

Évaluation initiale des changements apportés au cadre de la Banque du Canada régissant les opérations sur les marchés

Kaetlynd McRae, Sean Durr et David Manzo, département des Marchés financiers

- En 2015, la Banque du Canada a procédé à un examen approfondi du cadre qui régit les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités afin de tenir compte des enseignements tirés de la crise financière mondiale et de l'évolution de l'environnement entourant les marchés.
- Il a été conclu que le cadre était généralement efficace, mais des changements ont néanmoins été apportés à plusieurs instruments qui en relèvent, de façon à permettre à la Banque d'atteindre plus aisément ses objectifs. Ces objectifs consistent à renforcer le taux cible du financement à un jour et à favoriser le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens dans des conditions normales de marché.
- À première vue, ces changements ont aidé la Banque à mieux réaliser ses objectifs touchant la politique monétaire et la stabilité financière.

Le cadre qui régit les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités (le cadre opérationnel) est déterminant pour la réalisation des objectifs de la Banque du Canada se rapportant à la politique monétaire et à la stabilité financière. Ce cadre opérationnel est conçu pour renforcer le taux cible du financement à un jour, favoriser le bon fonctionnement des marchés financiers et injecter des liquidités au sein du système financier. Notre article contient une évaluation préliminaire de l'efficacité des changements apportés au cadre opérationnel dans des conditions normales de marché. Il apporte également des compléments à l'article publié dans la livraison d'automne 2016 de la *Revue de la Banque du Canada*, article portant sur ces changements (De Guzman, 2016).

L'article se divise en deux sections. La première donne une vue d'ensemble du cadre opérationnel de la Banque et de ses objectifs connexes. La deuxième comporte une évaluation préliminaire de l'efficacité des changements apportés aux outils qu'utilise la Banque et aux nouveaux outils adoptés à la suite d'un examen approfondi mené en 2015. L'évaluation englobe aussi les modifications effectuées à la manière dont la Banque acquière des actifs

financiers pour les besoins de son bilan, au seuil d'intervention dans le cadre du programme de prêt de titres et au mode de distribution des fonds dans le cadre des opérations d'open market à un jour.

Les objectifs du cadre opérationnel

Conformément à son mandat de « favoriser la prospérité économique et financière du Canada », la Banque est chargée d'assurer la conduite de la politique monétaire de manière à maintenir le taux d'inflation à un niveau bas et stable et, en collaboration avec d'autres organismes, de promouvoir la stabilité et la résilience du système financier canadien¹.

Dans l'exercice de ses responsabilités au regard de la politique monétaire et du système financier, la Banque effectue une pluralité d'opérations sur les marchés financiers. Chaque outil du cadre opérationnel est conçu pour permettre le succès de l'un des objectifs suivants ou des deux :

- mettre en œuvre la politique monétaire en renforçant le taux cible du financement à un jour;
- concourir à la stabilité financière en facilitant le fonctionnement efficient des marchés financiers canadiens et en fournissant des liquidités de dernier ressort dans des circonstances exceptionnelles.

En temps normal, la Banque préfère intervenir le moins possible sur les marchés financiers afin que ses activités sur le marché s'accompagnent d'un minimum de répercussions. Elle utilise ses instruments seulement si elle le juge nécessaire et compte sur ses contreparties, à savoir les négociants principaux de titres du gouvernement du Canada, pour redistribuer les liquidités de banque centrale au sein du système financier².

L'examen du cadre opérationnel de la Banque

En réaction aux transformations qui ont été observées dans le fonctionnement des marchés depuis la crise financière mondiale et sur la base des enseignements tirés des mesures exceptionnelles de politique monétaire appliquées de 2008 à 2010, la Banque a procédé à un examen approfondi de son cadre opérationnel, examen qui a pris fin en 2015³. Même s'il a été conclu que le cadre était généralement efficace au regard des objectifs qui lui sont assignés, des modifications ont été apportées à plusieurs instruments⁴. Ces changements sont entrés en vigueur le 1^{er} octobre 2015. La section qui suit donne un aperçu des outils opérationnels employés par la Banque dans des conditions normales de marché; cette section est destinée aux lecteurs qui comprennent déjà, dans ses grandes lignes, le cadre opérationnel de la Banque. Le site Web de la Banque du Canada et l'article de De Guzman (2016) apportent des compléments d'information sur ces outils.

Concourir au bon fonctionnement des marchés financiers canadiens

La Banque utilise les actifs portés à son bilan pour faciliter l'emploi des outils de son cadre opérationnel. L'encours du portefeuille d'actifs financiers de la Banque dépend de la valeur des billets de banque en circulation. Pour contrebalancer le passif lié aux billets de banque et à d'autres opérations, la Banque acquiert des actifs libellés en dollars canadiens. Avant la création

¹ D'après la *Loi sur la Banque du Canada*

² La liste de ces négociants figure dans le [site Web de la Banque](#).

³ Pour obtenir davantage de précisions sur les enseignements tirés et sur la nouvelle dynamique des marchés, voir Lavoie, Sebastian et Traclet (2011).

⁴ Pour de plus amples renseignements, voir le [site Web de la Banque](#).

du programme régulier de prise en pension à plus d'un jour en 2015, ces actifs étaient habituellement acquis par l'achat de titres du gouvernement du Canada sur le marché primaire⁵.

