

Mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière

Lorie Zorn et Carolyn Wilkins, département des Marchés financiers; Walter Engert, département de la Stabilité financière*

- *Durant la récente crise financière, la Banque du Canada est intervenue à maintes reprises pour assurer un apport direct exceptionnel en liquidités aux acteurs des marchés et ainsi restaurer la stabilité financière.*
- *Au cours de cette période, le cadre de liquidité normal de la Banque a été élargi en ce qui concerne aussi bien l'éventail des échéances et les montants que la liste des contreparties et des titres admissibles.*
- *La Banque a établi de nouveaux dispositifs de soutien à la liquidité répondant à une série de principes directeurs.*
- *Les opérateurs se sont surtout prévalus du mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour, mais l'offre par la Banque d'une panoplie de facilités de prêt exceptionnelles a pu contribuer à apaiser les tensions et à restaurer le bon fonctionnement des marchés.*

La Banque du Canada s'emploie à promouvoir la fiabilité et l'efficacité du système financier au pays et à l'échelle du globe. L'un des moyens à sa disposition est la fourniture de liquidités aux institutions financières, aux marchés financiers et aux systèmes de paiement, de compensation et de règlement qui, ensemble, composent le système financier national. Durant la récente crise financière, la Banque a mis en place une panoplie de nouveaux dispositifs de soutien à la liquidité, tout en continuant de recourir à ses outils usuels, dans le but de rétablir la stabilité du système financier et de contenir les retombées de la tourmente sur l'économie canadienne.

Au début de la crise en août 2007 — laquelle s'est poursuivie jusqu'en 2009 —, le niveau de liquidité des marchés mondiaux du crédit a brusquement chuté, provoquant de lourdes pertes dans les portefeuilles de négociation de certains établissements financiers¹. Les institutions financières du monde entier sont alors devenues plus frileuses en matière de prêts à leurs consœurs et ont commencé à accumuler la liquidité à des fins de précaution. La hausse des coûts du financement interbancaire qui en a résulté s'est propagée dans les autres marchés. Face à la montée des coûts d'emprunt et à la baisse de la liquidité de financement, la capacité et la volonté des institutions à assurer la tenue des marchés ont diminué, comprimant

* Walter Engert travaille maintenant au Bureau du surintendant des institutions financières.

¹ On dénombre trois types de liquidité se rattachant aux marchés financiers. La liquidité de marché se rapporte à la facilité avec laquelle il est possible d'acheter ou de vendre une quantité appréciable d'actifs financiers sans réelle incidence sur les prix sous-jacents. La liquidité de financement concerne la faculté de contreparties solvables de se procurer sans délai des moyens de paiement pour s'acquitter d'obligations arrivant à échéance. La liquidité de banque centrale fait référence à l'accès aux liquidités offertes par la banque centrale.

encore la liquidité de marché. À différents moments pendant cette période, les marchés du crédit inter-bancaire et des autres prêts à court terme ont cessé de fonctionner en dehors du segment des prêts à un jour. Le degré grandissant d'aversion pour le risque est venu alimenter la réticence des institutions à octroyer du crédit de manière générale, ce qui a engendré des conséquences économiques graves partout sur la planète.

C'est sur cette toile de fond que les banques centrales et les gouvernements de par le monde ont engagé un train de mesures sans précédent en vue de restaurer la stabilité financière et de réduire la gravité de la récession mondiale². La Banque du Canada, à l'instar d'autres banques centrales, est intervenue à maintes reprises pour fournir des liquidités aux acteurs des marchés financiers de façon à limiter les risques d'importantes perturbations du système et à améliorer les conditions de crédit. Le présent article traite des mesures adoptées par la Banque durant cette période afin de soutenir l'offre de liquidité aux principales institutions financières canadiennes.

La Banque est intervenue sur les marchés parce qu'elle jugeait que ses actions pourraient pallier les problèmes de liquidité et que les avantages liés à l'atténuation des défaillances du système financier l'emporteraient sur les inconvénients pouvant découler d'un risque financier accru et de la création d'incitations à l'aléa moral (Engert, Selody et Wilkins, 2008). Cinq principes ont guidé les apports exceptionnels de la Banque en matière de liquidités :

- 1) Les interventions doivent cibler les distorsions d'envergure systémique.
- 2) Elles doivent être graduées, autrement dit dosées en fonction de la gravité du problème.
- 3) Les outils d'intervention doivent être bien pensés et adaptés à la situation.
- 4) Les interventions doivent être efficaces et ne pas engendrer de distorsions.
- 5) Des mesures doivent être prises pour atténuer l'aléa moral.

La prochaine section présente les mesures exceptionnelles de soutien à la liquidité mises en œuvre par la

Banque dans le but de rétablir la stabilité du système financier³. Suit une analyse de la manière dont l'institution a appliqué les principes directeurs énoncés ci-dessus. Le recours aux divers mécanismes instaurés par la Banque au cours des deux dernières années est ensuite examiné, et leur efficacité, évaluée. Un survol des questions méritant une plus ample réflexion clôt l'article.

Mesures de soutien à la liquidité visant à contrer les effets de la tourmente financière

À l'été et à l'automne 2007, la dégradation du marché américain des prêts hypothécaires à risque a éveillé les soupçons des investisseurs quant à la qualité des titres adossés en totalité ou en partie aux créances hypothécaires. Ces inquiétudes ont donné lieu à une réévaluation massive des risques, d'abord sur le marché des produits structurés, puis à l'échelle des marchés mondiaux du crédit. Les opérateurs se sont mis à craindre pour la santé financière des contreparties, en particulier les banques dont le capital était perçu comme entamé en raison des pertes qu'elles subissaient sur leurs activités de négociation et du retour des produits titrisés dans leurs bilans. Par ricochet, les écarts de taux d'intérêt se sont considérablement creusés et le degré de liquidité des marchés du financement bancaire à court terme a marqué un recul dans nombre de pays⁴. (Le **Graphique 1** illustre les écarts entre les taux inter-bancaires pratiqués dans différentes régions et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour.) Il semble que l'augmentation des écarts ait découlé d'une accentuation tant du risque de crédit que du risque de liquidité, du moins au Canada (consulter l'article de Garcia et Yang publié dans la présente livraison pour une analyse probante à cet égard, fondée sur les primes des swaps sur défaillance).

Au Canada, c'est le marché du financement à court terme des banques et des sociétés qui, sur le coup, a été le plus durement frappé par la crise. Le marché du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) se trouvant paralysé, les banques canadiennes émettrices de PCAA n'ont eu d'autre choix que de réintégrer ces titres à leurs bilans⁵. Dans un contexte d'aversion

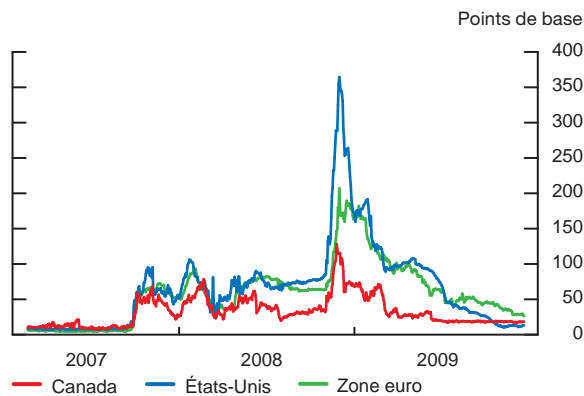
² Les mesures que la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont prises entre 2007 et 2009 pour soutenir le système financier sont récapitulées respectivement aux **annexes 1 et 2** du présent article. Pour un résumé des initiatives internationales mises en œuvre depuis septembre 2008, consulter http://www.newyorkfed.org/research/global_economy/policyresponses.html.

³ Toutes les données dont il est fait état ici sont en date du 30 octobre 2009.

⁴ Pour un examen plus approfondi des circonstances ayant conduit à la crise financière, voir Carney (2008a) et Fonds monétaire international (2007).

⁵ Kamhi et Tuer (2007) passent en revue les événements survenus sur le marché du PCAA au Canada.

Graphique 1 : Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois^a et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour



a. LIBOR dans le cas des États-Unis, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada
Source : Bloomberg

croissante pour le risque, elles ont vu leur capacité de financement s’effriter et ont resserré leurs pratiques de gestion des liquidités. Le niveau de liquidité des marchés du crédit à court terme — particulièrement ceux du PCAA, du papier commercial, des acceptations bancaires et du financement interbancaire — et des marchés des pensions a fortement baissé et les écarts par rapport aux taux à un jour anticipés se sont élargis de façon marquée. Durant un bref moment, on a observé au Canada une certaine réticence à prêter des fonds au-delà de quelques jours sur le marché monétaire. En outre, pendant plusieurs mois, certains marchés de prêts à court terme (dont celui du papier commercial) ont été très peu actifs sur le segment des échéances de plus d’une semaine.

La Banque du Canada a réagi avec promptitude dès l’amorce de la crise en s’appuyant sur ses moyens habituels d’intervention. À ce moment-là, son cadre de liquidité était axé sur le renforcement de sa cible pour le taux du financement à un jour (principal outil dont la Banque dispose pour atteindre ses objectifs de politique monétaire et point d’ancrage de la courbe de rendement), renforcement qu’elle opère en ajustant le niveau des liquidités à un jour au moyen de transactions limitées à un groupe restreint de contreparties et reposant sur les titres de qualité les plus liquides. Aux premiers signes de tensions sur les marchés du crédit à court terme, la Banque est intervenue sur le marché à un jour en concluant des prises en pension de titres du gouvernement canadien avec des négociants

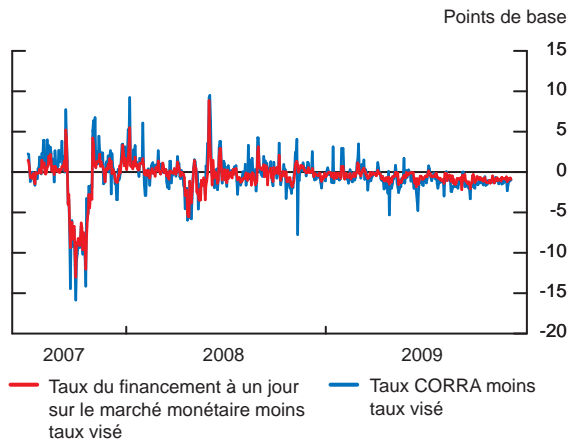
principaux et en augmentant les soldes de règlement excédentaires quotidiens dans le système financier⁶.

La Banque du Canada a réagi avec promptitude dès l’amorce de la crise en s’appuyant sur ses moyens habituels d’intervention.

