

Opérations sur les marchés et octroi de liquidités à la Banque du Canada

Mark de Guzman, département des Marchés financiers

- La Banque du Canada a la responsabilité d'assurer la conduite de la politique monétaire, de manière à maintenir le taux d'inflation à un niveau bas et stable, ainsi que de favoriser, en collaboration avec d'autres organismes, la stabilité et la résilience du système financier canadien.
- Pour atteindre ses objectifs de politique monétaire et de stabilité financière, la Banque a établi un cadre clair visant à orienter ses opérations sur les marchés financiers, à appuyer l'apport courant de liquidités pour faciliter les règlements au sein du système de paiement, et à intervenir dans les circonstances exceptionnelles ou urgentes où il est nécessaire d'injecter des liquidités.
- Bien que le cadre se soit généralement avéré efficace tout au long de la crise financière mondiale de 2007-2009, la Banque l'a récemment mis à jour afin de s'assurer du maintien de cette efficacité. Dans l'avenir, la Banque doit continuer de se montrer proactive et réagir à l'évolution du système financier de manière prudente et mesurée, en étudiant toutes améliorations futures du cadre et en les apportant au besoin.

Le présent article donne un aperçu du cadre de la Banque du Canada régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités¹. Au fil de l'analyse, certaines améliorations apportées récemment au cadre seront décrites. Ces améliorations ont été motivées par l'évolution des marchés financiers durant et après la crise financière mondiale de 2007-2009.

Le cadre de la Banque du Canada régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités

La Banque effectue diverses opérations sur les marchés financiers dans l'exercice de ses responsabilités courantes et approvisionne au besoin le système financier canadien en liquidités. Les opérations, mécanismes ou outils auxquels elle a recours pour ce faire sont conçus pour atteindre au moins un des objectifs suivants :

- mettre en œuvre la politique monétaire en renforçant le taux cible du financement à un jour de la Banque;

¹ Pour prendre connaissance du cadre complet, y compris ses modalités et d'autres renseignements connexes, voir <http://www.banqueducanada.ca/marches/operations-marches-octroi-liquidites/cadre-regissant-operations-marches-octroi-liquidites/>.

- soutenir la stabilité financière en facilitant le fonctionnement efficient des marchés financiers canadiens et en fournissant des liquidités de dernier ressort dans des circonstances extraordinaires.

Le cadre de la Banque repose sur l'utilisation d'outils ciblés et bien conçus dans le but d'inciter les acteurs du marché à réaliser des transactions entre eux. Les outils sont axés sur les liquidités — qu'il s'agisse d'en injecter ou d'en absorber — comme moyen d'influer sur les taux d'intérêt à court terme dans des conditions de marché normales. Ces outils peuvent également aider à résoudre les pénuries de liquidités prolongées, que celles-ci soient généralisées ou touchent une institution financière canadienne en particulier. Il est donc important de tenir compte de facteurs comme la répartition des liquidités, le moment où elles sont injectées et la quantité injectée pour garantir l'efficacité du cadre de la Banque. L'ampleur et la structure du bilan de la Banque ainsi que sa gestion facilitent l'utilisation de ces outils, lesquels influent à leur tour sur cette ampleur, cette structure et cette gestion.

Dans des conditions de marché normales, la Banque préfère adopter un rôle moins actif sur les marchés pour limiter au minimum le risque de distorsions pouvant découler de ses activités. Elle utilise ses outils seulement si elle le juge nécessaire pour renforcer ses objectifs de politique monétaire et de stabilité financière, et compte sur ses contreparties pour redistribuer les liquidités de la banque centrale. Selon cette approche, les contreparties de la Banque facilitent la transmission des objectifs de la politique de la Banque à l'ensemble du système financier canadien, étant donné que ces contreparties sont les principaux acteurs au sein du système et qu'elles jouent un rôle essentiel en influant sur les conditions de liquidité.

En cas de crise de liquidité grave et généralisée, la Banque continue généralement de compter sur ses contreparties pour redistribuer les liquidités. Toutefois, la Banque jouerait fort probablement un rôle plus actif dans l'octroi de liquidités, comme elle l'a fait en réaction à la crise financière mondiale de 2007-2009, pendant laquelle elle a mis en place une série de dispositifs temporaires s'étendant à tout le marché. Les paramètres de ces dispositifs ont varié selon divers aspects, notamment les contreparties admissibles, les titres admissibles et les échéances. En outre, la Banque pourrait, par exemple, injecter plus fréquemment des liquidités dans l'ensemble du marché, voire les rendre facilement accessibles, ou réagir directement aux pénuries de liquidités persistantes touchant des institutions financières en particulier.

◀ *Dans des conditions de marché normales, la Banque du Canada préfère adopter un rôle moins actif sur les marchés pour limiter au minimum le risque de distorsions pouvant découler de ses activités.*

Assurer l'efficacité continue du cadre de la Banque

Les marchés financiers sont dynamiques, ils sont en constante évolution et ils s'adaptent aux changements. Pour assurer la mise en œuvre efficace de la politique monétaire et soutenir l'efficacité ainsi que le bon fonctionnement du système financier canadien, il est important pour la Banque de demeurer à l'affût de tout changement. La Banque cherche à être proactive et à réagir à l'évolution du système financier avec prudence et mesure.

Pour ces raisons, la Banque a entrepris en 2013 l'examen de son cadre régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités. Aux fins de cet examen achevé en 2015, elle s'est penchée sur la réaction à la crise financière mondiale, au Canada et ailleurs dans le monde, de même que sur l'évolution des pratiques opérationnelles d'autres grandes banques centrales. À l'issue de cet exercice, la Banque a publié un document de

consultation dans lequel elle proposait plusieurs améliorations². Les objectifs qui sous-tendaient les améliorations consistaient à rendre l'ensemble du cadre plus efficace en réponse aux changements en cours et prévus dans l'environnement externe, notamment les enseignements tirés de la crise, et à gérer la croissance prévue de la taille du bilan de la Banque.