Un marché des titres du gouvernement du Canada liquide et transparent est important pour le fonctionnement efficient des marchés financiers canadiens. Il aide le gouvernement et les autres emprunteurs dans leurs activités de financement et favorise la réussite des objectifs de la Banque en ce qui concerne la transmission de la politique monétaire. Cependant, comme le bilan de la Banque va continuer à s'accroître avec l'augmentation de l'encours de la valeur des billets en circulation, on a craint que la présence de la Banque sur le marché des titres du gouvernement du Canada se fasse plus sentir au fil du temps et que l'institution ait une influence sur l'encours des titres négociables du gouvernement du Canada, voire sur le bon fonctionnement de ce marché.

Pour faciliter le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens, dont le marché des titres du gouvernement du Canada, la Banque a opéré les changements suivants :

▪ ***Elle a mis en place des opérations régulières de prise en pension à plus d'un jour, lesquelles lui permettent de réduire ses achats d'obligations du gouvernement du Canada lors d'adjudications.***

Dans le cadre d'adjudications, la Banque remet au plus offrant des espèces en échange de titres négociables libellés en dollars canadiens d'une durée d'un ou trois mois. Elle a intégré ce type d'acquisitions à ses opérations courantes le 1^{er} octobre 2015, pour faciliter la gestion de son bilan⁶. Elle peut ainsi réduire le montant des obligations du gouvernement du Canada (celles qui sont déjà des obligations de référence ou qui serviront bientôt d'obligations de référence) qu'il lui faut acheter sur le marché primaire et peut également de cette façon soutenir la liquidité de ces titres. Il importe que les obligations de référence demeurent liquides étant donné leur rôle crucial dans le fonctionnement des marchés intérieurs de titres à revenu fixe, puisqu'elles servent d'étalon pour la détermination des prix de nombreux titres au comptant et instruments dérivés et pour les activités de couverture qui leur sont associées. Outre ce soutien à la liquidité des obligations du gouvernement du Canada, les opérations de prise en pension permettent aussi à la Banque de surveiller plus directement les conditions de liquidité des marchés du financement à terme⁷.

▪ ***Elle a abaissé le seuil de ses interventions en ce qui concerne le prêt de titres du gouvernement du Canada à faible taux.*** Créé en 2002, le programme de prêt de titres soutient la liquidité des titres du gouvernement canadien en fournissant au marché une source secondaire et

5 La Banque acquiert surtout des obligations à rendement nominal et des bons du Trésor du gouvernement du Canada pour son bilan en présentant des soumissions non concurrentielles aux adjudications de titres d'État; elle peut également acquérir ces titres sur le marché secondaire. Le portefeuille est structuré de façon à correspondre globalement à la composition du portefeuille de titres négociables à rendement nominal émis par le gouvernement fédéral sur le marché intérieur. Les actifs étrangers forment une petite part : il s'agit essentiellement d'actions de la Banque des Règlements Internationaux.

6 Par le passé, la Banque procédait à des opérations ad hoc de prise en pension à plus d'un jour pour gérer son bilan pendant les périodes de forte demande saisonnière de billets de banque. Il s'agissait d'opérations à court terme (souvent assorties d'une échéance de moins d'un mois), et les garanties admises se limitaient aux titres du gouvernement du Canada.

7 Lorsque la Banque réalisait des opérations de prise en pension à plus d'un jour de nature analogue durant la crise financière, les taux observés apportaient des indications utiles sur les conditions de financement et permettaient d'avertir l'institution de la proximité d'une résurgence des tensions. Jusqu'à présent, les opérations se sont dénouées à des taux assez voisins du taux de soumission minimal fixé par la Banque, ce qui témoigne de l'absence de tensions importantes sur les marchés de financement canadiens depuis la naissance du programme.

temporaire de titres. Dans le cadre de ce programme, la Banque peut prêter aux négociants principaux une partie de son portefeuille de titres du gouvernement du Canada lorsqu'elle juge qu'une obligation ou qu'un bon du Trésor se négocie en deçà d'un certain seuil ou n'est pas disponible sur le marché des prises en pension à un jour. En pareil cas, les titres sont prêtés par processus d'appel d'offres jusqu'au jour ouvrable suivant. Le seuil a été abaissé pour qu'il corresponde au taux cible minoré de 50 points de base quand le taux du financement à un jour est égal ou inférieur à 1 %, de manière à inciter davantage les participants à effectuer des opérations à des taux plus concurrentiels avant de faire appel au programme de la Banque. Ce seuil était auparavant égal à la moitié du taux cible du financement à un jour.

Le lecteur trouvera de plus amples renseignements sur les opérations régulières de prise en pension à plus d'un jour et le programme de prêt de titres, y compris les modalités, dans le site Web de la Banque.

Renforcer le taux cible du financement à un jour

La Banque mène la politique monétaire en établissant et en renforçant un taux cible pour les fonds à un jour 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 une échéance d'un jour ouvrable. Le taux du financement à un jour et les attentes relatives à sa trajectoire future influent également sur les taux d'intérêt à long terme ainsi que sur les prix d'un grand nombre d'actifs. Pour renforcer le taux cible du financement à un jour, la Banque peut modifier le niveau des soldes de règlement à un jour et conclure des opérations d'open market sur le marché à un jour.

