



Discours prononcé par David Longworth
sous-gouverneur à la Banque du Canada
devant l'Institut C. D. Howe
Toronto (Ontario)
le 17 février 2010

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Les mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque du Canada : le passé, le présent et l'avenir

Introduction

Je vous remercie de m'avoir invité ici aujourd'hui. C'est un plaisir d'être avec vous. Cet après-midi, j'aimerais vous parler de liquidité et du rôle de la Banque du Canada. Comme l'a démontré hors de tout doute la crise financière mondiale, il est crucial que les institutions financières reconnaissent et gèrent le risque de liquidité et, ultimement, il est essentiel que les banques centrales interviennent en cas de pénurie de liquidité systémique. Les banques centrales sont très bien placées pour le faire. Elles peuvent créer de la liquidité à un coût pratiquement nul. Lorsqu'elles procèdent à des injections de liquidités tout en prenant soin de se prémunir contre le risque de crédit – ce que fait la Banque du Canada –, elles n'alourdissent pas le fardeau fiscal des contribuables. Qui plus est, les apports de liquidités ne sont pas assimilables à une politique monétaire inflationniste, parce que les banques centrales peuvent gérer leur bilan de manière à maintenir les taux directeurs aux niveaux appropriés sans que d'autres sources de tensions inflationnistes n'entrent en jeu.

Aujourd'hui, je vous parlerai des principes qui ont gouverné les mécanismes de soutien à la liquidité de la Banque du Canada¹, y compris les nouvelles mesures que celle-ci a adoptées durant la crise. J'expliquerai comment la Banque continuera de s'inspirer de ces principes pour mettre un terme à ses mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités. Je m'attarderai sur l'un de ces principes afin d'examiner comment une banque centrale peut fournir des liquidités en limitant au maximum l'aléa moral, c'est-à-dire la possibilité que les interventions des décideurs publics incitent les acteurs du marché à prendre de plus gros risques qu'ils ne l'auraient fait autrement. Enfin, je discuterai de ce que cela peut impliquer pour la conception et l'utilisation de nos mécanismes à l'avenir.

Je suis sûr que personne n'a oublié cette journée de septembre 2008 où Lehman Brothers a fait faillite, ni les séquelles désastreuses qui en ont résulté les jours suivants. L'aspect le plus frappant a été la hausse encore jamais vue des coûts du financement interbancaire, qui s'est propagée ensuite dans d'autres marchés. Les institutions financières à l'échelle du globe sont devenues réticentes à se consentir des prêts entre elles, ce qui a aggravé une situation déjà difficile. Des intermédiaires clés ont commencé à accumuler des réserves d'actifs liquides, certains allant même jusqu'à cesser temporairement leurs activités de tenue de marché. À différents moments, les marchés du crédit interbancaire et des autres prêts à court terme, y compris pour les banques, ont arrêté de fonctionner en dehors du segment des prêts à un jour. Il était clair qu'il s'agissait d'un choc d'importance systémique.

¹ Voir l'[annexe 1](#) : Mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque du Canada.

Pour faire face à la situation, les banques centrales et les gouvernements du monde entier ont pris des mesures sans précédent en vue de restaurer la stabilité du système financier et d'atténuer la gravité de la récession mondiale. La Banque du Canada est intervenue à maintes reprises pour fournir des liquidités aux acteurs des marchés financiers de façon à limiter les risques d'importantes perturbations du système.

Au début de la crise, les banques, partout sur la planète, affichaient un levier financier très élevé² et elles avaient surestimé la capacité des marchés à fournir des liquidités en périodes de tensions. Elles étaient très dépendantes des sources de financement, la titrisation par exemple, qui ont disparu lorsque la crise s'est intensifiée. Au même moment, leurs besoins de financement étaient en hausse parce qu'elles étaient obligées de réintégrer davantage d'actifs dans leurs bilans et qu'elles devaient répondre à une poussée de la demande de crédit de la part de leurs clients qui avaient des marges de crédit bancaire et qui comptaient auparavant sur les marchés pour se financer.