La façon dont les institutions financières gèrent leurs besoins de liquidités faisait partie des changements de l'environnement externe considérés. Au Canada, par exemple, les liquidités sont habituellement distribuées dans le système par les grandes banques et les négociants principaux. À l'heure actuelle, 17 institutions financières prennent part au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) — le principal système de paiement du Canada, qui joue un rôle essentiel dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Ces institutions détiennent des comptes à la Banque du Canada et effectuent des paiements entre elles au quotidien. Cependant, ce sont surtout les négociants principaux de titres du gouvernement du Canada qui agissent comme contreparties aux opérations de la Banque sur les marchés. Ces négociants ont, dans le cours normal de leurs activités, accès aux liquidités octroyées par la banque centrale, qu'ils peuvent redistribuer plus largement.

Ce canal de redistribution des liquidités a toutefois évolué au cours des dernières années. Plus précisément, la Banque a remarqué que les institutions financières étaient un peu moins disposées à emprunter des liquidités supplémentaires au moyen des opérations de la Banque dans le but de les redistribuer à d'autres. Il semble que ces institutions s'emploient plutôt à répondre à leurs propres besoins en la matière. De manière générale, les institutions financières rationalisent l'utilisation qu'elles font de leur bilan et délaissent les activités à forte intensité de bilan et peu rentables. Bien que ce changement de comportement n'ait causé aucune perturbation grave touchant les liquidités, il était prudent d'en tenir compte durant la mise à jour du cadre.

Parmi les autres facteurs pris en considération, mentionnons la dynamique changeante des marchés de financement essentiels et du marché des titres d'État, y compris l'accroissement de la demande de ces actifs liquides de grande qualité, et le degré de négociation au rabais des titres du gouvernement du Canada, c'est-à-dire à des taux de prise en pension nettement inférieurs au taux général des pensions. De 2013 à 2015, de plus en plus d'obligations du gouvernement du Canada se négociaient au rabais de façon persistante, ce qui a causé des tensions, ou pressions, sur le marché des pensions. Les tensions dans le marché des pensions révèlent habituellement un déséquilibre entre la demande et la disponibilité de certains titres sur ce marché. La persistance de ces tensions peut influencer sur la valeur marchande de ces obligations et contribuer à une baisse de liquidité du marché. Cette situation peut aussi entraîner une hausse des défauts de règlement³.

Ces tensions plus généralisées et persistantes observées dans le marché des pensions au cours de cette période étaient attribuables à plusieurs facteurs structurels et cycliques, dont :

- la propriété étrangère accrue d'obligations du gouvernement du Canada;
- la modification des activités des institutions financières sur les marchés des pensions et des prêts de titres;

◀ Parmi plusieurs changements notés, la Banque du Canada a remarqué que les institutions financières sont devenues moins susceptibles d'emprunter des liquidités supplémentaires au moyen des opérations de la Banque pour les redistribuer à d'autres.

² Pour en apprendre davantage sur les documents de consultation de la Banque, voir <http://www.banqueducanada.ca/2015/05/consultations-publiques-cadre-regissant-operations-marches-financiers/>.

³ Un défaut de règlement se produit si, à la date de règlement d'une transaction, le vendeur ne livre pas les titres en temps voulu ou si l'acheteur ne remet pas les fonds sous la forme appropriée.

- la plus forte demande d'actifs de grande qualité (en partie pour respecter les exigences réglementaires);
- la diminution des incitations financières favorisant le prêt d'obligations compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt⁴.

La dynamique changeante du bilan de la Banque était un autre facteur important à prendre en considération. Bien que le rythme de progression du volume de la monnaie en circulation — principal élément de passif de la Banque — ait récemment dépassé le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) nominal, il a de tout temps été comparable à celui du PIB et devrait continuer de l'être. Cette situation amplifiera en conséquence les besoins en actifs de la Banque. Dans le cadre de ses opérations sur les marchés, la Banque achetait une part fixe de 20 % de chaque émission d'obligations à rendement nominal pour les besoins de son bilan et, selon certains scénarios, il faudrait augmenter cette proportion si aucun changement n'était apporté aux politiques d'acquisition de la Banque⁵.

Un accroissement de la participation de la Banque à chacune des adjudications aurait pour effet de réduire davantage l'encours des effets négociables du gouvernement du Canada dans un contexte où la demande de ces titres est en hausse de la part des investisseurs, ce qui tient en partie aux modifications de la réglementation. Comme une telle réduction pourrait avoir une certaine incidence sur la liquidité des titres du gouvernement du Canada, ces achats de titres faits par la Banque ont été pris en compte dans l'examen des améliorations possibles.

À l'issue de son examen, la Banque a conclu que le cadre régissant ses opérations sur les marchés financiers et l'octroi de liquidités avait généralement atteint ses objectifs de façon efficace, mais qu'il serait prudent d'en améliorer plusieurs aspects. La Banque a donc invité les intéressés à commenter les améliorations proposées et a également tenu une série de rencontres avec des associations du secteur et d'autres parties prenantes.

Les répondants se sont dits favorables à l'orientation générale des modifications proposées par la Banque. Dans leurs commentaires, ils ont reconnu les efforts déployés par cette dernière pour améliorer certains aspects de ses opérations sur les marchés financiers afin de rendre l'ensemble du cadre plus efficace en réponse aux changements en cours et prévus dans l'environnement externe. Les répondants ont aussi noté que la Banque s'efforce de gérer son bilan de la manière voulue pour atteindre ses objectifs de politique monétaire et de stabilité financière.

S'appuyant sur les commentaires reçus, la Banque a apporté plusieurs modifications au cadre régissant ses opérations sur les marchés financiers et à sa politique d'octroi d'une aide d'urgence; ces modifications sont en place depuis le 1^{er} octobre 2015⁶. Le cadre décrit ci-dessous intègre ces améliorations et est celui qui est en application à l'heure actuelle. Le **Tableau 1** présenté à la fin de l'article résume le cadre de la Banque régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités.

◀ *Les modifications que la Banque a apportées au cadre régissant ses opérations sur les marchés financiers et à sa politique d'octroi d'une aide d'urgence sont en place depuis le 1^{er} octobre 2015.*

4 L'incidence de la négociation d'obligations au rabais au Canada s'est nettement atténuée au cours de la dernière année parce que, dans l'ensemble, les détenteurs participaient plus activement aux marchés des pensions et des prêts de titres.