Pour mieux renforcer le taux cible, la Banque a procédé au changement suivant :

- ***Elle se livre désormais à des opérations de prise en pension et de cession en pension dans le cadre d'opérations d'open market à un jour réalisées au moyen d'un processus d'adjudication concurrentiel.***

Quand les transactions dans le marché général des pensions à un jour s'effectuent à des taux supérieurs au taux cible de la Banque, celle-ci peut injecter des liquidités intrajournalières en menant des opérations de prise en pension à un jour, c'est-à-dire en achetant des titres du gouvernement du Canada auprès des négociateurs principaux et en les revendant le jour ouvrable suivant⁸. Inversement, si les transactions s'effectuent à des taux inférieurs au taux cible de la Banque, celle-ci peut retirer de la liquidité, au moyen d'opérations de cession en pension à un jour, en vendant une partie des titres du gouvernement du Canada qu'elle détient (en règle générale des obligations du Trésor) à des négociateurs principaux et en les rachetant le jour ouvrable suivant. Par suite des changements apportés en octobre 2015, ces opérations se font désormais dans le cadre d'un processus d'adjudication concurrentiel et le nombre maximum de participants a été augmenté, afin que davantage de fonds soient acheminés directement vers ceux qui en ont besoin. Des

⁸ Une opération de pension est un contrat financier semblable à un prêt garanti aux termes duquel une partie prête des liquidités et touche en retour des intérêts, tandis que la contrepartie emprunte ces liquidités et verse les intérêts. Le marché des pensions constitue un marché de financement essentiel, parce qu'il joue un rôle important dans la satisfaction des besoins de financement des institutions financières et qu'il est une source de liquidités pour les marchés au comptant. Le marché canadien des opérations de pension est présenté en détail dans Garriott et Gray (2016).

compléments d'information sur les opérations de prise en pension à un jour et de cession en pension à un jour, y compris leurs modalités d'application, figurent dans le site Web de la Banque.

Par ailleurs, la fourchette opérationnelle de la Banque a aussi pour effet d'encourager les acteurs du marché ayant un accès direct au bilan de la Banque (à savoir les participants directs au Système de transfert de paiements de grande valeur) à régler leurs soldes positifs et négatifs les uns avec les autres pendant la journée à un taux avoisinant la cible établie par la Banque (le point médian de la fourchette opérationnelle)⁹.

Évaluation de l'incidence des changements

Évaluer l'incidence des changements apportés aux opérations sur les marchés ne va pas sans difficulté. Les conditions de marché sont dynamiques et dépendent de nombreux facteurs qui ne sont pas nécessairement en lien étroit avec les opérations de la Banque, qu'il s'agisse par exemple de modifications réglementaires, de la variation de la demande de titres du gouvernement du Canada par les investisseurs ou des mouvements de l'offre et de la demande sur les marchés de titres à revenu fixe. La Banque n'a pas de prise directe sur de tels facteurs, qui peuvent réduire la comparabilité des deux cadres opérationnels pour les périodes à l'étude. De même, les changements apportés au cadre étant relativement récents, les résultats dont il est question ci-après sont dès lors considérés comme préliminaires.

Néanmoins, certaines indications nous donnent à penser que le calibrage de certains paramètres a amélioré l'efficacité du cadre opérationnel de la Banque. Un résumé des changements accompagnés de l'objectif auquel ils se rattachent se trouve au **Tableau 1** avec une description des incidences attendues.

Incidence de la réduction des achats de titres du gouvernement du Canada sur le marché primaire

Le programme de prises en pension à plus d'un jour a permis à la Banque d'acheter moins de titres du gouvernement du Canada aux adjudications pour les besoins de son bilan. La part fixe de chaque émission d'obligations à rendement nominal achetées par la Banque est passée de 20 % à son niveau actuel de 14 %. Cette réduction s'est traduite, à ce jour, par la mise à disposition sur le marché d'un volume supplémentaire d'obligations pour un montant d'environ 12 milliards de dollars, ce qui a entraîné une augmentation de l'encours des obligations de référence proposées aux participants au marché et une hausse de leur liquidité.

Depuis que la Banque a réduit ses achats d'obligations du gouvernement du Canada, le volume de transactions portant sur les obligations canadiennes, dont 75 à 80 % sont des obligations du gouvernement du Canada, a progressé d'environ 34 % par rapport à l'année avant celle où la Banque a diminué ses achats¹⁰. En outre, le nombre de défauts de règlement sur

◀ *Les conditions de marché sont dynamiques et dépendent de nombreux facteurs qui ne sont pas nécessairement en lien étroit avec les opérations de la Banque.*

⁹ Pour en apprendre davantage sur les principaux systèmes de paiement canadiens, voir le [site Web de la Banque](#).

¹⁰ Selon les Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada et les calculs du personnel.

Tableau 1 : Résumé des changements apportés au cadre opérationnel de la Banque en 2015

Favoriser le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens		
Instrument opérationnel	Nouveautés	Incidences attendues
Opérations régulières de prise en pension à plus d'un jour	<ul style="list-style-type: none"> Actifs de premier rang acquis par la Banque, contre des espèces, auprès de maisons de courtage Durées d'un mois et de trois mois Adjudications concurrentielles (à prix multiples) 	<ul style="list-style-type: none"> Permettre à la Banque de réduire ses achats de titres du gouvernement du Canada aux adjudications, de façon à faire augmenter l'encours de ces effets négociables. Meilleure connaissance des conditions du marché du financement à terme
Programme de prêt de titres	<ul style="list-style-type: none"> Abaissement du seuil d'intervention : équivalant auparavant à 50 % du taux cible, il correspond désormais au taux cible minoré de 50 points de base quand le taux cible du financement à un jour est égal ou inférieur à 1 %. 	<ul style="list-style-type: none"> Inciter les participants au marché à négocier les titres du gouvernement du Canada de manière concurrentielle sur le marché des pensions, sans l'intervention de la Banque du Canada.
Renforcer le taux cible du financement à un jour		
Instrument opérationnel	Nouveautés	Incidences attendues
Opérations de prise en pension à un jour Opérations de cession en pension à un jour	<ul style="list-style-type: none"> Adjudication concurrentielle (prix uniforme) Relèvement des plafonds individuels imposés aux participants 	<ul style="list-style-type: none"> Améliorer l'efficacité avec laquelle les fonds sont distribués aux participants au marché. Pour y parvenir : <ul style="list-style-type: none"> autoriser les soumissions concurrentielles, de sorte que les fonds soient alloués aux participants qui en ont le plus besoin; veiller à ce que davantage de fonds soient mis à disposition des participants qui en ont le plus besoin en relevant les limites individuelles. Accroître la transparence autour du niveau des soldes de règlement.