Ces interventions, qui se sont poursuivies à l’automne 2007, ont permis d’alimenter les grandes institutions financières en liquidités pour l’échéance la plus rapprochée et aidé à maintenir le taux du financement à un jour près du taux visé⁷ (Graphique 2). (Ces outils traditionnels de soutien à la liquidité se sont révélés efficaces tout au long de la tourmente financière et demeurent un élément crucial de la mise en œuvre de la politique monétaire au Canada.) En outre, les participants au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) pouvaient toujours faire appel au mécanisme permanent d’octroi de liquidités que la Banque met à leur disposition pour couvrir tout solde de règlement temporairement déficitaire⁸. Enfin, la Banque se tenait prête à apporter

- 6 La cible établie pour le taux à un jour peut être renforcée par la conclusion de prises en pension spéciales ou de cessions en pension d’une durée d’un jour au taux visé. Les premières servent à injecter des liquidités intrajournalières sur le marché si les prêts à un jour garantis se négocient au-delà du taux cible, tandis que les secondes servent à en retirer si ces prêts se négocient en deçà de ce taux. En règle générale, ces transactions sont « stérilisées » à la fin de la journée (autrement dit, leur incidence sur le niveau des soldes de règlement dans le système financier est neutralisée); le niveau de liquidité global quotidien demeure donc inchangé. La Banque peut également modifier le niveau cible des soldes de règlement en fin de journée dans le but d’atténuer les pressions exercées sur le taux des fonds à un jour. Pour de plus amples renseignements sur ces questions et d’autres sujets connexes, consulter Engert, Gravelle et Howard (2008).
- 7 L’écart négatif exceptionnellement important relevé en août et en septembre 2007 entre les taux des prêts à un jour garantis (tels le taux des opérations de pension à un jour, ou taux CORRA, et le taux du financement à un jour sur le marché monétaire) et le taux visé par la Banque ne traduisait pas les conditions générales du marché des fonds à un jour. Les taux des prêts à un jour *non garantis* (mesurés par exemple par les taux des swaps à un jour de dollars É.-U. contre dollars canadiens et les taux LIBOR à un jour pour le dollar canadien) étaient nettement plus élevés que le taux cible — information corroborée par des sources du marché. Tout ceci donne à penser qu’à cette époque, une certaine segmentation entre les établissements financiers nationaux et étrangers s’opérait sur les marchés du financement à un jour.
- 8 Le mécanisme permanent d’octroi de liquidités a pour objet de permettre les règlements au sein du STPGV en procurant des prêts à un jour garantis aux institutions qui participent directement à ce système et qui affichent momentanément un solde de règlement déficitaire. Pour plus d’information, voir Engert, Gravelle et Howard (2008).

Graphique 2 : Écart entre le taux du financement à un jour au Canada et le taux visé



Source : Banque du Canada

une aide d'urgence aux établissements financiers solvables confrontés à d'importants et persistants problèmes de liquidité⁹.

Mais lorsque la situation a empiré, la Banque a progressivement élargi son cadre de liquidité en ce qui concerne l'éventail des échéances, les montants, la gamme des contreparties et la liste des titres admissibles¹⁰. La **Figure 1** résume cette évolution¹¹.

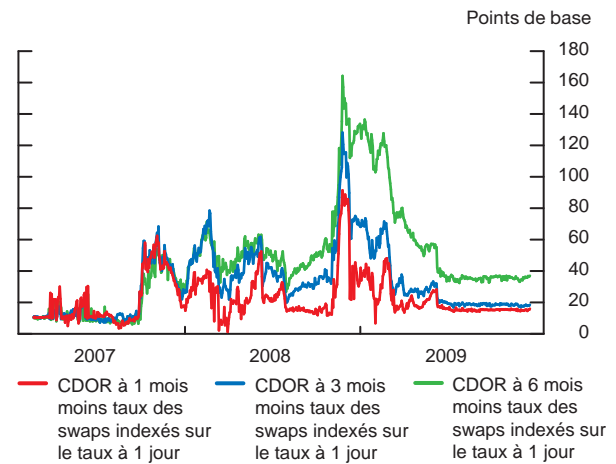
L'expansion du cadre de liquidité de la Banque a été mise en branle par les événements des derniers mois de 2007. Déjà, les exigences de communication financière auxquelles doivent se conformer les banques mondiales en fin d'exercice et l'accroissement concomitant des besoins en financement avaient accentué la volonté de ces institutions de maintenir un bilan très liquide. Leur détermination en ce sens, combinée aux inquiétudes à l'égard de la santé financière de certains établissements financiers mondiaux, a sapé encore davantage la liquidité des marchés de crédit partout dans le monde, y compris au Canada, et les écarts de rendement se sont creusés pour une vaste gamme de titres de

⁹ Voir l'article de la Banque du Canada (2004) sur la politique relative aux prêts de dernier ressort.

¹⁰ D'autres banques centrales ont adopté des mesures similaires, dosées en fonction de la gravité des turbulences financières dans leur région. Consulter le rapport du Comité sur le système financier mondial (2008) pour une analyse des initiatives lancées avant l'été 2008.

¹¹ Des modifications ont été apportées à la *Loi sur la Banque du Canada* le 5 août 2008 afin d'élargir la gamme des titres que la Banque est habilitée à acheter et à vendre aux fins de la conduite de la politique monétaire et du soutien de la stabilité du système financier. Voir Banque du Canada (2008) pour plus de détails sur ces dispositions.

Graphique 3 : Écart entre les coûts de financement des banques au Canada et le taux à un jour attendu



Nota : Les taux CDOR servent d'indicateurs des coûts de financement des banques, et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour, de mesures approchées des taux à un jour attendus.

Source : Bloomberg

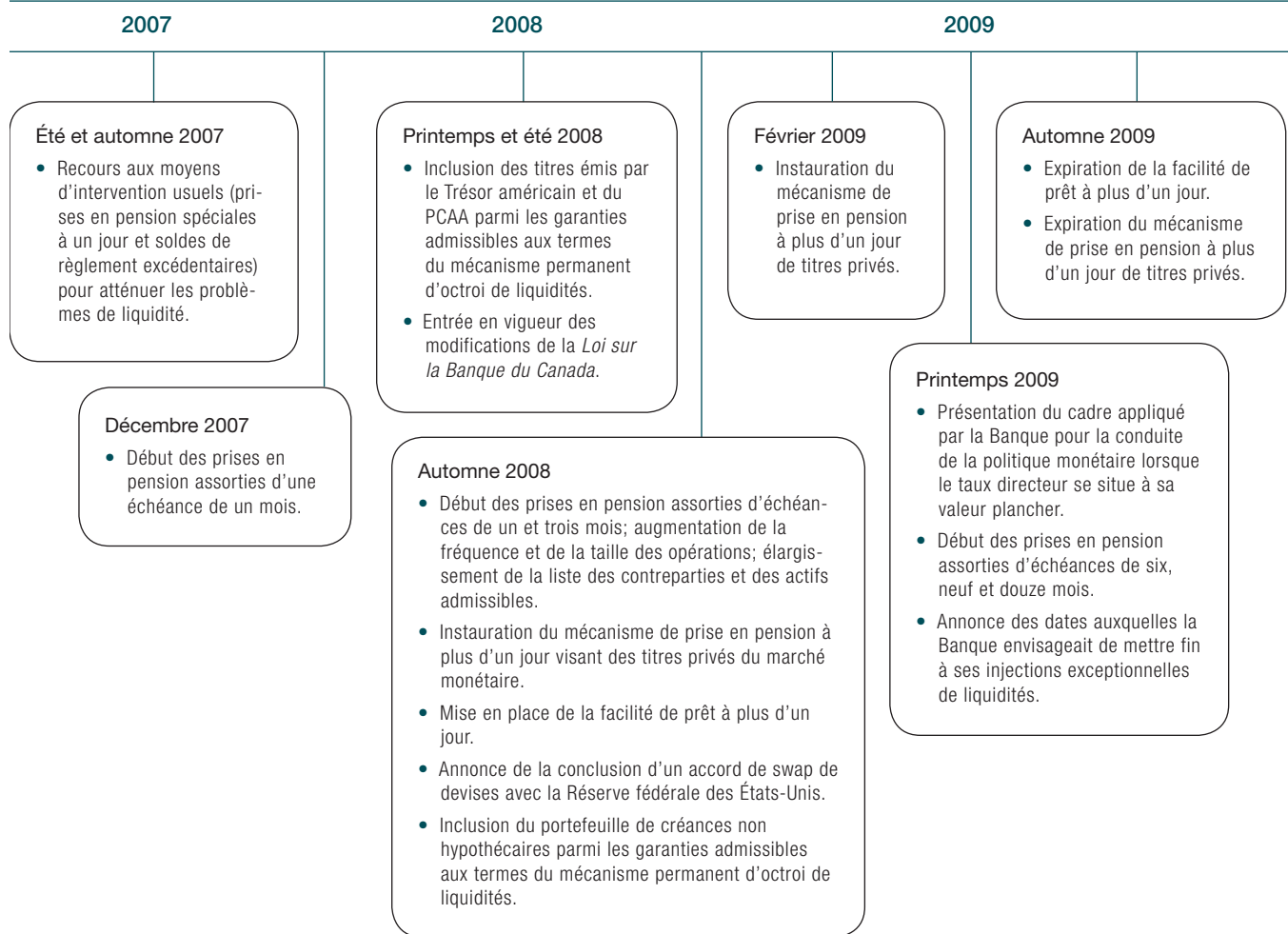
créance. L'écart entre les taux pratiqués au Canada sur les marchés monétaires au-delà d'un jour et le taux à un jour anticipé s'est nettement accru vers la fin de 2007 (voir le **Graphique 3**, où les taux CDOR servent d'indicateurs des coûts de financement des banques et où les taux des swaps indexés sur le taux à un jour sont utilisés comme mesures approchées des taux à un jour attendus¹²). Ces pressions se sont amenuisées quelque peu au début de 2008, mais elles ont repris de la vigueur lorsque Bear Stearns, une grande banque d'investissement américaine, a commencé à connaître de sérieux problèmes de crédit et de liquidité en mars 2008¹³.

Dans le but d'apaiser les tensions aiguës qui secouaient les marchés du financement à court terme, la Banque du Canada a conclu avec des négociants principaux, en décembre 2007, des prises en pension à plus d'un jour visant une gamme élargie de titres et assorties d'échéances allant au-delà de la fin de

¹² Le taux CDOR est le taux acheteur moyen des acceptations bancaires canadiennes pour des échéances déterminées, établi à partir d'un sondage quotidien auprès des principaux teneurs de marché. Il sert de taux variable de référence pour les transactions de gros et les swaps de taux d'intérêt en dollars canadiens. Le CDOR est une mesure imparfaite des coûts de financement des banques du fait que l'émission d'acceptations bancaires et leurs taux peuvent varier largement d'une banque à l'autre.

¹³ Bear Stearns a enregistré des pertes ahurissantes sur ses portefeuilles de titres et ne pouvait plus faire face à ses obligations financières. La Réserve fédérale a évité la faillite de cet établissement en facilitant son acquisition par JPMorgan Chase.

Figure 1 : Évolution du cadre de liquidité de la Banque du Canada entre 2007 et 2009



Source : Banque du Canada

l'année 2007¹⁴. C'était la première fois que de telles opérations étaient menées pour plus d'un jour ouvrable en vue de soutenir la liquidité de financement; avant décembre 2007, des prises en pension à plus d'un jour n'avaient été pratiquées qu'à l'occasion, pour contrer les fluctuations saisonnières de la demande de billets de banque¹⁵. La Banque a recommencé à offrir des prises en pension à plus d'un jour en

mars 2008, à raison d'une fois toutes les deux semaines. Elle a en outre élargi l'éventail des titres qu'elle acceptait en nantissement des engagements intrajournaliers dans le cadre du STPGV — et, par le fait même, des prêts consentis aux termes du mécanisme permanent d'octroi de liquidités — afin d'y inclure certains types de PCAA¹⁶ (mars 2008) et les titres du Trésor américain (juin 2008). Désormais, les institutions financières pourraient substituer ces actifs aux titres plus liquides remis en garantie dans le cadre du STPGV et utiliser plutôt ces derniers pour mobiliser des fonds sur les marchés.

¹⁴ Les négociants principaux sont les suivants : BMO Nesbitt Burns Inc., Casgrain & Compagnie Limitée, Deutsche Bank Valeurs Mobilières Limitée, Financière Banque Nationale, La Banque Toronto-Dominion, Marchés mondiaux CIBC inc., Merrill Lynch Canada Inc., RBC Dominion valeurs mobilières Inc., Scotia Capitaux Inc., Valeurs mobilières Banque Laurentienne inc., Valeurs mobilières Desjardins inc. et Valeurs mobilières HSBC (Canada) Inc.