5 Pour en apprendre davantage sur la politique régissant l'acquisition d'actifs financiers et leur gestion pour les besoins du bilan de la Banque du Canada, voir http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/enonce_politique.pdf.

6 La version révisée de la politique d'octroi d'une aide d'urgence a été publiée en décembre 2015. Pour obtenir de plus amples renseignements sur cette politique, voir <http://www.banqueducanada.ca/marches/operations-marches-octroi-liquidites/cadre-regissant-operations-marches-octroi-liquidites/octroi-aide-urgence/>.

Renforcer le taux cible du financement à un jour

La Banque du Canada mène sa politique monétaire en établissant et en renforçant le taux cible du financement à un jour, souvent appelé « taux directeur », au moyen de ses opérations sur les marchés. Ce taux influence directement les taux d'intérêt auxquels les banques et d'autres acteurs du système financier empruntent et prêtent des fonds à un jour. Le niveau du taux de financement à un jour et les attentes concernant son évolution influencent également d'autres taux d'intérêt à long terme et les prix d'un large éventail d'actifs.

Étant donné que la presque totalité des paiements de gros (sur le plan de la valeur) sont effectués par l'intermédiaire du STPGV, ce système est au centre du cadre opérationnel de conduite de la politique monétaire de la Banque⁷. Pour soutenir les opérations au taux cible, le cadre comprend la fourchette opérationnelle, c'est-à-dire la fourchette établie autour de la cible, qui est à son tour soutenue par des mécanismes permanents de dépôt et de prêt⁸. Le point médian de la fourchette opérationnelle est le taux cible du financement à un jour de la Banque, et l'existence des mécanismes permanents de dépôt et de prêt incite fortement les acteurs majeurs du marché des fonds à un jour à réaliser entre eux des opérations au taux cible ou à un taux voisin.

La Banque peut aussi ajuster le niveau des soldes de règlement disponibles dans le système de paiement de manière à atténuer certaines frictions au sein de celui-ci, comme les écarts temporels ou les erreurs de prévision, et à favoriser davantage la conclusion de transactions au taux cible du financement à un jour⁹. Toutefois, des frictions de paiement imprévues dans le marché peuvent parfois exercer des pressions sur la liquidité et amener le taux du financement à un jour à s'éloigner du taux visé par la Banque pendant la journée. Si la Banque juge que l'écart est le résultat de frictions de paiement généralisées, elle peut contrebalancer cette pression en ajoutant ou en retirant des liquidités au moyen d'opérations de prise en pension à un jour ou de cession en pension à un jour.

◀ Si la Banque juge que l'écart du taux du financement à un jour par rapport à la cible est le résultat de frictions de paiement généralisées, elle peut contrebalancer cette pression en ajoutant ou en retirant des liquidités au moyen d'opérations courantes.

Fourchette opérationnelle

La fourchette opérationnelle établie par la Banque est un intervalle de 50 points de base fixé autour du taux cible du financement à un jour (Figure 1). À la fin de chaque journée, les participants au STPGV qui ont un solde positif doivent laisser ces fonds en dépôt à la Banque dans leur compte de règlement. Les fonds sont rémunérés au taux de rémunération des dépôts (le taux cible minoré de 25 points de base), qui correspond à la limite inférieure de la fourchette opérationnelle.

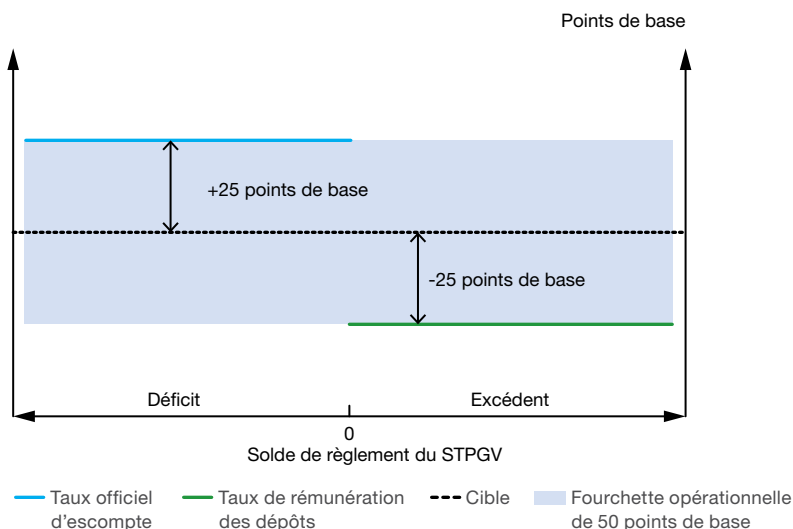
Inversement, les participants au STPGV ayant un solde débiteur à la fin de la journée doivent s'assurer d'avoir un solde d'au moins zéro dans leur compte de règlement. Pour contrebalancer leur position déficitaire, ces participants doivent contracter une avance garantie à un jour auprès de la Banque par l'intermédiaire du mécanisme permanent d'octroi de liquidités au taux officiel d'escompte (le taux cible majoré de 25 points de base), qui correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle.

7 Pour en apprendre davantage sur le STPGV, voir <http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/principaux-systemes-de-paiement-canadiens/#stpgv/>.

8 Il existe deux mécanismes permanents de prêt : le mécanisme permanent d'octroi de liquidités, qui s'adresse aux participants au STPGV, et le mécanisme permanent de prise en pension à un jour, qui est destiné aux négociants principaux.

9 Au quotidien, il peut y avoir de l'incertitude entourant le moment où sont effectuées certaines opérations sur les marchés, par exemple la date de règlement à laquelle une fusion et acquisition peut se produire, ou des erreurs de prévision, surtout les jours où le volume des opérations est élevé, en raison de la difficulté qu'ont les participants au STPGV à estimer leurs propres flux de trésorerie et ceux de leurs clients.