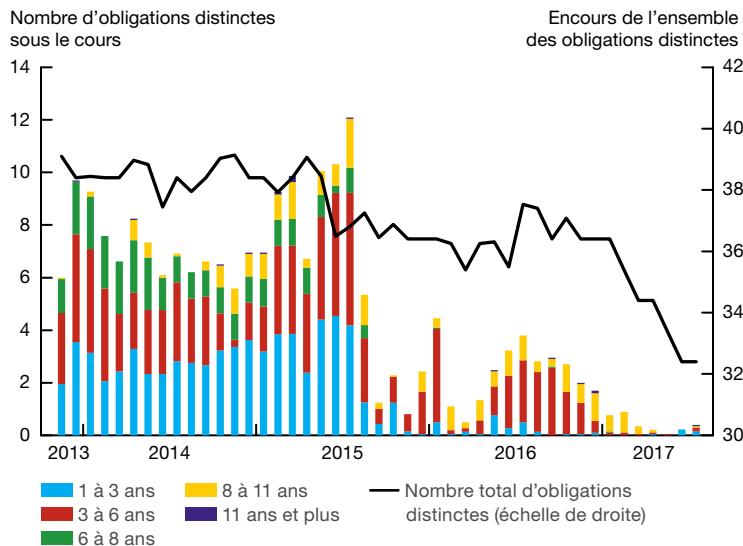
les titres de référence du gouvernement du Canada a reculé; le nombre de défauts mensuels a chuté de quelque 43 % au cours des deux dernières années¹¹.

Qui plus est, le nombre d'obligations du gouvernement du Canada échangées sous le cours dans le marché des pensions — dans notre exemple, le nombre d'obligations se négociant à un taux inférieur de 25 points de base au taux cible — a aussi sensiblement diminué depuis octobre 2015 (Graphique 1). Le nombre d'opérations de prêt de titres menées par la Banque (opérations déclenchées par un taux de pension inférieur au seuil) a fortement reculé : depuis octobre 2015, on ne compte que 15 opérations. Il s'agit d'une baisse importante comparativement à la période 2013-2015

¹¹ 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. Il est normal pour tout marché de connaître un certain nombre de défauts de règlement en raison de difficultés opérationnelles (par exemple, un emprunteur aux prises avec un mauvais fonctionnement de ses systèmes pourrait être concrètement incapable de transférer la possession du titre). La fréquence de ces défauts a toutefois eu tendance à augmenter quand l'encours de titres négociables diminue. Il serait plus difficile de soutenir la liquidité d'un marché obligataire qui connaîtrait de nombreux défauts de règlement, car ces défauts peuvent avoir un effet dissuasif sur les porteurs de titres (voir Fleming et Garbade, 2005). Le lecteur trouvera un examen approfondi des défauts de règlement chez Fontaine, Pinnington et Walton (à paraître).

Graphique 1 : Nombre quotidien d'obligations du gouvernement du Canada distinctes se négociant sous le cours

Moyennes mensuelles, données quotidiennes



Sources : Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (2009-2015), Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché 2.0 (2016) et calculs de la Banque du Canada (Bulusu et Gungor, 2017). Dernière observation : 31 juillet 2017

Tableau 2 : Nombre d'opérations de prêt de titres et de soumissions depuis 2010

	Nombre d'opérations de prêt de titres	Nombre de soumissions pour les opérations de prêt de titres
2017 ^a	0	0
2016	11	16
2015	135	319
2014	122	225
2013	108	193
2012	9	11
2011	12	17
2010	5	10

a. Au 31 août 2017

durant laquelle le nombre moyen d'opérations s'établissait à 122 par année et où le nombre moyen de soumissions présentées annuellement pendant ces opérations était de 246 (Tableau 2).

Dans le cadre de l'examen des opérations, des modifications ont aussi été apportées au programme de prêt de titres de la Banque. Le seuil d'intervention a été abaissé lorsque les taux d'intérêt sont égaux ou inférieurs à 1 %, afin que les détenteurs de titres du gouvernement du Canada soient plus fortement incités sur le plan financier à prêter leurs titres, les taux étant bas. La création d'un programme régulier d'opérations de prise en pension à plus d'un jour ainsi que les modifications faites au seuil d'intervention du programme de prêt de titres semblent avoir contribué à soutenir la liquidité des titres du gouvernement du Canada et peut-être aussi à réduire le nombre de défauts de règlement sur les transactions et le nombre d'opérations de prêt de titres. Toutefois, il ne s'agit vraisemblablement là que de deux des multiples facteurs qui ont permis d'améliorer les conditions sur le marché

des titres du gouvernement du Canada. Par exemple, des facteurs cycliques comme les variations de la part d'obligations du gouvernement du Canada détenues par des étrangers, la modification des activités des institutions financières sur les marchés des pensions et des prêts de titres et l'évolution de la demande d'actifs de premier rang peuvent aussi avoir eu un rôle à jouer à cet égard.