¹⁵ Pour accroître temporairement son actif de manière à neutraliser une hausse provisoire du passif correspondant aux billets de banque, la Banque peut acheter des titres du gouvernement du Canada par le truchement d'opérations de pension à plus d'un jour.

¹⁶ Les critères d'admissibilité visant le PCAA sont stricts : seuls les titres qui présentent un risque de crédit et un risque de liquidité très faibles sont acceptés. Consulter http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2009/garanties_admin060309.pdf.

Les pressions subies par les marchés financiers mondiaux s'étant relâchées momentanément au printemps 2008, la Banque a réduit ses opérations de prise en pension à plus d'un jour. En juin, les conditions de financement sur le segment du marché monétaire en dollars canadiens allant jusqu'à trois mois s'étaient améliorées par rapport à celles observées pour d'autres grandes monnaies. Le 10 juillet 2008, la Banque a annoncé qu'elle ne renouvelerait pas les prises en pension à plus d'un jour venant à échéance.

À l'automne 2008, les marchés financiers ont de nouveau été la proie de fortes tensions, provoquées par une série de défaillances ou quasi-défaillances d'institutions financières aux États-Unis et en Europe. La faillite en septembre 2008 d'une grande banque d'investissement américaine, Lehman Brothers, a particulièrement attisé les tensions. Les inquiétudes entourant les pertes des autres établissements financiers et le niveau de leurs capitaux propres se sont intensifiées, et la liquidité déjà restreinte des marchés mondiaux du crédit à court et à long terme s'est raréfiée encore davantage. Au début d'octobre, la capacité des entreprises tant financières que non financières à se procurer de l'argent frais sur les marchés mondiaux était sérieusement mise à mal. Les écarts de taux s'étaient hissés à des niveaux inégalés et, dans nombre de pays, il était devenu impossible de lever des fonds au-delà d'un jour sur les marchés du crédit interbancaire et du financement de gros.

La détérioration des marchés financiers s'est révélée beaucoup moins grave au Canada que dans d'autres pays (Graphique 1), même si la liquidité était limitée pour toutes les échéances et que les transactions étaient peu nombreuses. La demande d'acceptations bancaires et de PCAA se bornait aux titres assortis d'échéances inférieures à un mois, et l'écart entre le CDOR et le taux attendu du financement à un jour a atteint des sommets (Graphique 3). Les institutions financières canadiennes se sont mises à redoubler de prudence dans la gestion de leurs liquidités et de leurs bilans, ce qui a eu une incidence globalement négative sur la liquidité de financement et la liquidité de marché.

La Banque du Canada est intervenue promptement pour apporter les liquidités nécessaires aux établissements financiers exerçant des activités au Canada. Le 19 septembre 2008, elle a rapidement recommencé à offrir des prises en pension à plus d'un jour, selon les modalités préalablement établies. La Banque a également élargi, le 18 septembre, son accord de swap de devises avec la Réserve fédérale

des États-Unis en vue d'être à même de prêter au besoin jusqu'à 10 milliards de dollars américains aux institutions financières canadiennes (comme on s'y attendait, il n'a pas été nécessaire de recourir à ce mécanisme au Canada)¹⁷. Cet accord s'inscrivait dans le cadre de mesures concertées avec d'autres banques centrales et visant à amoindrir les intenses pressions observées sur les marchés du financement à court terme en dollars américains¹⁸.

Peu de temps après, la Banque du Canada a vigoureusement accru son apport en liquidités en élevant la fréquence de ses transactions, en étendant l'éventail des contreparties, en allongeant les échéances et en acceptant une plus large gamme de titres. En particulier, en réponse à l'accentuation des pressions s'exerçant sur les marchés du financement à plus d'un jour, la Banque a de nouveau conclu des prises en pension pour plus d'un jour, mais à raison d'une fois la semaine au lieu de toutes les deux semaines; elle a augmenté la liste des contreparties admissibles afin d'y intégrer les participants au STPGV en plus des négociants principaux; et elle a commencé à offrir des prises en pension à trois mois¹⁹. Enfin, la Banque a provisoirement élargi la gamme des titres pouvant être pris en pension au-delà d'un jour pour y englober le PCAA que les banques avaient émis elles-mêmes — et qu'elles avaient dû en grande partie réincorporer à leurs bilans.

¹⁷ Peu après, les deux institutions ont convenu de porter à 30 milliards de dollars É.-U. leur accord de swap. Cet accord a depuis été prolongé jusqu'au 1^{er} février 2010. Le recours à ce mécanisme n'a pas été nécessaire du fait que les difficultés liées au financement en dollars É.-U. ont surtout été observées sur les marchés d'outre-mer et étaient attribuables au décalage entre les fuseaux horaires ainsi qu'à une plus forte demande de liquidités en cette monnaie. De plus, les grandes banques canadiennes sont présentes aux États-Unis et ont accès au guichet d'escompte de la Réserve fédérale pour obtenir un financement en dollars É.-U.

¹⁸ Au début d'octobre 2008, la Banque a également abaissé son taux directeur (le taux cible du financement à un jour) de 50 points de base dans le cadre d'une décision coordonnée avec d'autres banques centrales et destinée à apaiser les tensions sur les marchés monétaires mondiaux. Cette mesure a été prise en dehors du calendrier normal d'annonces de la Banque. Elle a rapidement été suivie d'autres diminutions du taux directeur au Canada. Ces décisions ont eu pour effet cumulatif de retrancher à celui-ci 200 points de base entre octobre 2008 et janvier 2009.

¹⁹ Les participants au STPGV sont les suivants : la Bank of America National Assoc., la Banque canadienne impériale de commerce, la Banque de Montréal, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque HSBC Canada, la Banque Laurentienne du Canada, la Banque Nationale du Canada, la Banque Royale du Canada, BNP Paribas (Canada), La Banque Toronto-Dominion, la Caisse centrale Desjardins, La Centrale des caisses de crédit du Canada, la State Street Bank and Trust Company et les succursales du Trésor de la province de l'Alberta. Les filiales de courtage en valeurs de huit de ces participants sont au nombre des établissements auxquels la Banque du Canada a conféré le statut de négociant principal.

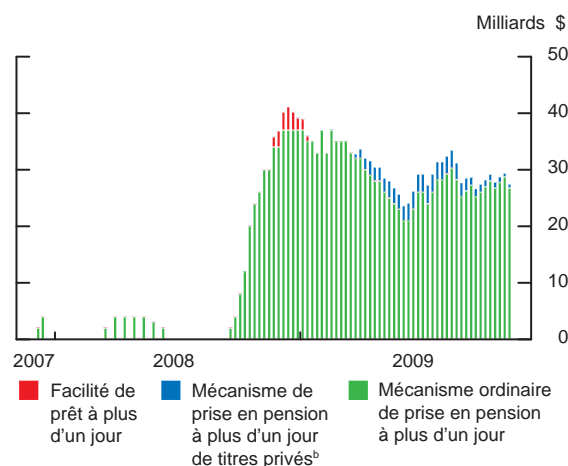
*La Banque du Canada
a vigoureusement accru
son apport en liquidités en élevant
la fréquence de ses transactions,
en étendant l'éventail des
contreparties, en allongeant
les échéances et en acceptant
une plus large gamme de titres.*

Mais la liste des mesures de soutien à la liquidité engagées par la Banque ne s'est pas arrêtée là. Le 17 octobre 2008, la Banque a décidé d'inclure temporairement parmi les garanties admissibles les portefeuilles de créances non hypothécaires en dollars canadiens des participants directs au STPGV (la valeur de la sûreté équivalant à 60 % de la valeur du portefeuille). Initialement, ces actifs étaient acceptés en nantissement des engagements intrajournaliers dans le STPGV ainsi que des prêts consentis dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Puis, le 12 novembre, la Banque a créé une nouvelle facilité de prêt à plus d'un jour à laquelle les participants directs au STPGV pourraient également faire appel contre la remise en garantie de leurs portefeuilles de créances non hypothécaires en dollars canadiens. Par le truchement d'une séance d'adjudication hebdomadaire, cette facilité offrait aux participants une source supplémentaire de financement, moyennant garantie, à des taux établis de façon concurrentielle (le taux officiel d'escompte faisant office de taux de soumission minimal). Ces mesures ont permis aux participants directs au STPGV d'utiliser leurs actifs non négociables et non liquides en nantissement de ce type d'opérations et d'employer ainsi les sûretés classiques, plus liquides, ailleurs.

En outre, le 14 octobre 2008, la Banque a instauré un deuxième mécanisme de prise en pension à plus d'un jour, qui s'adressait à d'autres contreparties non traditionnelles participant aux différents segments du marché monétaire (PCAA, acceptations bancaires et papier commercial). En février 2009, ce mécanisme a été élargi aux opérateurs des marchés canadiens des obligations privées, et la liste des titres admissibles a donc été allongée pour inclure les obligations de sociétés de bonne qualité.

Par suite de la mise en œuvre de ces diverses mesures, l'encours des prêts à plus d'un jour consentis a atteint un sommet de plus de 40 milliards de dollars en décembre 2008 (**Graphique 4**).

Graphique 4 : Encours des mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque^a



a. Valeurs nominales à la fin de la semaine
b. Avant le 20 mars 2009 : mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres privés du marché monétaire
Source : Banque du Canada

Une fois franchie la fin de l'année 2008, les initiatives prises par les banques centrales et les gouvernements du monde entier ont commencé à porter leurs fruits, et la tourmente financière s'est dissipée. Les conditions de financement, particulièrement pour les échéances d'au plus trois mois, et la liquidité des bilans des banques se sont améliorées. Au Canada aussi, les marchés monétaires se sont remis à fonctionner plus normalement, les liquidités accrues des banques ayant fait en sorte de stimuler leurs activités d'intermédiation et de tenue de marché. La Banque du Canada a continué d'assurer un apport exceptionnel en liquidités sur une base hebdomadaire, et l'encours des prêts octroyés dans le cadre des différentes facilités en place est resté relativement élevé jusqu'au printemps. (La Banque a également assoupli les conditions de liquidité en abaissant à nouveau le taux cible du financement à un jour aux dates d'annonce de janvier, mars et avril 2009.) En avril 2009, les opérations ordinaires de prise en pension à plus d'un jour ont été intégrées au cadre de politique monétaire qui est entré en vigueur lorsque le taux cible du financement à un jour a été ramené à sa valeur plancher (voir l'**encadré**, p. 10).

Au cours de l'été et de l'automne 2009, les conditions sur les marchés financiers ont continué de se redresser, et les besoins d'emprunt auprès de la Banque ont diminué, comme en témoigne la baisse du recours à ses différentes facilités de prêt. À la fin de juin, la Banque a annoncé à quel moment elle envisageait de mettre fin à ses injections exceptionnelles de

Opérations d'injection de liquidités à plus d'un jour dans un contexte où les taux à un jour se situent à leur valeur plancher

Le 21 avril 2009, la Banque du Canada a annoncé qu'elle abaissait le taux cible du financement à un jour à 25 points de base, qu'elle estime être la valeur plancher de ce taux. Elle s'est également engagée à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin de juin 2010, sous réserve des perspectives en matière d'inflation. Quant au taux officiel d'es-compte — le taux qui est appliqué aux prêts pour découvert accordés aux participants au STPGV dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités —, il a été ramené à 50 points de base¹.

La Banque a apporté plusieurs changements à ses dispositifs de soutien à la liquidité afin de renforcer son engagement conditionnel et de préserver l'efficacité des marchés en contexte de bas taux d'intérêt².