Figure 1 : Fourchette opérationnelle de la Banque du Canada



Ces modalités favorisent l'exécution de transactions sur le marché des fonds à un jour à des taux situés à l'intérieur de la fourchette opérationnelle. En effet, les participants savent qu'ils obtiendront au moins l'équivalent du taux de rémunération des dépôts sur les soldes positifs et qu'ils n'auront pas à payer plus que le taux officiel d'escompte pour couvrir les découverts sur leur compte de règlement. Comme les coûts d'opportunité d'un emprunt et d'un dépôt auprès de la Banque à la fin de chaque journée sont généralement les mêmes lorsque le point médian de la fourchette opérationnelle est utilisé comme valeur de référence (c'est-à-dire ± 25 points de base), les participants sont incités à conclure entre eux des opérations au taux cible du financement à un jour fixé par la Banque ou à un taux s'en approchant.

Mécanisme permanent d'octroi de liquidités

Dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités, la Banque du Canada accorde régulièrement des prêts (avances) à un jour aux participants au STPGV qui connaissent des pénuries temporaires de liquidités en raison de frictions de paiement imprévues¹⁰. La Banque consent des avances aux participants au STPGV dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités en échange de garanties données au moyen d'un large éventail de sûretés de grande qualité¹¹. En facilitant le règlement des opérations à un jour dans le STPGV, le mécanisme permanent d'octroi de liquidités renforce la politique monétaire tout en favorisant le bon fonctionnement du système financier.

Le mécanisme permanent d'octroi de liquidités aide la Banque à renforcer la politique monétaire, car les participants au STPGV qui ont accès au mécanisme payent le taux officiel d'escompte. Le coût plus élevé du recours au mécanisme permanent d'octroi de liquidités incite les participants au STPGV

¹⁰ Pour en apprendre davantage sur les principaux systèmes de paiement canadiens, voir <http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/principaux-systemes-de-paiement-canadiens/>.

¹¹ Les actifs acceptés en garantie comprennent les titres émis ou garantis par le gouvernement du Canada ou d'une province, et d'autres titres de grande qualité qui satisfont à la politique de la Banque régissant les actifs acceptés en garantie dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Pour en apprendre davantage sur ces actifs, voir <http://www.banqueducanada.ca/2015/06/liste-actifs-acceptes-garantie-cadre-mecanisme-15-juin-2015/>.

à couvrir leurs soldes débiteurs nets en effectuant avec d'autres participants des opérations à des taux situés à l'intérieur de la fourchette opérationnelle avant de faire appel à ce mécanisme pour procéder au règlement. Bien que les participants au STPGV soient les seuls à avoir accès au mécanisme permanent d'octroi de liquidités (et à un mécanisme de dépôt), cette incitation soutient plus largement les objectifs de la politique monétaire de la Banque en influençant le comportement d'un groupe élargi d'acteurs du marché par la voie de leurs relations avec les participants au STPGV.

Le mécanisme permanent d'octroi de liquidités favorise également le bon fonctionnement du système financier et du système de paiement en fournissant des liquidités à un jour aux institutions qui sont dans l'incapacité d'emprunter des fonds à leurs homologues du STPGV. Dans la majorité des cas, les participants au STPGV peuvent s'emprunter des fonds pour régler tout solde négatif net à la fin de la journée au sein du système de paiement. Il arrive toutefois qu'un participant ne puisse trouver de prêteur au sein du STPGV à court préavis en raison d'écarts temporels de trésorerie ou d'exigences techniques et opérationnelles, comme l'atteinte de la limite de crédit de la contrepartie aux fins de la gestion des risques. Le mécanisme permanent d'octroi de liquidités permet aux participants au STPGV d'être en mesure de couvrir des pénuries temporaires de fonds découlant du règlement quotidien des paiements dans le STPGV.

Le mécanisme permanent d'octroi de liquidités ne s'adresse pas aux institutions qui connaissent des pénuries de liquidités persistantes — ces dernières révélant généralement des tensions financières plus structurelles au sein d'une institution en particulier. Dans de telles circonstances extraordinaires, les institutions devraient envisager de demander une aide d'urgence à la Banque.

Mécanisme permanent de prise en pension à un jour

En 2009, la Banque a introduit un nouveau mécanisme permanent, le mécanisme permanent de prise en pension à un jour, afin de fournir une source de financement aux négociants principaux de titres du gouvernement du Canada qui n'ont pas accès au mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Ce nouveau mécanisme permanent offre un dispositif de soutien à ces négociants principaux par l'octroi, au taux officiel d'escompte, de prêts à un jour sur nantissement. Il aide à combler les écarts éventuels dans la mise en œuvre de la politique monétaire par l'intermédiaire du système de paiement en veillant à ce que tous les principaux acteurs du marché du financement à un jour bénéficient d'un accès comparable aux liquidités à un jour garanties au taux officiel d'escompte, ce qui renforce la limite supérieure de la fourchette opérationnelle.

Ajustement du niveau des soldes de règlement

À la fin de chaque journée, la Banque fixe, pour les soldes de règlement du STPGV, une cible pour le jour suivant. Cette cible aide à établir les conditions de fonctionnement du marché du financement à un jour. La modification du niveau cible des soldes de règlement peut également envoyer un signal fort montrant la détermination de la Banque à renforcer le taux cible du financement à un jour¹².

¹² Pour en apprendre davantage sur la façon dont la Banque atteint le niveau cible des soldes de règlement, voir <http://www.banqueducanada.ca/marches/operations-marches-octroi-liquidites/cadre-regissant-operations-marches-octroi-liquidites/>.

Le STPGV est un système fermé, ce qui signifie que la position de trésorerie nette de l'ensemble des participants sera toujours de zéro. Par conséquent, tout participant au STPGV dont le solde de règlement est débiteur sait qu'il y a au moins un autre participant dont le compte affiche un excédent d'un montant égal à son déficit et avec qui des transactions pourraient se conclure aux taux du marché. La Banque est elle aussi participante au STPGV et offre des soldes de règlement positifs aux autres participants en ciblant simplement une position déficitaire pour elle-même dans le STPGV. Les soldes de règlement fixés par la Banque aident à diminuer les coûts de transaction et les autres coûts liés au processus de règlement de fin de journée. En conséquence, ces soldes réduisent la nécessité pour les participants d'obtenir fréquemment de petites avances auprès de la Banque, parce qu'ils devraient être en mesure de couvrir une position déficitaire en empruntant à d'autres participants.

Changer le niveau des soldes de règlement permet à la Banque de renforcer efficacement le taux cible du financement à un jour, surtout lorsqu'elle est exposée à des pressions à la hausse persistantes ou saisonnières, à l'image de celles qui surviennent vers la fin d'un trimestre ou à la fin de l'exercice financier des banques commerciales¹³.