La réduction des achats d'obligations du gouvernement du Canada, passés de 20 % à 14 %, a contribué à améliorer le fonctionnement du marché sur lequel s'échangent ces obligations, mais, comme nous venons de l'expliquer, cette baisse ne saurait être envisagée isolément; il convient de prendre aussi en compte les changements apportés à la stratégie de gestion de la dette de l'État. Dans le budget de 2016, le gouvernement a décidé d'augmenter la taille des émissions de référence pour les obligations à deux, cinq et dix ans, et a réintroduit l'obligation à trois ans, qui arrive désormais à échéance en même temps que l'obligation à cinq ans. La taille cible des émissions de référence pour ces obligations a également été relevée et se situe maintenant entre 2 milliards et 6 milliards de dollars. Cette hausse est un autre facteur venu soutenir la liquidité des obligations et le bon fonctionnement de leur marché. De surcroît, pendant cette période, l'État a accru les volumes d'émissions, d'où une hausse de 10 % de l'encours des obligations du gouvernement du Canada et l'accès des participants au marché à un plus grand nombre d'obligations.

Incidence du programme d'opérations de pension à plus d'un jour sur le marché du financement à plus d'un jour

Le programme d'opérations de pension à plus d'un jour de la Banque, qui a pris de l'ampleur pour atteindre un encours approximatif de 7 milliards de dollars, ne représente qu'une modeste partie du marché des pensions à plus d'un jour. Jusqu'ici, les effets du programme sur l'évolution du marché et sa liquidité sont inégaux. Les données de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS) indiquent que, peu après la mise en place du programme, une hausse sensible des volumes des opérations de pension à plus d'un jour a été constatée, mais cette hausse aurait été brève puisque, depuis lors, l'activité a retrouvé les niveaux d'avant le programme.

Remarquons cependant que de nombreux facteurs peuvent avoir une influence sur les opérations de pension, de sorte qu'une variation de l'activité peut difficilement être directement attribuée au programme d'opérations de pension à plus d'un jour de la Banque. Par exemple, comme les participants au marché ont estimé récemment plus probable que la Banque annonce une modification de son taux directeur aux dates d'annonce préétablies, ils pourraient par conséquent s'être montrés moins enclins à effectuer des opérations à l'approche d'une date d'annonce. Il se pourrait aussi que les participants au marché aient désormais un meilleur accès à d'autres formes de financement à plus d'un jour, de manière à diversifier leurs sources de financement à des taux possiblement plus concurrentiels. Enfin, les changements apportés aux exigences prudentielles en matière de liquidités, présentes et à venir, pourraient avoir poussé les entreprises à rechercher un financement de plus long terme que celui offert sur le marché des pensions, ce qui aurait freiné la croissance potentielle de l'activité observable¹².

¹² Consulter le site Web du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) ou celui du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire afin d'en savoir plus sur le ratio de liquidité à court terme et le ratio de liquidité à long terme.

Encadré 1

Quelques chiffres sur les opérations de pension à plus d'un jour

Le programme régulier d'opérations de prise en pension à plus d'un jour a induit une forte demande de la part des négociants principaux, comme en font foi la vigueur de leurs soumissions et leur forte participation. Au 31 août 2017, la Banque avait mené 74 opérations de ce type : 50 dans la tranche d'un mois et 24 dans la tranche de trois mois. La taille des adjudications a varié : elle s'établissait à 500 millions de dollars lorsque le programme a été lancé en octobre 2015 puis, en août 2017, à 2 milliards dans la tranche d'un mois et 1 milliard dans la tranche de trois mois. La taille du programme correspond actuellement à la cible minimale, soit un encours de 7 milliards de dollars, qui a été atteinte à la fin de mars 2016. De façon cumulée, la Banque a mis aux enchères des soldes de trésorerie d'une valeur de 115 milliards de dollars pour les deux échéances confondues.

La participation dans les tranches d'un mois et de trois mois a été importante; les onze négociants principaux de titres d'État ont participé à au moins une opération et dix d'entre eux se sont régulièrement vu attribuer une adjudication. Le ratio de couverture des soumissions, soit le nombre de fois où la valeur en dollars des offres reçues lors d'une adjudication dépasse le montant proposé, a aussi été solide dans les deux tranches, s'établissant en moyenne à 1,97 et à 2,20 respectivement pour les échéances d'un mois et de trois mois. De plus, le taux reçu à l'adjudication, exprimé comme un écart moyen pondéré par rapport au taux minimal des

soumissions fixé par la Banque, a été en moyenne de 3,72 et 4,63 points de base pour les échéances d'un mois et de trois mois respectivement; il a fluctué entre 2 et 8 points de base¹. Le ratio de couverture des soumissions élevé et l'écart relativement important par rapport à la soumission minimale montrent que ce genre de liquidités à plus d'un jour jouit d'une bonne demande.

Les titres donnés en garantie par les négociants principaux pour les opérations de prise en pension à plus d'un jour sont surtout des obligations émises par des gouvernements provinciaux, dans une proportion de l'ordre de 85 % dans les deux tranches. Les obligations garanties par le gouvernement fédéral ou par une province forment la majorité des autres sûretés, à près de 15 %. Dans l'ensemble, la majeure partie des titres donnés en garantie par des négociants principaux dans le cadre du programme de prise en pension à plus d'un jour ont la note A+ ou une note supérieure de Standard & Poor's.