- En premier lieu, des taux de soumission minimal et maximal correspondant respectivement au taux cible du financement à un jour et au taux d'escompte ont été établis pour le mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour, et le taux de soumission minimal pour le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés a été ramené à 25 points de base au-dessus du taux cible du financement à un jour.
- En deuxième lieu, la Banque a converti une partie de ses prises en pension ordinaires assorties d'échéances de un et trois mois en prises en pension à six et douze mois. (En juillet 2009, la plus longue échéance pour les prises en pension ordinaires à plus d'un jour, qui était alors fixée à douze mois, a été ramenée à neuf mois; puis en octobre, elle a été rac-

courcie à six mois. Au 31 octobre 2009, la date d'échéance la plus éloignée était le 21 juillet 2010.)

- En troisième lieu, la Banque a institué un nouveau mécanisme permanent de prise en pension à un jour qui permet aux négociants principaux d'avoir accès à du financement au taux d'es-compte à leur discrétion plutôt qu'à celle de la Banque.
- La Banque a aussi majoré sensiblement l'offre de soldes de règlement dans le système financier, maintenant l'ensemble des soldes des participants directs au STPGV à des niveaux bien supérieurs à leurs besoins. La cible de la Banque pour les soldes de règlement journaliers est ainsi passée de 25 millions à 3 milliards de dollars.

Depuis ces changements, les opérations d'injection de liquidités à plus d'un jour de la Banque visent tant la promotion de la stabilité du système financier que l'atteinte de ses objectifs de politique monétaire.

¹ Le taux de rémunération des dépôts — le taux versé sur les soldes de règlement détenus à la Banque par les participants directs au STPGV — est demeuré inchangé à 25 points de base. Il constitue un plancher pour le taux à un jour puisque les institutions peuvent toujours placer leurs liquidités excédentaires à la banque centrale à ce taux au lieu de les prêter à un taux du marché qui lui serait inférieur.

² Lorsque les taux d'intérêt se situent à de très bas niveaux, il y a moins d'avantages à participer aux marchés, étant donné le rétrécissement des marges d'intermédiation et la diminution connexe des bénéfices potentiels sur les activités de négociation.

liquidités²⁰. Puis, à la fin de juillet, elle a réduit les montants minimaux préalablement annoncés pour les adjudications liées à ses deux mécanismes de prise en pension à plus d'un jour et à sa facilité de prêt à plus d'un jour. Le 22 septembre, la Banque a fait savoir que le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés et la facilité de prêt à plus d'un jour seraient supprimés à la fin d'octobre, et que la fréquence des adjudications de prises en pension ordinaires à plus d'un jour passerait d'une fois la semaine à une fois toutes les deux semaines. Malgré le recul des montants offerts aux adjudications, l'encours des prêts à plus d'un jour se maintenait encore à environ 27,5 milliards de dollars à la fin d'octobre 2009 en raison des échéances plus longues des opérations menées (à l'appui de l'engagement conditionnel de la Banque). Enfin, le 5 novembre, par suite de l'amélioration des conditions au sein des marchés de financement, la Banque a annoncé qu'elle abaisserait progressivement, à compter du 2 février 2010, le pourcentage que peut représenter le portefeuille de créances non hypothécaires dans les sûretés qu'elle accepte des participants au STPGV dans le cadre du STPGV et du mécanisme permanent d'octroi de liquidités.

Application des principes guidant les interventions de la Banque du Canada

Ainsi qu'il a été mentionné, durant la crise financière, un certain nombre de principes ont guidé la Banque dans la mise au point de nouveaux dispositifs de soutien à la liquidité. Dans les paragraphes qui suivent, nous examinons comment ces principes ont été appliqués dans la pratique²¹.

²⁰ Le 25 juin, la Banque a annoncé que : 1) le mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour serait maintenu au moins jusqu'au 31 janvier 2010; 2) les portefeuilles de créances non hypothécaires continueraient d'être acceptés en nantissement dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités au moins jusqu'au 1^{er} février 2010; 3) le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés et la facilité de prêt à plus d'un jour seraient maintenus au moins jusqu'à la fin d'octobre 2009; 4) l'accord de swap de devises conclu avec la Réserve fédérale serait prolongé jusqu'au 1^{er} février 2010.

²¹ Comme on l'explique dans Longworth (2008), les mesures prises par la Banque, y compris l'élaboration de nouvelles politiques et de nouveaux principes en matière de liquidité, ont été influencées par les travaux entrepris à la Banque des Règlements Internationaux par le Comité sur le système financier mondial et le Comité sur les marchés dans le but de renforcer l'efficacité avec laquelle les banques centrales font face aux problèmes de liquidité. Voir notamment le document du Comité sur le système financier mondial (2008).

Principe n° 1 : S'attaquer aux distorsions d'envergure systémique

Au début de la période de turbulence qui a secoué les marchés financiers, la Banque du Canada a fait appel, comme il se doit, à ses outils habituels de soutien à la liquidité, vu qu'à ce moment-là, les problèmes étaient circonscrits à un segment relativement étroit des marchés financiers. Dès que les problèmes de liquidité ont commencé à clairement revêtir un caractère systémique, la Banque est passée à l'action. Plus particulièrement à la fin de 2007 ainsi qu'au quatrième trimestre de 2008, les marchés monétaires fonctionnaient mal, et leur inefficacité avait des répercussions à l'échelle du système financier, puisque le processus normal de création de liquidité était bloqué. L'accroissement de l'incertitude liée aux risques de crédit et de liquidité a entraîné une réduction de l'activité sur les marchés monétaires, influé à la baisse sur l'offre globale de liquidité et freiné la répartition de la liquidité entre les acteurs des marchés. Les investisseurs sont devenus de plus en plus frileux, et les banques, plus prudentes dans la gestion du risque. L'accès au financement à court terme se réduisant comme peau de chagrin, du point de vue tant des montants que des échéances, les activités de tenue de marché et de prêt se sont elles aussi suffisamment ralenties pour représenter un risque sérieux pour le système financier. En conséquence, la Banque du Canada a élargi son rôle afin de fournir de la liquidité de financement directement aux opérateurs des marchés, dans l'espoir de rétablir la stabilité financière et de limiter le plus possible les retombées de la crise sur l'économie en général.

Dès que les problèmes de liquidité ont commencé à clairement revêtir un caractère systémique, la Banque est passée à l'action.

Principe n° 2 : Interventions graduées, dosées en fonction de la gravité du problème

En réponse à l'aggravation de la situation, la Banque a modifié ses mesures d'intervention. Au départ, elle s'était attaquée aux problèmes de financement des institutions financières en injectant des liquidités par les canaux traditionnels, au moyen par exemple d'opérations d'open market conclues avec les négociants principaux sur le marché à un jour — liquidités

que ces derniers pouvaient ensuite acheminer vers d'autres emprunteurs en manque de fonds. Lorsque, vers la fin de 2007 et au premier semestre de 2008, les difficultés à se procurer du financement se sont étendues aux échéances plus éloignées, la Banque s'est employée à injecter des liquidités à plus d'un jour, toujours par l'intermédiaire de ses contreparties habituelles, quand les conditions le justifiaient. Devant l'intensification des pressions sur la liquidité et le crédit à l'automne 2008, elle a haussé d'un cran son niveau d'intervention. Prenant conscience de la dimension mondiale de la crise et de ses répercussions potentielles, les banques centrales ont coordonné leurs efforts de communication et leur action, et la Banque du Canada a accru son apport exceptionnel en liquidités, allongé les échéances, étendu l'éventail de ses contreparties, élevé la fréquence de ses transactions et élargi la gamme des titres admissibles. À mesure que les conditions générales sur les marchés se sont améliorées au cours du printemps et jusqu'au début de l'automne, la Banque a réduit graduellement son offre de liquidités et supprimé les dispositifs qui n'étaient plus nécessaires. Elle a donc dosé ses interventions en fonction du degré de dysfonctionnement des marchés financiers.

Principe n° 3 : Outils d'intervention bien pensés et adaptés à la situation

Lorsque les turbulences financières se sont amplifiées à l'automne 2008, la liquidité n'était plus systématiquement redistribuée au-delà des contreparties habituelles de la Banque, et l'on ne pouvait plus emprunter que pour les échéances les plus courtes et contre la remise de sûretés de qualité supérieure et très liquides. La Banque a cherché à remédier au problème en accordant des prêts à un éventail plus large d'institutions financières, pour de plus longues durées que d'ordinaire, et en allongeant la liste des titres admissibles en nantissement. Plus précisément, elle s'est attaquée aux problèmes de liquidité des marchés monétaires par l'instauration de mécanismes de prise en pension à plus d'un jour, et elle a créé une facilité de prêt à plus d'un jour à l'intention des établissements financiers qui avaient pu avoir du mal à gérer leurs bilans, mais pas au point de justifier l'octroi d'une aide d'urgence. Des modifications ont aussi été apportées aux dispositions relatives aux garanties admissibles dans le cadre du STPGV afin de permettre aux institutions d'affecter à d'autres usages (dont les prises en pension au-delà d'un jour auprès de la Banque) des titres servant normalement de sûretés. Ces modifications ont par la suite simplifié la mise sur pied de la facilité de prêt à plus d'un jour, qui est

garantie par le portefeuille de créances non hypothécaires libellées en dollars canadiens des participants directs au STPGV. Ainsi, chacun des instruments conçus par la Banque avait vocation à atténuer certains types de perturbations du marché.

La Banque a fait largement appel aux opérations de prise en pension, surtout au-delà d'un jour, pour apporter de la liquidité au système durant la crise. De son point de vue, ces instruments sont efficaces parce qu'ils agissent aussi bien du côté de l'offre que de celui de la demande tout en comportant un risque de crédit beaucoup moindre que l'achat pur et simple des titres. D'une part, les contreparties ayant accès aux fonds de la banque centrale au moyen de prises en pension devraient être mieux disposées à accorder du financement à plus d'un jour aux autres institutions et réduire leur demande d'encaisses de précaution, puisqu'elles seront plus sûres de pouvoir combler leurs besoins en liquidités²². D'autre part, les créanciers devraient être plus enclins à prêter aux institutions qui ont accès au mécanisme de prise en pension à plus d'un jour, car ils craindront moins de ne pas être remboursés à temps (il y a baisse du risque de contrepartie). Par ailleurs, le recours à l'adjudication pour les prises en pension de titres peut faciliter le processus de découverte des prix lorsque celui-ci est enrayé. Du point de vue des institutions financières, les prises en pension à plus d'un jour ont été un outil efficace parce qu'elles leur ont procuré un instrument de financement temporaire et ont favorisé le retour à des conditions de marché plus normales, propices à la réapparition de sources de financement privé.

Principe n° 4 : Réduire au maximum les distorsions du marché

Les mécanismes mis en œuvre par la Banque ont été conçus de manière à réduire au maximum le risque de distorsion du marché. Les liquidités offertes étaient réparties par voie d'adjudication, de sorte que leur prix était déterminé de façon concurrentielle par les parties intéressées au lieu d'être fixé par la Banque du Canada. En outre, la participation simultanée et anonyme d'un grand nombre d'institutions financières peut contribuer à atténuer le discrédit qui est parfois associé à l'obtention d'un prêt de la banque centrale en contexte de forte aversion pour le risque sur

²² Chapman et Martin (2007) soutiennent que la banque centrale devrait adopter une structure à plusieurs niveaux pour l'octroi de liquidités parce que les fonds qu'elle fournit à l'ensemble élargi des participants peuvent fausser le prix du risque de crédit sur le marché visé. Une banque centrale qui est moins bien renseignée que les intervenants du marché devrait déléguer la surveillance du risque de crédit à un groupe d'opérateurs.

les marchés financiers. La facilité de prêt à plus d'un jour et le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés étaient censés être employés uniquement en dernier ressort et étaient assortis de taux de soumission minimaux appropriés, qui permettaient à la Banque de se retirer du processus quand les sources de liquidités du marché représentaient une solution plus économique pour les participants éventuels. La Banque a aussi pris soin de préserver les structures actuelles du marché. Par exemple, les opérateurs privés qui désiraient recourir au mécanisme de prise en pension de titres privés devaient utiliser les services des négociants principaux, ce qui limitait le risque d'éviction des teneurs de marché habituels par la Banque du Canada. (Comme ils avaient déjà accès au mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour, les négociants principaux ne pouvaient pas faire appel directement au mécanisme de prise en pension de titres privés; ils pouvaient seulement y prendre part pour le compte de parties admissibles.) Enfin, les interventions de la Banque visaient à diminuer le risque de liquidité qu'elle jugeait non justifié par les données fondamentales, et non pas à agir sur le risque de crédit.

