pencher sur cet enjeu en favorisant les politiques qui appuient la création de liquidité par le secteur privé (p. ex., celles qui visent la création d'instruments financiers transparents, normalisés et bien conçus) et en mettant en place une infrastructure qui bloque l'effet de contagion. La Banque travaille actuellement de concert avec les chefs de file de l'industrie sur la question de l'infrastructure du marché des pensions et poursuivra ses efforts afin de cerner les éléments qui pourraient être améliorés au sein d'autres marchés essentiels. Par ailleurs, elle se tient prête à intervenir, si la situation devait le justifier, et elle procède à un examen de son cadre d'octroi de liquidités dans l'optique d'améliorer sa politique¹¹.

BIBLIOGRAPHIE

- 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.
- Bauer, G. H. (2004). « Typologie de l'efficacité des marchés », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 39-42.
- Brunnermeier, M. K. (2009). « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 77-100.
- Brunnermeier, M. K., et L. H. Pedersen (2009). « Market Liquidity and Funding Liquidity », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, p. 2201-2238.
- Carney, M. (2008). *La création de marchés continus*, discours prononcé devant la Chambre de commerce Canada–Royaume-Uni, Londres, 19 novembre.
- (2009). *Les trois R : Revoir, Réfléchir et Réaffirmer*, discours prononcé devant la Chambre de commerce du Grand Victoria, Victoria (Colombie-Britannique), 28 septembre.
- Cecchetti, S. G., et P. Disyatat (2009). « Central Bank Tools and Liquidity Shortages », *Economic Policy Review*, Banque fédérale de réserve de New York. À paraître.
- 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.
- Gorton, G. B., et A. Metrick (2009). *Securitized Banking and the Run on Repo*, document de travail n° 15223, National Bureau of Economic Research.
- Hellwig, M. (2008). *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Crisis*, coll. « Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods », n° 2008/43.
- Persaud, A. (2009). *Macro-Prudential Regulation: Fixing Fundamental Market (and Regulatory) Failures*, Banque mondiale, coll. « Crisis Response », n° 6, juillet.
- Swann, G. M. P. (2000). *The Economics of Standardization*, Manchester Business School, Université de Manchester, 11 décembre. Rapport final destiné à la Direction des normes et des règlements techniques, ministère du Commerce et de l'Industrie, Royaume-Uni.
- 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.

¹¹ Voir Engert, Selody et Wilkins (2008) pour un exposé des principes en vigueur régissant l'octroi de liquidités par la Banque du Canada.