Le relèvement du niveau des soldes de règlement incite fortement les participants au STPGV à prêter leurs fonds et crée une pression à la baisse sur le taux du financement à un jour, car les soldes de règlement plus élevés se traduisent par des soldes positifs à la fin de la journée pour certains participants. Ces fonds doivent être déposés auprès de la Banque pour une durée d'un jour et sont rémunérés au taux de rémunération des dépôts.

Opérations de prise en pension à un jour et de cession en pension à un jour

La Banque effectue des opérations de prise en pension à un jour et de cession en pension à un jour pour soutenir davantage la mise en œuvre efficace de la politique monétaire en injectant ou en retirant des liquidités intrajournalières, ce qui renforce le taux cible du financement à un jour de la Banque.

Lorsque les transactions sur le marché général des pensions à un jour sont réalisées pour la plupart à des taux supérieurs au taux cible de la Banque, cette dernière peut injecter des liquidités au moyen d'opérations de prise en pension à un jour. À cette fin, elle achète des titres du gouvernement du Canada auprès de négociants principaux tout en s'engageant à les revendre aux mêmes contreparties le jour ouvrable suivant. À l'inverse, la Banque peut retirer des liquidités au moyen d'opérations de cession en pension à un jour.

Avant le 1^{er} octobre 2015, ces opérations étaient effectuées à un taux fixe égal au taux cible de la Banque. Le cadre de la Banque régissant les opérations sur les marchés a toutefois fait l'objet d'un examen interne : désormais, les opérations sont réalisées au moyen d'adjudications concurrentielles, et les limites applicables aux contreparties de même que la limite globale sont plus élevées. Ce changement apporté à la façon dont les fonds sont distribués

◀ *Ce changement apporté à la façon dont la Banque distribue les fonds dans le cadre de ses opérations de prise en pension à un jour permet d'allouer les fonds aux contreparties qui en ont le plus besoin.*

¹³ Au printemps 2009, au milieu de la crise financière mondiale, la Banque a temporairement modifié son cadre opérationnel pour établir le taux cible du financement à un jour et le taux de rémunération des dépôts à 0,25 %. Afin d'orienter le taux du financement à un jour vers cette valeur, la Banque a fixé le niveau cible des soldes de règlement à 3 milliards de dollars, son plus haut niveau depuis la création du STPGV.

permet d'allouer les fonds aux contreparties qui en ont le plus besoin¹⁴. Si nécessaire, la Banque est disposée à conclure plusieurs séries d'opérations de prise en pension à un jour ou de cession en pension à un jour.

Faciliter le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens

La Banque effectue des opérations sur les marchés financiers avec des contreparties admissibles afin de soutenir sa politique monétaire et le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens. Il s'agit habituellement de l'achat ou de la vente d'actifs financiers. La taille du portefeuille d'actifs financiers de la Banque est généralement liée au rôle que joue cette dernière dans l'émission de la monnaie, plus précisément les billets de banque ou papier-monnaie, et à la quantité de monnaie en circulation. L'émission de billets de banque crée un passif pour la Banque, le plus important à son bilan. Les dépôts du gouvernement du Canada, y compris ceux qui soutiennent le plan de liquidité prudentielle de l'État, représentent habituellement le deuxième passif en importance pour la Banque.

Afin de contrebalancer ces éléments de passif, la Banque doit détenir des actifs financiers. Outre une petite part d'actifs étrangers, essentiellement des actions de la Banque des Règlements Internationaux, ces actifs financiers sont surtout libellés en dollars canadiens, tout comme les éléments du passif de la Banque, et se composent en grande partie de placements dans des titres du gouvernement du Canada et de prises en pension à plus d'un jour¹⁵. Les décisions concernant l'acquisition et la cession d'actifs financiers ainsi que la gestion du bilan de la Banque se fondent sur les principes de neutralité, de prudence et de transparence¹⁶.

La Banque maintient sa neutralité en effectuant ses transactions de la façon la plus globale possible afin de limiter les distorsions sur les marchés pouvant découler de ses activités de placement. La Banque fait preuve de prudence avant tout en choisissant des actifs qui comportent un faible risque de crédit, et affirme sa transparence en communiquant les activités liées à son bilan au grand public¹⁷.

Portefeuille de titres du gouvernement du Canada

Le portefeuille d'obligations à rendement nominal et de bons du Trésor du gouvernement du Canada acquis directement par la Banque est structuré de façon à correspondre, globalement, à la composition de l'ensemble des titres négociables à rendement nominal émis par le gouvernement fédéral

¹⁴ Les opérations de prise en pension à un jour se concluent à des taux égaux ou supérieurs au taux cible de la Banque, en fonction des conditions du marché et du comportement des enchérisseurs. De même, les opérations de cession en pension à un jour se concluent à des taux égaux ou inférieurs au taux cible de la Banque.

¹⁵ La Banque acquiert directement des obligations à rendement nominal et des bons du Trésor du gouvernement du Canada dans le cadre de soumissions non concurrentielles lors des adjudications de titres du gouvernement du Canada. La Banque peut également acquérir des titres du gouvernement du Canada émis antérieurement qui se négocient déjà sur le marché.

¹⁶ Lorsque les conditions du marché le justifient, la Banque peut mettre en œuvre des mesures de politique monétaire non traditionnelles qui pourraient donner lieu à des achats ciblés pour influencer sur certains segments de la courbe de rendement ou les achats d'autres actifs. Voir le discours prononcé par Stephen S. Poloz en décembre 2015 intitulé [Préparation prudente : l'évolution des politiques monétaires non traditionnelles](#) et, pour en apprendre davantage sur le cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque en contexte de bas taux d'intérêt, consulter l'annexe du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2009 à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/03/rpm230409.pdf>.