Principe n° 5 : Limiter l'aléa moral²³

La Banque du Canada a pris plusieurs précautions pour éviter la création d'incitations contre-productives susceptibles d'influer négativement sur le comportement des acteurs des marchés. Tout d'abord, la Banque n'est intervenue qu'aux moments où des problèmes de liquidité particuliers ont atteint une ampleur exceptionnelle. Ensuite, elle a dès le départ souligné le caractère temporaire des dispositifs créés afin que les participants admissibles ne soient pas incités à modifier leur comportement. La Banque a par ailleurs travaillé en étroite collaboration avec le Bureau du surintendant des institutions financières, de même qu'avec le ministère fédéral des Finances et d'autres organismes nationaux qui réglementent le secteur financier et échangent de l'information sur ce secteur, en vue de surveiller les conditions de liquidité auxquelles faisaient face les principales institutions financières ainsi que leur gestion du risque. La Banque a suivi de près les résultats de chacune de ses opérations d'injection de liquidités. Sur la base de ces résultats et d'autres informations sur les marchés financiers (comme l'écart entre les taux CDOR et les

taux des swaps indexés sur le taux à un jour), la Banque déterminait les montants minimal et réel à adjuger en fonction des conditions du marché, c'est-à-dire qu'elle rajustait les montants à la hausse ou à la baisse seulement si les conditions le justifiaient. Enfin, lorsqu'il y avait lieu, les taux de soumission minimaux pour les nouvelles facilités étaient fixés de façon à ne pas dissuader les opérateurs de conclure des transactions sur les marchés privés. Par exemple, dans le cas du mécanisme de prise en pension de titres du marché monétaire et de la facilité de prêt à plus d'un jour, les taux de soumission minimaux étaient établis de telle manière que ces dispositifs ne soient utilisés qu'en dernier ressort.

La Banque du Canada a pris plusieurs précautions pour éviter la création d'incitations contre-productives susceptibles d'influer négativement sur le comportement des acteurs des marchés.

Le recours aux mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque

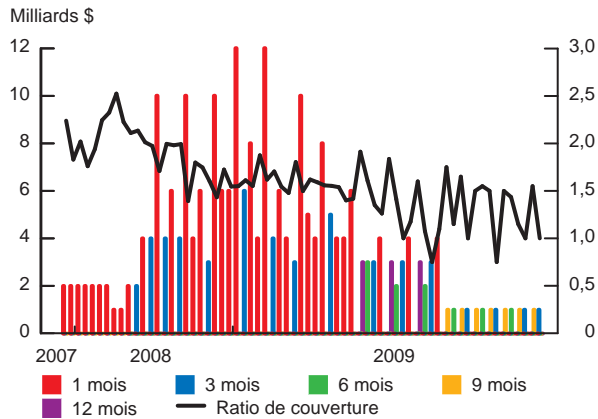
La présente section porte sur l'utilisation qui a été faite des différents dispositifs créés par la Banque (mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour, mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres du marché monétaire, auquel a succédé le mécanisme visant des titres privés, et facilité de prêt à plus d'un jour) et traite de leurs incidences sur l'état des marchés financiers en général. Comme le mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour a été le « poids lourd » du programme exceptionnel de soutien à la liquidité mis sur pied par la Banque, c'est surtout de lui qu'il sera question.

Le mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour

Participation : Les contreparties admissibles ont eu intensivement recours au mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour, particulièrement en période de tension sur les marchés canadiens du financement à court terme. Jusqu'au printemps 2009, leur taux de participation aux séances d'adjudication a le plus souvent avoisiné les 70 %, ce qui atteste d'une demande élevée et généralisée. Depuis mai 2009, toutefois, ce taux a baissé avec régularité,

²³ L'aléa moral désigne la possibilité qu'une partie à l'abri du risque ait un comportement différent de celui qu'elle aurait si elle y était exposée entièrement, et qu'elle se soucie donc moins des conséquences de ses actes, convaincue que celles-ci retomberont sur une tierce partie.

Graphique 5 : Prises en pension à plus d'un jour : taille des adjudications et ratios de couverture



Source : Banque du Canada

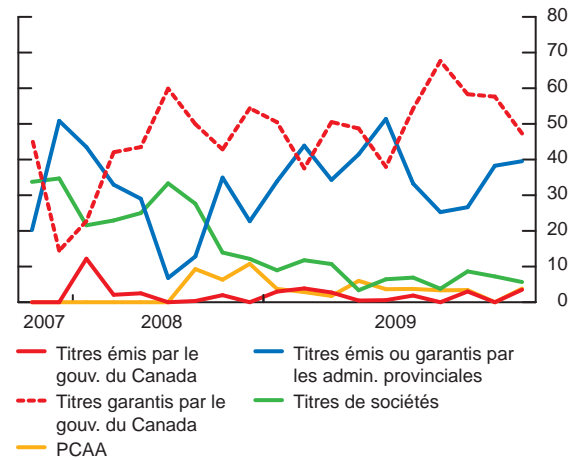
à mesure qu'il est devenu plus économique de se financer ailleurs qu'auprès de la banque centrale.

Le comportement des soumissionnaires aux adjudications a également traduit l'importance de la demande visant ce type de financement, mesurée par le ratio de couverture. Comme l'illustre le **Graphique 5**, jusqu'au printemps 2009, le ratio de couverture oscillait entre 1,5 et 2,5 environ. Le ratio maximal a été enregistré au début de la crise, mais les fonds alors offerts par la Banque dans le cadre du mécanisme ordinaire étaient relativement modestes, se chiffrant entre un et deux milliards de dollars. Entre octobre 2008 et juillet 2009, la taille des adjudications a été plus élevée et a même touché des pics de 12 milliards; quant au montant des soumissions présentées par les participants, il a atteint un sommet de 19 milliards de dollars. Au printemps 2009, à la faveur de l'amélioration de l'accès au financement à court terme, les ratios de couverture pour les échéances de un et trois mois sont tombés. Dans le cas des échéances plus éloignées, les ratios de couverture sont au contraire remontés aux niveaux observés au début de la période, surtout après la réduction considérable des montants à adjuger. La demande a été plus soutenue à l'égard des prêts nouvellement assortis d'échéances de six, neuf et douze mois, les participants étant désireux de profiter de taux d'intérêt avantageux à long terme.

Bref, les taux de participation et le comportement des soumissionnaires aux adjudications — ces deux baromètres de la demande de prises en pension à plus d'un jour — ont varié au gré de l'évolution des conditions du marché pendant la période examinée.

Graphique 6 : Répartition des titres achetés dans le cadre du mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour

Pourcentage moyen sur les opérations du mois



Source : Banque du Canada

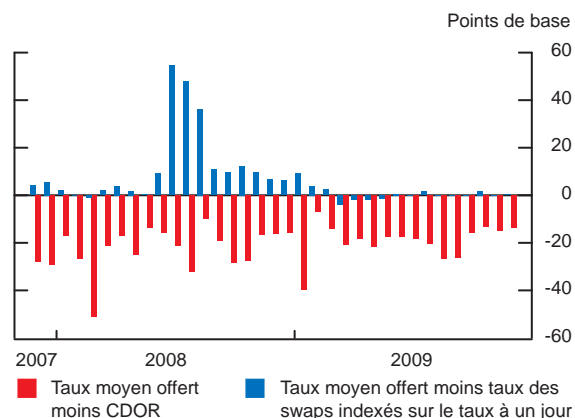
Titres pris en pension : Un large éventail d'actifs ont été utilisés dans le cadre du mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour. Ainsi que le montre le **Graphique 6**, les titres du gouvernement du Canada représentaient habituellement moins de 5 % des actifs remis en contrepartie de prêts²⁴. Étant donné la frilosité grandissante à l'égard du risque de liquidité, seuls les titres les plus liquides — ceux du gouvernement du Canada — étaient acceptés en garantie sur les marchés pendant les pires moments de la crise financière. Lorsque les tensions ont commencé à s'apaiser, les institutions financières ont continué de réserver leurs titres les plus liquides à leurs opérations de financement sur les marchés plutôt qu'auprès de la banque centrale. Par conséquent, les actifs mis en pension à la Banque du Canada dans le cadre du mécanisme ordinaire se composaient souvent de titres émanant d'entités du secteur public, certes moins liquides, mais quand même de grande qualité, dont des titres hypothécaires assurés en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation*, des Obligations hypothécaires du Canada émises par la Fiducie du Canada pour l'habitation et des obligations émises et garanties par des administrations

²⁴ Entre décembre 2007 et juin 2008, les titres admissibles dans le cadre du mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour comprenaient ceux émis et garantis par le gouvernement du Canada et les administrations provinciales, ainsi que des titres de sociétés financières (acceptations bancaires et billets au porteur). À l'automne 2008, cette liste s'est allongée pour inclure les titres de créance de sociétés non financières (papier commercial et obligations de sociétés de bonne qualité), le PCAA émis par les banques (sous réserve de certaines conditions, par exemple une qualité élevée) et les titres du Trésor américain.

provinciales. Les obligations de sociétés, le papier de sociétés (y compris les acceptations bancaires) et le PCAA ont eux aussi été employés depuis qu'ils sont devenus admissibles aux fins des opérations de pension à l'automne 2008. Au plus fort de la tempête, ces titres comptaient pour quelque 30 % des prises en pension. Le PCAA représente une proportion relativement faible de l'ensemble, en partie à cause du repli marqué des nouvelles émissions après juillet 2007, lequel a amené les négociants principaux à réduire leurs activités de tenue de marché sur ce segment et, partant, leurs portefeuilles de PCAA²⁵. Dans l'ensemble, à en juger par les types de titres pris en pension dans le cadre du mécanisme ordinaire, la Banque semble avoir constitué une importante source additionnelle de liquidités pour les institutions financières, surtout lorsqu'il était difficile de trouver preneur pour ces actifs sur les marchés du financement.

Prix : Toutes choses égales par ailleurs, plus les taux d'intérêt qu'offrent les participants lors de l'adjudication de fonds de la banque centrale sont élevés relativement au coût de financement sur le marché, plus forte est la demande de prises en pension à plus d'un jour. Une prise en pension est une opération par laquelle la Banque achète à une contrepartie des titres admissibles qu'elle s'engage à lui revendre à terme. Il s'agit donc d'une forme de prêt garanti. L'écart entre le taux moyen proposé à une adjudication de prises en pension à plus d'un jour et le taux du marché relatif aux emprunts bancaires à court terme *non garantis* (donné par le CDOR) révèle dans quelle mesure les participants avaient besoin des liquidités de la Banque ou préféraient ce prêteur à tout autre, d'autant que la banque centrale ne consent d'avances que sur nantissement²⁶. En outre, l'écart entre, d'une part, le taux moyen qu'offrent les participants pour la mise en pension de titres compris dans la liste des actifs admissibles et, d'autre part, le taux du marché des prêts garantis par des titres du gouvernement du Canada (mesuré par le taux des swaps indexés sur le taux à un jour) donne une idée de la difficulté avec laquelle ils peuvent se procurer des fonds lorsque

Graphique 7 : Écart entre le taux moyen offert pour les prises en pension à un mois et le taux du marché



Source : Banque du Canada

les titres qu'ils proposent sont moins liquides²⁷. De manière générale, plus ces écarts sont larges, plus forte est la demande à l'égard du financement que la Banque est disposée à fournir dans le cadre de son mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour.