¹ La Banque fixe un taux de soumission minimal à chaque opération pour veiller à ce que les fonds soient prêtés aux taux du marché. Le taux de soumission minimal est calculé à partir des taux des swaps indexés sur le taux à un jour d'une durée semblable aux opérations de prise en pension à plus d'un jour. Un swap indexé sur le taux à un jour est un contrat sur dérivé négocié de gré à gré dans lequel deux parties conviennent d'échanger, pour une période donnée, un taux d'intérêt fixe (déterminé au moment de la transaction) contre un taux flottant appelé à varier au fil du temps. La particularité du swap indexé sur le taux à un jour, c'est que le taux variable y est égal au taux moyen des opérations de pension à un jour (CORRA) pratiqué au Canada durant la période considérée.

Comme on l'explique dans l'Encadré 1, les titres émis par des gouvernements provinciaux constituent la première catégorie de titres donnés en garantie par les négociants principaux dans le cadre des prises en pension à plus d'un jour. Toujours suivant les données de la CDS, les opérations de pension à plus d'un jour portant sur des titres des provinces ont généralement augmenté depuis la mise en place du programme. L'augmentation est en partie attribuable aux nouvelles opérations de prise en pension à plus d'un jour de la Banque, mais probablement aussi à la hausse de l'encours de la dette des provinces et à d'autres facteurs. En revanche, les opérations de pension à plus d'un jour portant sur des titres du gouvernement du Canada ont reculé pendant cette période de deux ans.

La concurrence dans les opérations d'open market à un jour

Avant le 1^{er} octobre 2015, les participants aux opérations de prise en pension à un jour et de cession à un jour recevaient des espèces (titres) au taux cible de la Banque, sous réserve de leur limite individuelle¹³. Les

¹³ Avant le 1^{er} octobre 2015, les opérations de cession en pension à un jour avaient pour nom « cessions en pension », et les opérations de prise en pension à un jour s'appelaient « prises en pension spéciales ».

limites ne représentaient qu'une partie relativement modeste des besoins de financement globaux quotidiens de chaque participant, soit environ 13 % en moyenne¹⁴.

L'examen de 2015 a permis de constater que les opérations d'open market avaient perdu de leur efficacité en ce qui a trait au renforcement du taux cible, à la fois en raison de la faiblesse des limites imposées aux participants relativement à leurs besoins de financement quotidiens et du nouveau mode de fonctionnement des marchés découlant de la réglementation et d'une plus forte aversion pour le risque. Ensemble, ces deux facteurs ont freiné la redistribution de liquidités entre négociants principaux et le reste du marché financier¹⁵. C'est pourquoi ces opérations se font désormais selon un mode d'adjudication concurrentielle où les limites individuelles des participants sont plus élevées : les fonds sont ainsi dirigés en plus grande quantité vers ceux qui en ont besoin. Le **Tableau 3** présente une comparaison des résultats pour les deux modes, décrits en détail ci-dessous.

Suivant le nouveau mode d'adjudication, la Banque a mené 59 opérations de prise en pension à un jour et trois opérations de cession en pension à un jour au 31 août 2017, comparativement à 45 prises en pension spéciales à un jour et deux cessions en pension au cours des deux années ayant précédé le 1^{er} octobre 2015. Comme toute intervention sur le marché à un jour dépend des conditions générales de financement sur le marché monétaire, celles-ci (illustrées par le taux CORRA, taux des opérations de pension à un jour) sont présentées dans le **Graphique 2** pour la période examinée. Depuis la mise en place du nouveau programme, le taux CORRA s'est établi en moyenne à 0,6 point de base au-dessus de la cible, contre 0,4 point de base pendant les deux années précédentes. Cependant, puisque les conditions de financement sur le marché à un jour sont dynamiques et sont tributaires de nombreux facteurs (par exemple, les changements apportés à la réglementation et aux exigences en matière de bilan) n'ayant pas nécessairement de lien direct avec le format des opérations de la Banque, il est difficile de tirer la moindre conclusion au sujet de l'efficacité des opérations de la Banque à partir de la simple comparaison des taux CORRA relevés pendant ces deux périodes¹⁶.

Implications du nouveau cadre régissant les opérations d'open market

Pour accroître l'efficacité de la répartition des fonds, le nouveau cadre permet d'injecter (ou de retirer) des liquidités lors d'adjudications concurrentielles au cours desquelles les négociants principaux effectuent des soumissions pour le montant d'espèces (titres) qu'ils désirent emprunter à un

¹⁴ Les besoins de financement des grandes institutions financières sont déterminés quotidiennement, au moyen d'un sondage réalisé par la Banque du Canada. Ces données fournissent généralement des indications sur les besoins en financement à un jour de chaque banque, lesquels peuvent être comblés de plusieurs manières : prises en pension à un jour, swaps de devises et dépôts. Il ne s'agit ici que d'une partie des besoins de financement globaux d'une banque, qui sont habituellement satisfaits grâce aux dépôts des particuliers et des entreprises et aux instruments de financement de gros (Truno et autres, 2016).