Il est important de souligner que la diminution de la liquidité des marchés du financement bancaire n'est pas sans rapport avec celle qui a touché les marchés des actifs en général. Comme la crise l'a démontré de façon éloquente, la liquidité des marchés des actifs est étroitement liée à la capacité des institutions financières d'obtenir des fonds sur les marchés monétaires. Un dysfonctionnement au sein d'un marché augmente la probabilité de dysfonctionnement dans d'autres. En effet, la liquidité des marchés et la liquidité de financement des banques qui effectuent des opérations de négociation se renforcent mutuellement, ce qui peut entraîner la liquidité dans une spirale descendante ou ascendante³.

Les mesures de soutien à la liquidité de la banque centrale avant la crise

Avant la crise, la Banque du Canada procurait des liquidités à l'ensemble du système financier à l'aide de mesures destinées principalement à renforcer sa cible pour le taux du financement à un jour⁴. Ces instruments faisaient – et font encore – partie de son cadre opérationnel usuel de mise en œuvre de la politique monétaire. Le principal mécanisme à sa disposition est l'offre d'encaisses de règlement dans le système de paiements de gros – le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) –, à laquelle viennent s'ajouter, le cas échéant, des prises en pension spéciales et cessions en pension sur le marché⁵.

² Le levier financier des banques canadiennes est assujéti à un plafond du ratio actifs / fonds propres fixé par le Bureau du surintendant des institutions financières. Voir A. Crawford, C. Graham et É. Bordeleau, « L'expérience canadienne des plafonds réglementaires du levier financier », *Revue du système financier*, juin 2009, Banque du Canada, p. 49-54.

³ Voir M. K. Brunnermeier et L. H. Pedersen, « Market Liquidity and Funding Liquidity », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, juin 2009, p. 2201-2238; ainsi que M. K. Brunnermeier, « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008 », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, hiver 2009, p. 77-100.

⁴ Le taux cible du financement à un jour est le principal outil dont la Banque dispose pour atteindre ses objectifs de politique monétaire et constitue le point d'ancrage de la courbe de rendement.

⁵ Les prises en pension sont des opérations de pension en vertu desquelles la Banque offre d'acheter des titres du gouvernement canadien à des contrepartistes désignés en s'engageant à les leur revendre à un prix fixé à l'avance, le jour ouvrable suivant. Les prises en pension spéciales sont des opérations engagées par la Banque et servent à renforcer le taux cible lorsque le taux du financement à un jour s'établit généralement au-dessus du taux visé; ces instruments accroissent la liquidité au sein du système. Par ailleurs, la Banque a recours aux cessions en pension lorsque le taux des prêts à un jour s'établit généralement au-dessous du taux visé; ces opérations ont pour effet de diminuer la liquidité au sein du système.

La Banque peut recourir à deux mécanismes pour consentir des liquidités à des institutions financières particulières⁶. Il s'agit premièrement du mécanisme permanent d'octroi de liquidités au taux officiel d'escompte, qui est étroitement lié à la mise en œuvre de la politique monétaire, à l'atteinte du taux cible du financement à un jour et au règlement des transactions au sein du système de paiement. Ce mécanisme permet de procurer des liquidités, au besoin, à des institutions qui participent au STPGV et dont le solde de règlement est temporairement déficitaire en fin de journée⁷. Le deuxième est l'aide d'urgence, qui a très peu servi et qui fournit un apport exceptionnel en liquidités à des institutions solvables confrontées à d'importants et persistants problèmes de liquidité.

Ces quelques dispositifs ont pendant longtemps bien servi la Banque et le système financier, et ils continuent de le faire.

La liquidité et la politique monétaire

En temps normal, comme c'était le cas tout juste avant la crise, les mesures de soutien à la liquidité de la Banque sont axées sur le maintien de l'orientation de la politique monétaire. Ces mesures visent à agir sur le niveau global des liquidités (souvent le même jour) de manière à atteindre le taux cible du financement à un jour, plutôt que sur la distribution des fonds au sein du système. La Banque procède ainsi parce que le bon fonctionnement du système financier permet généralement de répartir efficacement les liquidités, ce dont une banque centrale a absolument besoin pour faciliter la transmission efficace de la politique monétaire.