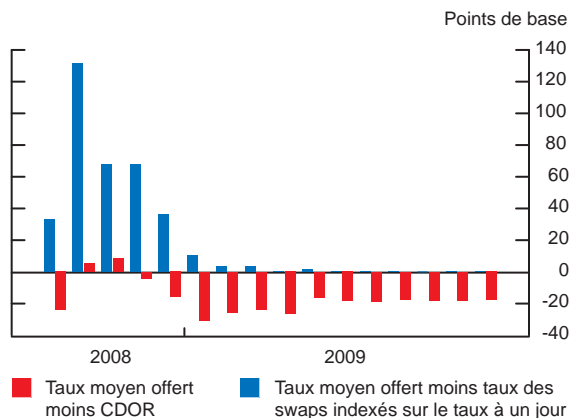
Comme l'illustre le **Graphique 7**, entre décembre 2007 et le début de 2009, le taux moyen offert aux adjudications de prises en pension ordinaires assorties d'une échéance de un mois était inférieur de 20 à 25 points de base environ au CDOR à un mois. Cet écart négatif a cependant atteint et même dépassé les 30 points de base à différents moments en période de tension financière. Par comparaison, les taux proposés pour les prises en pension assorties d'une échéance de trois mois étaient *supérieurs* aux taux CDOR à l'automne 2008, au plus fort de la tourmente (**Graphique 8**) : cet écart positif, contrairement à l'intuition, donne à croire que le financement offert par la banque centrale était très en demande pendant la période de dysfonctionnement du marché. Bien que les acceptations bancaires à trois mois (dont le taux sert au calcul du taux CDOR) aient continué d'être cotées tout au long de l'automne 2008, les institutions financières avaient beaucoup de mal à conclure des

²⁵ La valeur de marché du PCAA bancaire en circulation est passée d'environ 85 milliards de dollars en juillet 2007 à quelque 36 milliards à la fin d'août 2009.

²⁶ On s'attendrait à ce que les taux d'intérêt applicables aux prêts garantis soient inférieurs à ceux des prêts non garantis, puisque les valeurs données en nantissement réduisent le risque de perte financière pour le prêteur (l'écart entre le taux moyen des soumissions et le CDOR serait alors négatif).

²⁷ Les taux des swaps indexés sur le taux à un jour fournissent une mesure approchée du taux général des pensions sur la durée du prêt (au Canada, ce taux est celui qui s'applique aux pensions sur titres du gouvernement fédéral). Par conséquent, l'écart entre le taux moyen offert pour les prises en pension à plus d'un jour et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour permet de comparer le coût d'un prêt adossé à un éventail de titres (dont la plupart n'ont pas été émis par le gouvernement du Canada) et le coût d'un prêt adossé exclusivement à des titres du gouvernement du Canada. On s'attendrait à ce que cet écart soit positif.

Graphique 8 : Écart entre le taux moyen offert pour les prises en pension à trois mois et le taux du marché



Source : Banque du Canada

opérations sur ce marché, particulièrement en octobre, et les cotations n'étaient plus fiables. Les marchés du crédit interbancaire étaient alors paralysés dans la plupart des grandes économies. Au Canada, l'activité se limitait presque exclusivement au segment des prêts n'allant pas au-delà d'un mois, et seules les garanties les plus liquides étaient acceptées. Ces conditions difficiles transparaisaient aussi dans l'écart entre le taux moyen offert pour les prises en pension et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour. L'écart entre ces deux taux s'est élargi considérablement au cours de la période, atteignant au début d'octobre des sommets de 55 et de 132 points de base respectivement pour les prises en pension ordinaires à un mois et à trois mois. Les soumissions reçues lors des adjudications indiquent que les participants étaient très désireux de confier leurs titres moins liquides à la Banque du Canada en échange de financement.

Au cours des premiers mois de 2009, ces conditions extrêmes se sont dissipées et la concurrence aux adjudications de prises en pension ordinaires à plus d'un jour est devenue beaucoup moins vive. Les écarts avec les taux du marché ont fini par se stabiliser dans une fourchette relativement étroite aussi bien pour les durées de un mois que de trois mois. À l'été 2009, et encore à l'automne, les taux moyens offerts s'établissaient entre 15 et 20 points de base au-dessous des taux CDOR, et les écarts par rapport aux taux des swaps indexés sur le taux à un jour étaient nettement inférieurs à 5 points de base. Dans l'ensemble, les taux offerts lors des adjudications de prises en pension tenues entre 2007 et 2009 traduisaient l'intensité relative des pressions qui se sont exercées sur les

marchés monétaires à plus d'un jour durant cet intervalle.

Conditions du marché : L'examen de l'évolution des taux sur les marchés canadiens du financement à court terme sur la période allant de 2007 à 2009 donne à penser que le mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour a contribué à améliorer l'offre et la répartition des liquidités pendant les périodes de forte tension financière et a aidé, de façon générale, à maintenir le fonctionnement de ces marchés. Au départ, les institutions financières canadiennes ont participé aux opérations ordinaires de prise en pension à plus d'un jour afin de soutenir la gestion de leurs liquidités à des moments clés de leur calendrier de financement à la fin de 2007 et au début de 2008. Un mois après la mise en place, en décembre 2007, de ce mécanisme, les coûts de financement des banques s'étaient stabilisés, comme le confirmaient les écarts entre le CDOR et le taux à un jour attendu (Graphique 3). Bien que les opérations de prise en pension organisées par la Banque du Canada aient été bien accueillies par les participants, elles n'ont probablement eu à l'époque qu'une modeste incidence favorable du fait que les sommes en jeu n'étaient pas élevées (entre un et deux milliards de dollars) et n'étaient offertes qu'à des dates précises, compte tenu de la situation de liquidité relativement bonne des institutions financières canadiennes admissibles. La Banque s'était toutefois engagée à modifier ses opérations d'injection de liquidités en fonction de l'évaluation qu'elle ferait des conditions financières.

Ainsi qu'on l'a vu, la Banque du Canada a multiplié ses interventions durant les derniers mois de 2008, parallèlement à l'intensification des pressions sur le financement à terme, et les actions qu'elle a menées pendant cette période ont vraisemblablement eu un effet plus considérable sur les marchés de crédit. En septembre 2008, l'écart entre le CDOR et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour s'était élargi de 60 points de base pour l'échéance de un mois (80 points de base pour celle de trois mois). Le 19 septembre 2008, la Banque a réinstauré les prises en pension à plus d'un jour et accru la taille et la fréquence des adjudications, si bien qu'au bout de quatre semaines, elle avait injecté dans le système financier plus de 20 milliards de dollars par cette voie. Les sommes adjudgées le 15 octobre ont été particulièrement substantielles — 10 milliards de dollars; une semaine plus tard, les écarts entre les taux CDOR et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour avaient sensiblement diminué (de quelque 40 points

de base pour les durées de un et de trois mois). La Banque a maintenu la fréquence des opérations d'injection de liquidités à plus d'un jour, et les écarts pour les échéances de un et de trois mois ont commencé à se stabiliser vers la fin de 2008²⁸. Malgré les pressions habituelles de fin d'année²⁹, ces écarts se situaient de nouveau, au début de 2009, à l'intérieur d'une fourchette de 20 à 40 points de base et, selon certains renseignements, les marchés monétaires à court terme fonctionnaient de façon plus normale.

Après la réduction, le 21 avril, du taux cible du financement à un jour à sa valeur plancher et les changements correspondants apportés au cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque, les conditions de financement au Canada ont poursuivi leur amélioration jusqu'à l'automne 2009. Les opérations régulières de prise en pension ont maintenu l'encours des prêts à plus d'un jour entre 25 milliards et 30 milliards de dollars. Les écarts entre les taux CDOR à un mois et à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour ont continué de rétrécir pour se stabiliser rapidement dans une fourchette très étroite pendant l'été et l'automne 2009. Des effets semblables ont été constatés pour les échéances plus éloignées du marché monétaire. À la suite de l'octroi, par la Banque, de prêts à six et à douze mois (et, plus tard, à neuf mois), les écarts pour ces échéances se sont rapprochés des écarts à plus court terme. Ce rapprochement résulte directement de l'engagement conditionnel pris par la Banque de garder le taux cible du financement à un jour à 0,25 % jusqu'à la fin de juin 2010. Dans l'ensemble, depuis mai 2009, les écarts entre les taux CDOR et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour sont demeurés assez voisins des niveaux enregistrés avant la crise et, de manière générale, les conditions de financement des institutions financières sont redevenues plus normales.

Les mécanismes de prise en pension à plus d'un jour de titres du marché monétaire et de titres privés

Le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres du marché monétaire était destiné à venir en aide aux opérateurs de ce marché (autres

que les négociants principaux et les participants au STPGV) qui n'arrivaient plus à lever de fonds auprès de leurs sources habituelles en raison du dysfonctionnement des marchés du PCAA, des acceptations bancaires et du papier commercial. Dès le début, le niveau de participation a été modeste, tout comme l'encours des prêts consentis. Jusqu'à la fin de janvier 2009, cet encours s'est le plus souvent maintenu à seulement 25 millions de dollars, la soumission minimale permise (Graphique 4).

Le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres du marché monétaire a été conçu pour pallier l'indisponibilité de sources de financement privé, et le taux de soumission minimal était établi en conséquence.

Le recours limité à ce mécanisme s'explique vraisemblablement par le fait que les tensions s'exerçant sur les marchés monétaires à très court terme n'étaient pas suffisantes pour inciter un nombre appréciable de contreparties à l'utiliser. Autrement dit, il était encore possible de se procurer des liquidités sur les marchés monétaires. Le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres du marché monétaire a été conçu pour pallier l'indisponibilité de sources de financement privé, et le taux de soumission minimal était établi en conséquence³⁰. Une autre explication possible a trait aux participants admissibles. Seules les firmes très présentes sur les marchés monétaires (puis, plus tard, obligataires) privés étaient de ce nombre, sans compter qu'elles ne pouvaient présenter de soumissions qu'indirectement, par l'entremise d'un négociant principal. Ce dernier facteur pourrait avoir empêché la participation de certaines contreparties soucieuses de ne pas révéler de renseignements confidentiels à un négociant

²⁸ Les mesures prises par le gouvernement fédéral ont elles aussi grandement contribué à la stabilisation des marchés financiers canadiens (voir l'Annexe 2), sans compter les répercussions positives qu'ont eues les interventions d'autres banques centrales et d'autres gouvernements sur les marchés financiers mondiaux et dont le Canada a également profité.

²⁹ Rappelons qu'un autre facteur pesait sur les marchés monétaires canadiens vers la fin de 2008 : l'inquiétude liée au long processus de restructuration du PCAA non bancaire au Canada.

³⁰ Le taux de soumission minimal était fixé à l'origine à 75 points de base au-dessus du taux des swaps indexés sur le taux à un jour. Lorsque ce mécanisme a été remplacé en mars 2009, le taux de soumission minimal a été ramené à 25 points de base au-dessus de la plus élevée des deux valeurs suivantes : 1) le taux des swaps indexés sur le taux à un jour; 2) ce taux augmenté de la différence entre le taux moyen des prises en pension ordinaires à plus d'un jour à la plus récente adjudication et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour appliqué lors de cette opération. Comme il en est fait mention dans l'encadré, le taux de soumission minimal a été modifié en avril.

principal, qui se trouvait parfois être un concurrent. Il se peut aussi que l'éventail initial des actifs admissibles ait été trop étroit pour englober les segments du marché des titres privés dont la liquidité était la plus ébranlée.