¹⁵ En raison de l'évolution de sa structure, le marché est moins en mesure de diriger les fonds vers les entités qui ont besoin de liquidités, car les contreparties directes de la Banque semblent être moins disposées à emprunter davantage de liquidités dans le but de redistribuer le surcroît à d'autres contreparties. Les institutions semblent plutôt considérer surtout leurs propres besoins de liquidités avant de décider si elles participeront ou non à des opérations de prise en pension proposées par la Banque.

¹⁶ Les conditions de financement sur le marché monétaire des fonds à un jour dépendent d'une foule de facteurs, notamment les besoins et pratiques de financement des participants au marché, la hausse des flux de capitaux dans le système de paiement et l'incertitude entourant la prévision des besoins de financement.

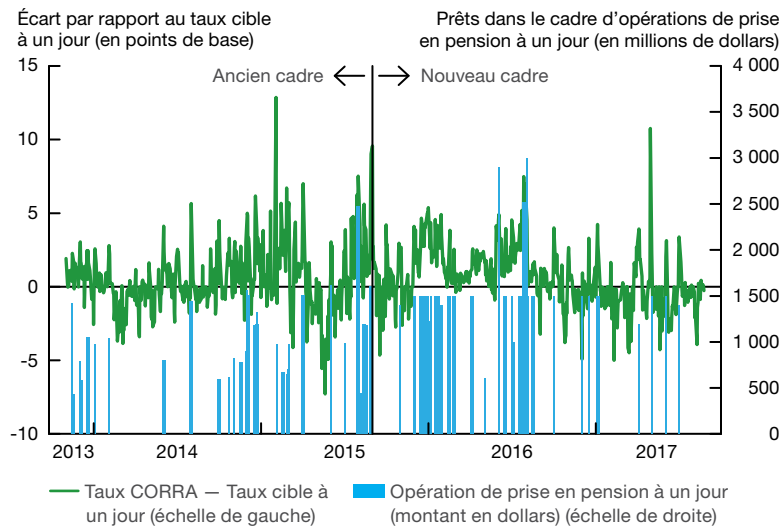
Tableau 3 : Comparaison entre l'ancien et le nouveau cadre des opérations d'open market à un jour^{a, b}

	Prises en pension spéciales (ancien)	Prises en pension à un jour (nouveau)
Nombre d'opérations	48	59
Nombre de jours avec plusieurs séries d'opérations	6	4
En pourcentage de l'ensemble des opérations	13 %	7 %
Taille moyenne des opérations	992 millions de dollars	1 400 millions de dollars
En pourcentage de la taille maximale des opérations	66 %	93 %
Nombre moyen de participants	6	4
Limites de soumission individuelles	Entre 35 millions et 225 millions de dollars	150 millions ou 500 millions de dollars
Montant moyen adjugé par participant	150 millions de dollars	360 millions de dollars
Écart entre le taux de dénouement moyen et la cible	0 point de base	3 points de base (fourchette de 1 à 6 points de base)
Écart positif moyen par rapport à la cible établie pour le STPGV les jours où se tient une adjudication	490 millions de dollars	690 millions de dollars

a. Les données présentées correspondent aux deux années écoulées avant et après le 1^{er} octobre 2015.

b. Les opérations de prise en pension à un jour et de cession en pension à un jour sont effectuées selon la valeur marchande, c'est-à-dire que la taille maximale des opérations et les limites imposées aux participants sont calculées à partir de la valeur marchande des produits échangés. Chaque contrepartie se voit désormais imposer une limite fixe en espèces. Il en allait autrement des prises en pension spéciales et des cessions en pension, car ces limites reposaient sur la valeur nominale des titres donnés en garantie (la valeur nominale correspondait à la valeur des titres à l'échéance). Les participants avaient aussi une limite fixe, mais ils avaient la possibilité de donner en garantie des titres dont la valeur marchande était majorée d'une prime, de sorte qu'ils pouvaient recevoir un montant en espèces plus élevé que celui de leur limite nominale. Aux fins de la comparaison, tous les chiffres concernant les prises en pension spéciales et les cessions en pension ont été convertis pour correspondre à leur valeur marchande approximative. Comme les participants donnaient généralement en garantie des titres à échéance éloignée munis de gros coupons dans le cadre de prises en pension spéciales, les opérations affichaient en moyenne, pendant la période examinée, une valeur marchande supérieure de 50 % à la valeur nominale.

Graphique 2 : Conditions sur le marché du financement à un jour depuis novembre 2013^a



a. Le taux CORRA correspond à la moyenne pondérée des taux auxquels les opérations générales de pension à un jour (portant sur des obligations du gouvernement du Canada ne faisant l'objet d'aucune préférence particulière) menées par l'entremise de courtiers intermédiaires désignés se sont négociées entre 6 h et 16 h. Ce taux est l'une des mesures du taux des prêts à un jour garantis qu'utilise la Banque du Canada pour représenter le coût moyen global des fonds garantis à un jour.

Sources : Banque du Canada et calculs du personnel

Dernière observation : août 2017

taux correspondant au moins à la cible pour une durée d'un jour ouvrable¹⁷. Lorsque l'objet de la soumission est l'emprunt de titres (pension à un jour) – dans ce cas les soumissions les plus élevées sont acceptées et honorées en premier –, la nature concurrentielle de l'adjudication permet aux participants de rivaliser (soumissions supérieures à la cible) si leurs besoins de financement sont plus importants. La répartition est plus efficiente étant donné le nombre de fois où les opérations de pension à un jour ont été adjugées à un taux supérieur à la cible, c'est-à-dire 56 % du temps.