¹⁷ Cette obligation de transparence peut ne pas s'appliquer dans certaines circonstances exceptionnelles.

sur le marché intérieur¹⁸. En général, la Banque acquiert un pourcentage fixe d'obligations du gouvernement du Canada à chacune des adjudications afin d'atteindre les cibles de répartition de l'actif¹⁹. Le montant minimum de titres que la Banque compte acheter, qui a été réduit à 15 % le 1^{er} octobre 2015, est divulgué avant l'adjudication, tandis que le montant des obligations effectivement acquises est rendu public au moment de la diffusion des résultats de l'adjudication²⁰. Le public serait aussi mis au courant de tout changement apporté à ce pourcentage fixe d'achats. Cette mesure soutient le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens parce que la neutralité et la prévisibilité des acquisitions aident à atténuer la volatilité ou les distorsions de prix éventuelles sur le marché des titres du gouvernement du Canada.

Opérations de prise en pension à plus d'un jour

À l'issue de l'examen de son cadre régissant les opérations sur les marchés financiers, la Banque a ajouté les opérations de prise en pension à plus d'un jour — l'acquisition temporaire d'actifs de grande qualité sur le marché des prises en pension — à ses opérations courantes le 1^{er} octobre 2015. Cette décision visait à favoriser le fonctionnement ordonné des marchés financiers canadiens, à aider la Banque à gérer son bilan et à fournir à la Banque de l'information sur la situation des marchés de financement à court terme²¹.

Grâce aux opérations de prise en pension à plus d'un jour qu'elle effectue, la Banque a moins besoin d'acquérir directement des titres du gouvernement du Canada pour son bilan, ce qui améliore la liquidité de ces titres et soutient ainsi le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens. Comme la Banque conserve généralement ses titres du gouvernement du Canada jusqu'à l'échéance, le fait d'en acheter moins améliore leur liquidité, car ils sont ainsi plus disponibles sur le marché pour les investisseurs et les autres participants qui souhaiteraient les négocier. Ces prises en pension à plus d'un jour pourraient stimuler l'expansion et la liquidité du marché des pensions à long terme au Canada. Elles donnent également à la Banque une marge de manœuvre accrue dans la gestion de ses actifs.

Programme de prêt de titres

La Banque a établi le Programme de prêt de titres en 2002 pour aider à soutenir la liquidité du marché des titres du gouvernement du Canada en fournissant une source secondaire et temporaire de titres. Dans le cadre de ce programme, la Banque peut prêter aux négociants principaux une partie (jusqu'à 50 %) de son portefeuille de titres du gouvernement du Canada lorsqu'elle juge qu'une obligation ou un bon du Trésor n'est pas disponible ou se négocie en deçà d'un certain seuil sur le marché des pensions. Les titres sont prêtés par processus d'appel d'offres jusqu'au jour ouvrable suivant.

¹⁸ La Banque n'achète ni ne détient d'obligations à rendement réel du gouvernement du Canada en raison du faible volume des émissions de ces titres et aussi pour éviter toute apparence de conflit avec la politique monétaire.

¹⁹ La Banque acquiert également des bons du Trésor et des bons de gestion de trésorerie du gouvernement du Canada, mais pour des montants qui varient en fonction des projections faites par le personnel de la Banque concernant la demande future de billets de banque et d'autres passifs, et des échéances des bons du Trésor qu'elle détient au moment de chaque adjudication.

²⁰ Les renseignements détaillés concernant l'adjudication, y compris le montant minimum de titres que la Banque compte acheter, sont divulgués environ une semaine avant chaque adjudication d'obligations dans l'appel de soumissions. Les résultats sont diffusés la journée de l'adjudication des obligations.

²¹ Les opérations de prise en pension à plus d'un jour effectuées par la Banque sont généralement assorties d'échéances d'un mois et de trois mois environ. La Banque peut aussi effectuer des prises en pension à plus d'un jour pour diverses échéances, par exemple pour contrebalancer les variations saisonnières de la demande de billets de banque.

Ce programme concourt à la liquidité du marché des titres du gouvernement du Canada et est conçu pour favoriser l'efficacité de la compensation et de la découverte des prix. Un marché des titres du gouvernement du Canada liquide et efficace est important pour le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens. Il aide le gouvernement et les autres emprunteurs dans leurs activités de financement et appuie les objectifs de la Banque en ce qui concerne la transmission de la politique monétaire.

Fournir des liquidités dans des circonstances extraordinaires

Dans certaines circonstances exceptionnelles, la Banque a le pouvoir de fournir des liquidités pour contribuer à la stabilité du système financier. Lorsque de fortes tensions s'exercent sur la liquidité à l'échelle du système, la Banque dispose de différents moyens pour injecter des liquidités dans l'ensemble du marché. Elle peut notamment consentir des avances garanties et effectuer des opérations d'achat et de vente de titres²². Toutefois, pour combler les pénuries de financement éprouvées par certaines entités financières, l'outil approprié serait généralement l'aide d'urgence.

L'origine des tensions financières est un important facteur dont il faut tenir compte en vue de déterminer si les liquidités doivent être injectées dans l'ensemble du marché ou de façon bilatérale (par l'octroi d'une aide d'urgence, par exemple)²³. Plus particulièrement, la Banque examine la mesure dans laquelle le problème à l'origine des tensions est généralisé ou non. Les tensions peuvent s'exercer dans l'ensemble des marchés financiers canadiens, par exemple, et découler d'une aversion générale pour le risque ou de facteurs à l'extérieur du Canada, ou toucher une seule institution financière canadienne, comme un participant au STPGV. Les mécanismes d'octroi de liquidités destinés à l'ensemble du marché sont conçus pour répondre aux facteurs externes, tandis que l'aide d'urgence sert dans les cas touchant une institution canadienne en particulier.

À titre d'exemple, les mécanismes destinés à l'ensemble du marché ont servi lorsque les marchés financiers mondiaux ont subi d'intenses pressions en 2008 par suite d'une série de défaillances et de quasi-défaillances d'institutions financières aux États-Unis et en Europe. La liquidité avait décliné pour les entités financières et non financières, et bon nombre de ces emprunteurs éprouvaient de la difficulté à obtenir du financement de marché. Au Canada, la liquidité avait également diminué sur les marchés financiers, mais la détérioration était beaucoup moins prononcée que dans d'autres marchés. Étant donné que les tensions touchaient l'ensemble du marché et qu'elles n'étaient pas imputables à une grave pénurie de liquidités idiosyncrasique touchant une institution financière canadienne en particulier, la Banque a accru son injection de liquidités et mis en place une série de dispositifs temporaires, afin de fournir des liquidités dans l'ensemble du marché.