À la lumière de tous ces facteurs, la Banque a annoncé en février 2009 qu'elle avait décidé de remplacer ce mécanisme de prise en pension par une facilité similaire visant aussi bien des obligations de sociétés que des titres à court terme privés. Le taux de soumission minimal a aussi été abaissé. La pratique consistant à présenter les soumissions par l'entremise de négociants principaux a été maintenue, comme nous l'avons déjà mentionné, afin de préserver la structure traditionnelle des activités de tenue de marché au Canada. En dépit des changements, le nombre de participants et la valeur des transactions sont restés relativement modestes, même si les institutions ont haussé le montant de leurs soumissions au maximum permis. L'encours des sommes prêtées dans le cadre de ce mécanisme a connu une légère augmentation et atteint un sommet d'environ trois milliards de dollars au début de l'été 2009 (Graphique 4). Par la suite, le niveau de participation est tombé, et il est arrivé plusieurs fois qu'aucune soumission ne soit déposée à une adjudication. Les conditions de financement s'étant améliorées pour les participants admissibles, ce mécanisme a été aboli à la fin d'octobre 2009.

La facilité de prêt à plus d'un jour

La facilité de prêt à plus d'un jour visait à aider les participants directs au STPGV à gérer leurs bilans, en vue de favoriser l'amélioration des conditions sur les marchés monétaires et de crédit. Les prêts à un mois offerts chaque semaine par la Banque n'ont trouvé preneur parmi ces participants que durant une courte période, à la fin de 2008. À son sommet au début de décembre 2008, l'encours des liquidités octroyées au titre de ce mécanisme dépassait les quatre milliards de dollars, mais il est progressivement redescendu à zéro après la fin de 2008 (Graphique 4).

Conçue elle aussi pour ne servir qu'en l'absence d'autres sources de financement, la facilité de prêt à plus d'un jour était assortie de modalités et de taux de soumission minimaux établis en conséquence³¹. En outre, tous les participants qui y étaient admissibles pouvaient également conclure des prises en pension ordinaires à plus d'un jour avec

³¹ Le taux de soumission minimal correspondait au taux officiel d'escompte, soit le taux d'intérêt minimal des prêts de la Banque en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada*.

la Banque³². Aussi peut-on interpréter le faible niveau de la demande à l'égard de cette facilité comme un indice que ces institutions avaient peu de difficultés à mobiliser des fonds à court terme auprès d'autres sources. Malgré la rareté des soumissions, la Banque a honoré son engagement et tenu des adjudications hebdomadaires de prêts à plus d'un jour à l'intention des institutions admissibles jusqu'à la fin d'octobre 2009.

Résumé

Ainsi qu'on a pu le voir, le mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour a été largement utilisé et semble avoir contribué à alléger les tensions qui s'exerçaient sur les marchés monétaires et avoir favorisé le rétablissement de ceux-ci. À l'opposé, la demande de financement ou les besoins d'emprunt au titre des trois autres dispositifs de soutien mis sur pied (mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres du marché monétaire; mécanisme de prise en pension de titres privés; facilité de prêt à plus d'un jour) sont demeurés relativement faibles. Ces dispositifs ont peut-être peu servi de manière générale, mais ils ont permis à certains participants de bénéficier d'un apport de liquidités au plus dur de la crise. Ils ont par conséquent pu aider à atténuer les perturbations subséquentes propres à ces institutions. De plus, leur maintien jusqu'à la fin d'octobre 2009 a concouru à réduire l'incertitude au sein des marchés quant à la disponibilité du financement.

Questions en suspens

La crise financière mondiale s'est calmée et, au cours des six derniers mois, les conditions financières se sont grandement améliorées non seulement au Canada, mais à l'échelle internationale. Les banques centrales et les gouvernements se tournent maintenant vers l'avenir et travaillent à accroître la résilience du système financier mondial, en le dotant des infrastructures de marché, des politiques et de la réglementation nécessaires. Le Canada joue un rôle important dans la mise au point du programme du G20; il collabore avec ses partenaires au pays et ailleurs dans un vaste éventail de domaines³³. En ce qui concerne les mesures extraordinaires décrites ici, la

³² Les institutions admissibles à la facilité de prêt à plus d'un jour étaient les participants directs au STPGV ayant remis à la Banque leurs portefeuilles de créances non hypothécaires libellées en dollars canadiens en nantissement de leurs engagements dans le cadre du STPGV ou de prêts contractés au titre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités.

³³ On trouvera dans Banque du Canada (2009) et Carney (2009) un aperçu de la stratégie du G20.

Banque du Canada a entrepris d'examiner trois questions.

La Banque souhaite d'abord étudier de plus près les effets de la création de dispositifs exceptionnels de soutien à la liquidité sur les comportements et, de manière plus générale, sur le système financier canadien. Il faudrait procéder à une évaluation empirique rigoureuse de l'incidence exercée par ces dispositifs pendant la crise financière. En particulier, il serait utile de savoir jusqu'à quel point ils ont contribué à amoindrir les effets dévastateurs de la crise comparativement à d'autres facteurs, notamment les mesures prises par les institutions financières canadiennes afin d'assainir leurs bilans et celles que les autorités publiques, ici et à l'étranger, ont adoptées afin de restaurer la stabilité du système financier mondial. Il conviendrait peut-être également de comparer l'expérience du Canada à celle d'autres pays qui ont instauré des mesures extraordinaires de soutien à la liquidité. On pourrait en outre analyser plus avant les répercussions de toutes ces mesures sur le comportement futur des acteurs des marchés financiers et se demander, plus précisément, si celles-ci ont engendré un aléa moral. Enfin, on pourrait chercher à savoir si la conception des mécanismes d'adjudication retenus était la plus propre à faciliter la découverte des prix et la concurrence entre les soumissionnaires.

*Des travaux sont en cours
à l'échelle internationale en vue
d'augmenter la résilience des
marchés et des institutions et ainsi
d'atténuer l'ampleur des effets de
futurs turbulences financières.*

Le personnel de la Banque pourra se fonder sur le fruit de ces recherches pour répondre à certaines questions touchant la conception des politiques en matière de liquidité. Par exemple, il pourrait tenter de déterminer, avec le recul, si les différents dispositifs mis au point étaient nécessaires et efficaces. Une autre question qui mérite d'être posée concerne la nature temporaire des mesures adoptées : y aurait-il lieu d'établir une facilité de prêt permanente destinée à soutenir le fonctionnement ininterrompu de marchés clés? Le cas échéant, quels mécanismes faudrait-il mettre en œuvre pour réduire le risque que les facilités de la banque centrale, si elles servent pen-

dant des périodes prolongées, influent négativement sur le comportement des institutions financières? Dans le cas contraire, comment la Banque devrait-elle s'y prendre pour conserver la souplesse et le niveau de préparation voulus afin de réagir à d'éventuels problèmes de liquidité?

Enfin, la Banque a à cœur de favoriser l'émergence de marchés financiers et d'un système financier robustes, de nature à soutenir la création endogène de liquidité et à réduire la probabilité de tensions financières nécessitant l'intervention de la banque centrale. À cette fin, des travaux sont en cours à l'échelle internationale en vue d'augmenter la résilience des marchés et des institutions et ainsi d'atténuer l'ampleur des effets de futures turbulences financières. Les incitations du marché, la transparence, la réglementation et la surveillance figurent au nombre des questions examinées sous l'angle de l'effet de levier et de la liquidité, dans le respect des principes directeurs du Forum sur la stabilité financière³⁴. Par ailleurs, la Banque poursuivra ses travaux visant à cerner et à faire connaître les principales vulnérabilités structurelles qui se dessinent dans les marchés financiers mondiaux et nationaux déterminants pour la stabilité du système financier canadien, notamment par la parution d'articles dans la *Revue du système financier*, publiée deux fois l'an. De même, la Banque jouera un rôle moteur dans l'élaboration des politiques pertinentes et des infrastructures qui sont à la base des marchés clés, afin que ces derniers puissent demeurer ouverts en permanence et que la liquidité du système financier ne soit plus mise en péril par des perturbations semblables³⁵.

³⁴ Duguay (2008), par exemple, traite du renforcement de la résilience du système financier.

³⁵ Carney (2008b) discute de l'importance de soutenir le fonctionnement continu des marchés de financement clés.

Ouvrages et articles cités

- Banque du Canada (2004). « La politique relative aux prêts de dernier ressort de la Banque du Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 53-60.
- (2008). « Évaluation des risques planant sur le système financier », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 3-25.
- (2009). « Le contexte macrofinancier : Les marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 11-21.
- Carney, M. (2008a). *Les turbulences des marchés financiers et les moyens d’y réagir*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de Toronto, Toronto (Ontario), 13 mars.
- (2008b). *La création de marchés continus*, discours prononcé devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni, Londres (Angleterre), 19 novembre.
- (2009). *Rééquilibrer l’économie mondiale*, discours prononcé devant le Forum économique international des Amériques, Conférence de Montréal, Montréal (Québec), 11 juin.
- Chapman, J. T. E., et A. Martin (2007). « L’octroi de liquidités par les banques centrales en contexte d’asymétrie de l’information », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 85-88.
- Comité sur le système financier mondial (2008). *Central Bank Operations in Response to the Financial Turmoil*, publication n° 31, juillet.
- Duguay, P. (2008). *La promotion de la stabilité du système financier*, discours prononcé devant la Chambre de commerce de Pictou County, Pictou (Nouvelle-Écosse), 27 novembre.
- Engert, W., T. Gravelle et D. Howard (2008). *The Implementation of Monetary Policy in Canada*, document d’analyse n° 2008-9, Banque du Canada.
- 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.
- Fonds monétaire international (2007). *Global Financial Stability Report*, octobre.
- Garcia, A., et J. Yang (2009). « L’analyse des écarts sur obligations de sociétés à partir des données relatives aux swaps sur défaillance », *Revue de la Banque du Canada*, présente livraison, p. 25-34.
- Kamhi, N., et E. Tuer (2007). « Le point sur le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 14-17.
- Longworth, D. (2008). *La réaction de la Banque du Canada aux turbulences financières : un processus continu*, discours prononcé devant l’Association canadienne de science économique des affaires, Kingston (Ontario), 26 août.