Qui plus est, comme la répartition de ces fonds est plus ciblée, il suffit habituellement d'une seule série d'interventions quotidiennes pour atténuer les difficultés de financement temporaires. Par exemple, sur 59 opérations de prise en pension à un jour, seules quatre interventions ont demandé d'être répétées, alors que dans l'ancien cadre, six interventions ont dû être répétées sur 48 opérations. Si l'on remonte plus loin dans le temps, on s'aperçoit que dans plusieurs cas il a été nécessaire de procéder à deux et même trois séries d'injection de liquidités avant de pouvoir atténuer sensiblement les pressions de financement.

Le montant notionnel proposé par la Banque pendant chaque opération est assujéti aux limites préétablies de chaque participant admis. Selon la contrepartie, les limites individuelles ont été relevées dans le nouveau cadre opérationnel dans une proportion allant de 100 à 450 %, de sorte que la moyenne des parts adjudgées à chaque participant a augmenté de 150 %. Par ailleurs, ces limites plus élevées représentent une plus forte proportion (environ 36 %) des besoins de financement quotidiens de chaque participant.

Vu la hausse des limites individuelles et la nouvelle formule d'allocation, le montant alloué a aussi augmenté : il se situe en moyenne à 1 400 millions de dollars aux opérations de prise en pension à un jour, contre seulement 990 millions environ dans l'ancien cadre. Il s'agit d'une progression de 40 % des volumes de liquidités distribuées. De plus, ces liquidités ont été allouées à un nombre plus ciblé de participants : quatre participants en moyenne, contre six dans l'ancien cadre.

Les limites imposées aux participants étant plus élevées, le montant des liquidités distribuées par la Banque a aussi augmenté, si bien que les soldes de règlement ont grossi de quelque 200 millions de dollars en moyenne aux dates où ont eu lieu des opérations de prise en pension à un jour. Ces soldes additionnels procurent aux participants qui ont des liquidités disponibles une motivation supplémentaire pour mener des opérations sur le marché à un jour au taux des fonds à un jour ou à un taux très voisin, parce que tous les soldes de trésorerie à la fin de journée doivent être déposés à la Banque; les participants touchent sur ces dépôts le taux cible minoré de 25 points de base.

L'un des autres avantages de ces changements prend la forme de gains d'efficience à l'échelle du système, gains découlant d'une plus grande transparence des soldes de règlement. Comme la valeur marchande totale de l'opération est publiée dans le site Web de la Banque après l'opération (dans l'ancien cadre, seule la valeur nominale était publiée), les participants au STPGV sont mieux en mesure d'évaluer les effets éventuels de l'opération sur la gestion des soldes de règlement en fin de journée, et donc de gérer plus efficacement leurs propres soldes de trésorerie.

¹⁷ La Banque n'a effectué que trois cessions en pension à un jour depuis octobre 2015; c'est un nombre insuffisant pour permettre d'évaluer véritablement ces opérations. La section porte donc essentiellement sur les opérations de prise en pension à un jour.

Un examen préliminaire des taux des opérations de pension à un jour dans lesquelles des titres du gouvernement du Canada servent de garanties dans le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM 2.0)¹⁸ montre que la moyenne pondérée de ces taux a décliné dans le cas des transactions effectuées après une opération de prise en pension à un jour¹⁹. Il en découle que ces opérations ont bien eu pour effet de renforcer le taux cible de financement à un jour et de tirer vers le bas les taux des opérations de pension à un jour après une opération. À l'avenir, il sera sans doute possible d'analyser plus en profondeur les incidences de ces nouvelles opérations sur le marché à un jour lorsque le SEROM 2 sera entièrement opérationnel et qu'il pourra fournir une période d'échantillonnage plus longue.

Conclusion

De manière générale, les auteurs estiment que les améliorations apportées au cadre de la Banque régissant les opérations sur les marchés et l'octroi de liquidités ont aidé l'institution à mieux atteindre ses objectifs, à savoir renforcer le taux cible du financement à un jour et favoriser le bon fonctionnement des marchés financiers canadiens dans des conditions normales de marché. Cela dit, la Banque continuera de surveiller régulièrement l'efficacité de ses opérations ainsi que l'évolution des marchés financiers dans leur ensemble, et d'envisager avec prudence les modifications appropriées qu'elle pourrait apporter à son cadre, selon les besoins.

¹⁸ SEROM 2.0 est une base de données répertoriant toutes les opérations conclues de gré à gré sur le marché des titres d'emprunt par des courtiers membres de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM).

¹⁹ Ces résultats sont jugés statistiquement significatifs selon un intervalle de confiance de 99 %.

Ouvrages et articles cités

- De Guzman, M. (2016). « Opérations sur les marchés et octroi de liquidités à la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 13-27.
- Fleming, M. J., et K. Garbade (2005). « Explaining Settlement Fails », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 11, n° 9, p. 1-7.
- Fontaine, J.-S., J. Pinnington et A. Walton (à paraître). *What Drives Large and Frequent Settlement Failures in Canadian Government Bond Markets?*, document de travail du personnel, Banque du Canada.
- Garriott, C., et K. Gray (2016). *Canadian Repo Market Ecology*, document d'analyse du personnel n° 2016-18, Banque du Canada.
- Lavoie, S., A. Sebastian et V. Traclet (2011). « Les leçons tirées du recours aux mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités des banques centrales », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 29-40.
- Truno, M., A. Stolyarov, D. Auger et M. Assaf (2017). « Le financement de gros des six grandes banques canadiennes », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 50-66.