Octroi de liquidités à l'ensemble du marché

Lorsque survient une pénurie de liquidités prononcée et généralisée, la Banque a la possibilité d'élargir ses outils (par exemple, opérations de prise en pension à un jour et de cession en pension à un jour, opérations de prise en pension à plus d'un jour) en fonction de différents paramètres

◀ *L'origine des tensions financières est un important facteur dont il faut tenir compte en vue de déterminer si les liquidités doivent être injectées dans l'ensemble du marché ou de façon bilatérale.*

²² De telles avances seraient consenties sous réserve des *Règles régissant les avances aux institutions financières*. Pour obtenir de plus amples renseignements, voir <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2015/12/regles-regissant-avances-institutions-financieres.pdf>.

²³ Les institutions financières ou les infrastructures de marchés financiers canadiennes qui sont aux prises avec des pénuries de liquidités persistantes peuvent demander une aide d'urgence à la Banque et doivent à cette fin respecter certains critères d'admissibilité.

en vue de soutenir le fonctionnement efficient des marchés financiers canadiens. Toutefois, si la Banque estime que la pénurie de liquidités pourrait s'aggraver ou nécessiter une marge de manœuvre accrue, elle peut mettre en place des mécanismes supplémentaires d'apport de liquidités à l'ensemble du marché pour mieux soutenir les besoins en la matière. Pour évaluer les tensions qui s'exercent à l'échelle du système, la Banque peut se fonder sur ses opérations habituelles de prise en pension à plus d'un jour, lesquelles donnent de l'information sur les marchés du financement à court terme qui complète les renseignements recueillis par la Banque au moyen de ses activités de veille des marchés.

Élargissement des outils existants

En ce qui concerne l'élargissement des outils existants, la Banque pourrait accroître la quantité ou le montant total de liquidités octroyées (possiblement tout en haussant le niveau des soldes de règlement), prolonger l'échéance ou augmenter la fréquence des opérations. D'autres améliorations peuvent être apportées aux opérations, par exemple élargir la liste de garanties et de contreparties admissibles, sous réserve des critères que la Banque juge appropriés.

Élargir les outils existants pour réagir à de fortes tensions qui s'exercent sur la liquidité à l'échelle du système présente un grand avantage : comme il s'agit d'outils courants, le recours à ces mécanismes durant de tels épisodes serait soumis à peu de préjugés défavorables. Les contreparties touchées par une grave crise de liquidité pourraient donc être plus disposées à se tourner vers les mécanismes d'octroi de liquidités élargis de la Banque, lesquels aideraient à normaliser la situation plus rapidement. Cependant, pour résoudre les tensions systémiques s'exerçant sur la liquidité, la Banque aura besoin d'une plus grande marge de manœuvre et devra élargir ses outils existants.

Cette nécessité d'une marge de manœuvre accrue s'explique notamment par le fait que les opérations de la Banque font généralement appel à un mécanisme d'adjudication et sont menées à intervalles fixes, ce qui ne constitue pas toujours la formule la plus efficace. Par exemple, selon certains scénarios de crise, il est possible que les institutions en ayant le plus besoin n'aient pas suffisamment accès aux liquidités ou n'y aient pas accès du tout — même si la Banque augmente la fréquence de ses opérations. De même, à mesure que s'exacerberaient les craintes d'une hausse des tensions systémiques exercées sur la liquidité, les acteurs du marché pourraient se mettre à accumuler des liquidités et devenir ainsi moins disposés à redistribuer les liquidités de la banque centrale.

La répartition des liquidités et le moment où elles sont injectées pourraient donc se révéler des facteurs déterminants lorsqu'il y a lieu de réagir à des tensions s'exerçant sur la liquidité à l'échelle du marché ou de tenter activement de limiter leur intensification. Par conséquent, un autre moyen par lequel la Banque pourrait octroyer des liquidités à l'ensemble du marché de manière plus proactive et avec plus de souplesse serait d'utiliser le mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour, qui deviendrait, une fois activé, un mécanisme bilatéral permanent (facilement accessible).

Mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour

Le mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour est le mécanisme permanent dont dispose la Banque pour intervenir en cas de crise de liquidité généralisée. Une fois activé, il permettrait de procurer

◀ Pour résoudre les tensions systémiques s'exerçant sur la liquidité, la Banque aura besoin d'une plus grande marge de manœuvre et devra élargir ses outils existants.

◀ Une fois activé, le mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour offrirait une plus grande flexibilité pour octroyer des liquidités à l'ensemble du marché sur une base permanente.

des liquidités aux contreparties admissibles, directement et sur demande. La Banque aurait ainsi la latitude voulue pour octroyer des liquidités à des entités autres que les négociants principaux et leurs sociétés affiliées, à sa discrétion et si elle le jugeait nécessaire, en vue de soutenir la stabilité du système financier canadien. Ces autres contreparties seraient alors tenues de démontrer qu'elles sont très actives sur les marchés monétaire ou obligataire canadiens; elles devraient également être assujetties à la réglementation fédérale ou provinciale et respecter toute autre condition imposée par la Banque.

Le mécanisme serait activé et désactivé à la discrétion de la Banque lorsque les conditions le justifieraient, et les modalités d'application de ce mécanisme seraient publiées au moment de l'activation. Non seulement ces mesures aideraient à donner aux contreparties l'assurance qu'un mécanisme exceptionnel d'octroi de liquidités à l'ensemble du marché est en place, mais elles contribueraient aussi à atténuer l'aléa moral inhérent, du fait que l'activation du mécanisme et ses modalités seraient laissées à la discrétion de la Banque. Ce mécanisme ne servirait pas à absorber des chocs de liquidité idiosyncrasiques touchant certaines institutions en particulier.

Si le mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour était activé, la Banque appliquerait une procédure de communication prudente, par exemple en préservant la confidentialité de la contrepartie, propre à atténuer la possibilité de perception négative pouvant découler du recours à ce mécanisme. La Banque ferait également preuve d'un degré de transparence adéquat envers le public et fournirait en temps voulu des renseignements comme la date de l'opération, le montant, les modalités et le taux.