Annexe 1 : Mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque du Canada

	Mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour	Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres privés du marché monétaire	Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés	Facilité de prêt à plus d'un jour
Date d'annonce	Annoncé le 12 décembre 2007; la dernière modification remonte au 22 septembre 2009.	Annoncé le 14 octobre 2008, mis en vigueur le 27 octobre 2008 et aboli le 16 mars 2009 ^a .	Annoncé le 23 février 2009, mis en vigueur le 16 mars 2009 et supprimé le 28 octobre 2009.	Annoncée le 12 novembre 2008 et supprimée le 29 octobre 2009.
Objectif	Mécanisme temporaire assurant un apport en liquidités à l'appui du fonctionnement efficace des marchés financiers. Il a été modifié le 21 avril 2009 afin de renforcer la déclaration conditionnelle de la Banque du Canada à propos de la trajectoire future du taux cible du financement à un jour.	Mécanisme temporaire servant à soutenir la liquidité des titres privés du marché monétaire. Il a été remplacé par le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés.	Mécanisme temporaire servant à soutenir la liquidité des titres privés.	Mécanisme temporaire de prêt à plus d'un jour donnant aux participants au STPGV davantage de souplesse dans la gestion de leur bilan et visant l'amélioration des conditions sur les marchés monétaire et du crédit.
Participants admissibles	Négociants principaux de titres du gouvernement du Canada et participants directs au STPGV	Négociants principaux, à titre de soumissionnaires directs, et participants au marché monétaire, à titre de soumissionnaires indirects, dont le niveau d'activité sur les marchés monétaires canadiens de titres privés est significatif et qui sont soumis aux réglementations fédérale ou provinciale.	Institutions, à titre de soumissionnaires indirects, dont le niveau d'activité sur les marchés monétaire ou obligatoire canadiens de titres privés est significatif, qui sont soumises à la réglementation fédérale ou provinciale.	Participants directs au STPGV.
Garanties ou titres admissibles^a	Titres émis ou garantis par le gouvernement du Canada; titres émis ou garantis par un gouvernement provincial; acceptations bancaires et billets à ordre; papier commercial et papier à court terme des municipalités; papier commercial adossé à des actifs (PCAA) répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada; obligations de sociétés et de municipalités. Titres acceptés temporairement : PCAA d'entités affiliées répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada. Les titres sont assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.	Acceptations bancaires; papier commercial; PCAA répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada; billets à ordre. Les titres sont assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.	Acceptations bancaires; papier commercial; PCAA répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada; billets à ordre; obligations de sociétés. Les titres sont assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.	Portefeuilles de prêts non hypothécaires libellés en dollars canadiens, assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.
Marges	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securetes.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securetes.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securetes.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securetes.pdf .
Taux d'intérêt et type d'adjudication	Adjudication concurrentielle à taux multiples pour un montant nominal fixe libellé en dollars canadiens. Adoption de taux de soumission minimal et maximal le 21 avril 2009. Taux de soumission minimal : limite inférieure de la fourchette opérationnelle (25 points de base). Taux de soumission maximal : taux officiel d'escompte (50 points de base).	Adjudication concurrentielle à taux multiples pour un montant nominal fixe libellé en dollars canadiens. Le taux de soumission minimal est fixé à 75 points de base au-dessus de la moyenne du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada et du taux des swaps un mois indexés sur le taux à un jour que celle-ci observera.	Adjudication concurrentielle à taux multiples pour un montant nominal fixe libellé en dollars canadiens. Le taux minimal des soumissions est fixé au taux cible du financement à un jour majoré de 25 points de base.	Adjudication à prix uniforme pour un montant nominal fixe en dollars canadiens. Le taux minimal des soumissions est fixé au taux officiel d'escompte. Tous les soumissionnaires retenus sont tenus de payer le taux de rendement minimal accepté.
Échéance	Un, trois, six, neuf et douze mois	Deux semaines	Un et trois mois	Un mois
Fréquence	Toutes les deux semaines	Hebdomadaire	Hebdomadaire	Hebdomadaire

a. Pour obtenir plus de précisions sur les titres admissibles, se rendre à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securetes.pdf>.

b. Le 16 mars 2009, ce mécanisme a été remplacé par le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés.

Annexe 1 : Mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque du Canada (suite)

	Cessions en pension et prises en pension spéciales	Mécanisme permanent de prise en pension à un jour	Mécanisme permanent d'octroi de liquidités	Aide d'urgence
Date d'annonce	Utilisées depuis le milieu de 1994.	Annoncé le 21 avril 2009.		
Objectif	Mécanisme permanent du cadre opérationnel usuel de mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque du Canada, qui sert à renforcer le taux cible du financement à un jour au point médian de la fourchette opérationnelle. Lorsque le taux directeur est fixé à sa valeur plancher, les cessions en pension servent à renforcer le taux cible du financement à un jour à la limite inférieure de la fourchette opérationnelle.	Mécanisme du cadre opérationnel que la Banque applique pour la mise en œuvre de la politique monétaire lorsque le taux directeur est fixé à sa valeur plancher. Ce mécanisme procure aux négociants principaux un filet de sécurité en matière de financement, semblable au mécanisme de découvert destiné aux participants au STPGV.	Mécanisme permanent du cadre opérationnel de mise en œuvre de la politique monétaire et du cadre relatif aux prêts de dernier ressort de la Banque du Canada. Ce mécanisme a pour objet de permettre les règlements au sein des systèmes de paiement en procurant des crédits à un jour garantis par des actifs aux institutions qui participent directement à ces systèmes et qui affichent temporairement un solde de règlement déficitaire.	Mécanisme permanent du cadre relatif aux prêts de dernier ressort de la Banque du Canada. Ce mécanisme est utilisé pour fournir exceptionnellement une aide sous forme de prêt à des institutions solvables aux prises avec des problèmes de liquidité graves et durables.
Participants admissibles	Négociants principaux de titres du gouvernement du Canada	Négociants principaux de titres du gouvernement du Canada	Participants directs au STPGV	Institutions de dépôt de régime fédéral qui adhèrent à l'Association canadienne des paiements et qui sont solvables mais aux prises avec des problèmes de liquidité persistants et, dans l'éventualité d'un événement extraordinaire, d'une portée étendue, qui aurait des conséquences néfastes considérables pour un réseau provincial de caisses populaires ou de <i>credit unions</i> , la Caisse centrale Desjardins, la Fédération des caisses Desjardins, La Centrale des caisses de crédit du Canada ou une centrale provinciale de <i>credit unions</i>
Garanties ou titres admissibles^a	Titres du gouvernement du Canada	Titres du gouvernement du Canada	Titres émis ou garantis par le gouvernement du Canada; coupons détachés et obligations résiduelles du gouvernement du Canada; titres émis ou garantis par un gouvernement provincial; acceptations bancaires et billets à ordre; papier commercial et papier à court terme des municipalités; obligations de sociétés, de municipalités et d'émetteurs étrangers; titres négociables émis par le Trésor américain; PCAA répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada; comptes spéciaux de dépôt détenus à la Banque. À compter du 20 octobre 2008, et ce, jusqu'au 1 ^{er} février 2010, les portefeuilles de prêts non hypothécaires libellés en dollars canadiens sont aussi entièrement admissibles. Les garanties sont assujetties à des critères de crédit et à d'autres exigences.	La Banque du Canada est disposée à accepter une gamme de garanties plus étendue que celle utilisée dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités, notamment les portefeuilles de prêts non hypothécaires libellés en dollars canadiens. Ces garanties sont assujetties à des critères de crédit et à d'autres exigences.
Marges	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .
Taux d'intérêt	Taux cible du financement à un jour	Taux officiel d'escompte	Taux officiel d'escompte	Taux minimum : taux officiel d'escompte
Échéance	Un jour	Un jour	Un jour	Échéance maximale : six mois
Fréquence	Au besoin	Mécanisme permanent	Mécanisme permanent	Selon ce que la Banque a approuvé. Très rarement utilisé en pratique.

a. Pour obtenir plus de précisions sur les titres admissibles, se rendre à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf>.

Annexe 2 : Mesures adoptées par le gouvernement fédéral en réponse à la crise financière

Au cours de la récente période de turbulences financières, le gouvernement du Canada a lancé un certain nombre d'initiatives destinées à combler les lacunes des marchés de crédit et prévoyant jusqu'à 200 milliards de dollars en vue d'améliorer l'accès au financement des consommateurs et des entreprises du pays. Parmi les principales mesures figure le Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA), dans le cadre duquel le gouvernement acquiert, par l'entremise de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), des blocs de prêts hypothécaires résidentiels assurés des institutions financières. Alors que la hausse de l'incertitude sur les marchés financiers mondiaux entravait la capacité des établissements canadiens à financer leur activité de prêt, ces derniers ont pu, grâce au PAPHA, mobiliser des actifs de leurs bilans et avoir accès à des moyens de financement à long terme importants et stables. Le PAPHA a ainsi permis aux institutions financières de continuer d'accorder du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens de même qu'aux autres acteurs de l'économie. Il venait en complément des dispositifs exceptionnels de soutien à la liquidité mis en place par la Banque du Canada, à laquelle sa loi constitutive interdit l'acquisition de droits sur des créances hypothécaires.

On trouvera ci-dessous un aperçu chronologique des mesures prises par le gouvernement fédéral pour faire face à la crise financière.

- Juillet 2008 : Élargissement du Programme des Obligations hypothécaires du Canada de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) afin d'offrir une échéance de dix ans.
- Octobre 2008 : Lancement du PAPHA prévoyant l'achat, par l'entremise de la SCHL, de blocs de prêts hypothécaires assurés d'une valeur pouvant aller jusqu'à 25 milliards de dollars.
 - Le montant maximal des créances hypothécaires pouvant être acquises a été porté à 75 milliards de dollars en novembre 2008, puis à 125 milliards en janvier 2009.
 - Environ 66 milliards de dollars de prêts hypothécaires avaient été achetés à la fin d'octobre 2009.
- Octobre 2008 : Création de la Facilité canadienne d'assurance aux prêteurs, mécanisme temporaire qui procure aux institutions de dépôt sous réglementation fédérale (et, dans certains cas, provinciale) une garantie sur les emprunts contractés sur le marché de gros. Ce dispositif a été mis sur pied pour faire en sorte que les institutions canadiennes ne soient pas désavantagées par rapport à leurs concurrentes étrangères lorsqu'elles tentent d'obtenir des fonds sur les marchés de gros. Il n'a pas été utilisé jusqu'à maintenant.
- Novembre 2008 : Annonce, par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), de la décision d'accroître à 40 % la proportion maximale d'actions privilégiées prévue dans les règles auxquelles les institutions réglementées par le BSIF sont assujetties en matière de fonds propres.
- Décembre 2008 : Annonce, par les gouvernements de l'Ontario et du Canada, de l'octroi d'une aide financière au secteur automobile dans le cadre d'une facilité de prêt de 4 milliards de dollars à l'intention des filiales canadiennes de General Motors et de Chrysler. Entre le 30 mars et le 15 juillet 2009, les sommes consenties ont totalisé 12,4 millions de dollars américains.
- Janvier 2009 : Annonce, dans le budget fédéral de 2009-2010, de l'établissement de la Facilité canadienne de crédit garanti, dotée d'une enveloppe pouvant atteindre 12 milliards de dollars pour l'achat de titres à plus d'un jour nouvellement émis et adossés à des prêts et contrats de crédit-bail portant sur des véhicules et du matériel. Cette facilité est gérée par la Banque de développement du Canada (BDC).
- Janvier 2009 : Introduction de changements pour permettre à la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) de disposer d'une plus grande latitude pour fournir de l'aide aux institutions financières en difficulté :
 - La capacité d'emprunt de la SADC est passée de 6 à 15 milliards de dollars.
 - La SADC peut mettre sur pied une institution transitoire comme outil de résolution supplémentaire.

Annexe 2 : Mesures adoptées par le gouvernement fédéral en réponse à la crise financière (suite)

- Janvier 2009 : Lancement du Programme de crédit aux entreprises, qui vise à améliorer l'accès au financement des entreprises canadiennes en accordant de nouvelles ressources et une plus grande marge de manœuvre à Exportation et développement Canada (EDC) et à la Banque de développement du Canada (BDC), auxquelles s'ajoutera une meilleure collaboration entre les prêteurs du secteur privé et ces sociétés d'État à vocation financière :
 - Le gouvernement a injecté 350 millions de dollars de capital supplémentaire dans EDC et la BDC.
 - Les plafonds d'emprunt d'EDC et de la BDC ont été relevés.
 - Le mandat d'EDC a été temporairement élargi afin de lui permettre d'offrir du financement sur le marché canadien.
- Mai 2009 : Création de la Facilité canadienne des assureurs-vie, mécanisme temporaire qui procure aux sociétés d'assurance vie de régime fédéral une garantie sur les emprunts contractés sur le marché de gros. Ce dispositif a été mis sur pied pour faire en sorte que les institutions canadiennes ne soient pas désavantagées par rapport à leurs concurrentes étrangères lorsqu'elles tentent d'obtenir des fonds sur les marchés de gros. Il n'a pas été utilisé jusqu'à maintenant.