Octroi d'une aide d'urgence

La Banque du Canada peut, à sa discrétion, accorder une aide d'urgence sous forme de prêt ou d'avance à des institutions financières et à des infrastructures de marchés financiers admissibles. Offerte dans des circonstances extraordinaires, l'aide d'urgence sert à fournir des liquidités de dernier ressort à des institutions financières ou à des infrastructures de marchés financiers particulières aux prises avec de graves problèmes de liquidité. Pour de plus amples renseignements sur la politique d'octroi d'une aide d'urgence de la Banque et les changements dont elle a fait récemment l'objet, voir l'article intitulé « Récentes modifications à la politique d'octroi d'une aide d'urgence de la Banque du Canada » dans la présente livraison.

Conclusion

Les marchés financiers ont évolué et devraient continuer de le faire, en raison de leur nature dynamique. Pour atteindre ses objectifs de politique monétaire et de stabilité financière, la Banque continuera de suivre régulièrement l'évolution des marchés financiers et d'envisager avec prudence les modifications appropriées qu'elle pourrait apporter à son cadre en réponse aux changements s'opérant dans l'environnement externe.

Tableau 1 : Résumé du cadre de la Banque régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités

Renforcer le taux cible du financement à un jour		
Objectif	Outil	Principales caractéristiques
Traiter les excédents temporaires de liquidités en fin de journée qui résultent de frictions de paiement imprévues dans le STPGV	Dépôts à la Banque du Canada	<ul style="list-style-type: none"> ▪ À la discrétion de la contrepartie ▪ Échéance d'un jour ▪ Taux de rémunération des dépôts ▪ Absorption de liquidités ▪ Offert aux participants au STPGV
Traiter les pénuries temporaires de liquidités en fin de journée qui résultent de frictions de paiement imprévues dans le STPGV	Mécanisme permanent d'octroi de liquidités Mécanisme permanent de prise en pension à un jour	<ul style="list-style-type: none"> ▪ À la discrétion de la contrepartie ▪ Échéance d'un jour ▪ Taux officiel d'escompte ▪ Injection de liquidités <p>Mécanisme permanent d'octroi de liquidités</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Avance garantie ▪ Offert aux participants au STPGV <p>Mécanisme permanent de prise en pension à un jour</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Opération de pension ▪ Offert aux négociants principaux
Aider à réduire la recherche de contreparties et les autres frictions au cours de la journée et durant le processus de fin de journée du STPGV	Ajustement du niveau des soldes de règlement	<ul style="list-style-type: none"> ▪ À la discrétion de la Banque ▪ Niveau cible fixé habituellement au-dessus de zéro ▪ Injection de liquidités ▪ Offert aux participants au STPGV
Traiter les problèmes de liquidités intrajournalières généralisés	Opérations de prise en pension à un jour Opérations de cession en pension à un jour	<ul style="list-style-type: none"> ▪ À la discrétion de la Banque ▪ Échéance d'un jour ▪ Adjudication à prix multiples ▪ Absorption ou injection de liquidités ▪ Opération de pension ▪ Offert aux négociants principaux
Soutenir le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens		
Objectif	Outil	Principales caractéristiques
Gérer le bilan de la Banque avec prudence, transparence et neutralité par rapport aux marchés	Achats sur le marché primaire de bons du Trésor et d'obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Achats structurés de façon à refléter, dans l'ensemble, la composition de l'encours des titres négociables à rendement nominal émis par le gouvernement fédéral sur le marché intérieur ▪ Acquisition d'un pourcentage fixe d'obligations dans le cadre de soumissions non concurrentielles, à chacune des adjudications, et achats de bons du Trésor pour des montants qui varient en fonction des besoins de la Banque au regard de son bilan
Gérer le bilan de la Banque et favoriser le fonctionnement ordonné des marchés du financement à court terme du Canada	Opérations de prise en pension à plus d'un jour	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Calendrier annoncé à l'avance ▪ Échéance variable, mais généralement à un mois et à trois mois ▪ Injection de liquidités ▪ Adjudication à prix multiples ▪ Opération de pension ▪ Offert aux négociants principaux
Aider à soutenir la liquidité et l'efficacité de la compensation et de la découverte des prix sur le marché des titres du gouvernement du Canada	Programme de prêt de titres	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Déclenchement du seuil d'intervention ▪ Échéance d'un jour ▪ Adjudication à prix multiples ▪ Prêt garanti ▪ Offert aux négociants principaux

(suite à la page suivante)

Tableau 1 : Résumé du cadre de la Banque régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités (suite)

Fournir des liquidités dans des circonstances extraordinaires		
Objectif	Outil	Principales caractéristiques
Répondre à de graves tensions systémiques s'exerçant sur la liquidité à l'échelle du système financier	Élargissement des opérations existantes	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Élargissement des opérations existantes en fonction de différents paramètres, par exemple : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Le montant des liquidités injectées ou absorbées ▪ L'échéance ▪ Les garanties admissibles ▪ La fréquence des opérations ▪ Offert aux négociants principaux, mais pourrait être offert à d'autres entités
Se doter d'une plus grande marge de manœuvre en cas de graves tensions systémiques s'exerçant sur la liquidité	Mécanisme conditionnel de prise en pension	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Activation à la discrétion de la Banque ▪ À la discrétion de la contrepartie après l'activation ▪ Opération de pension ▪ Modalités publiées au moment de l'activation ▪ Offert aux négociants principaux, mais pourrait être offert à d'autres entités
Fournir des liquidités de dernier ressort à des institutions financières ou à des infrastructures de marchés financiers particulières aux prises avec de graves problèmes de liquidité	Aide d'urgence	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Avance ou prêt garantis accordés à la discrétion de la Banque ▪ Échéance maximale de six mois, renouvelable à la discrétion de la Banque ▪ Taux d'intérêt minimum : taux officiel d'escompte ▪ Offert aux membres de Paiements Canada ▪ Autres critères d'admissibilité : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Institutions financières fédérales : cadre de redressement et de résolution crédible ▪ Institutions financières provinciales : cadre de redressement et de résolution crédible; indemnisation par la province; importance pour la stabilité du système financier ▪ Infrastructures de marchés financiers : assujetties par désignation à la surveillance de la Banque