La crise n'a pas détourné l'attention de la Banque de la politique monétaire. Tant avant que *durant* la crise, la Banque a favorisé le maintien du taux du financement à un jour près du niveau visé en effectuant des prises en pension spéciales et des cessions en pension à un jour ainsi qu'en fixant, à la fin de la journée, le niveau cible des soldes de règlement pour le lendemain. Et elle est intervenue énergiquement à l'aide de ces mesures dès le début de la crise⁸.

Les cinq principes directeurs des interventions exceptionnelles en matière de liquidité

Lorsque les perturbations se sont intensifiées sur les marchés financiers mondiaux à l'été 2007, les banques centrales de par le monde se sont rendu compte qu'il fallait probablement recourir à des mesures inhabituelles d'injection de liquidités pour assurer la stabilité financière. La Banque du Canada a élaboré puis publié au printemps 2008 cinq principes qui allaient guider ses interventions en la matière. Ces principes l'ont aidée à orienter la conception et l'application de ses mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités⁹. Permettez-moi de vous les présenter plus en détail.

⁶ Voir Banque du Canada, « La politique relative aux prêts de dernier ressort de la Banque du Canada », *Revue du système financier*, décembre 2004, p. 53-60; ainsi que F. Daniel, W. Engert et D. Maclean, « La Banque du Canada, prêteur de dernier ressort », *Revue de la Banque du Canada*, hiver 2004-2005, p. 3-18.

⁷ Lorsque les participants au STPGV affichent un solde de règlement débiteur à la fin de la journée et qu'ils doivent recourir au mécanisme permanent d'octroi de liquidités, le montant total des dépôts des participants à la Banque du Canada excède la cible visée pour les encaisses de règlement nettes.

⁸ Soit du 9 août 2007 au 30 avril 2008.

⁹ L'élaboration de ces principes s'inspire des travaux du Comité sur le système financier mondial de la Banque des Règlements Internationaux, publiés sous forme de rapport, intitulé « Central bank operations in response to the financial turmoil », dans la collection « CGFS Papers », n° 31, juillet 2008. Pour une analyse plus détaillée de ces principes, consulter W. Engert, J. Selody et C. Wilkins, « Les interventions des banques centrales face aux perturbations des marchés financiers », *Revue du système financier*, juin 2008, Banque du Canada, p. 75-82.

1. Premièrement, les interventions doivent être **ciblées**, la banque centrale devant tenter de parer uniquement aux défaillances du marché qui sont d'envergure systémique, qui ont des conséquences macroéconomiques et qu'elle est à même de corriger en fournissant des liquidités.
2. Deuxièmement, les interventions doivent être **graduées**, autrement dit dosées en fonction de la gravité du problème.
3. Troisièmement, les interventions doivent être **bien pensées**, c'est-à-dire que la banque centrale doit utiliser des instruments adaptés à la situation. Les problèmes de liquidité de marché doivent être réglés au moyen d'opérations sur le marché faisant appel à un mécanisme d'adjudication, tandis que les pénuries de liquidité dont souffrent des institutions particulières doivent être palliées par l'octroi de prêts.
4. Quatrièmement, les transactions doivent être effectuées aux prix fixés par le marché, afin que les **distorsions** soient **réduites au maximum**, et à des conditions conformes à celles des marchés, pour que la banque centrale soit moins susceptible de nuire à une reprise des marchés.
5. Cinquièmement, la Banque doit **limiter l'aléa moral associé à ses interventions**. Au nombre des mesures qui en découlent figurent une intervention limitée et sélective, la promotion d'une surveillance rigoureuse de la gestion du risque de liquidité et l'application de taux dissuasifs selon le cas.

Les mesures de soutien à la liquidité visant à contrer les effets de la tourmente financière

Guidée par les principes qu'elle venait d'établir, la Banque a progressivement élargi son cadre de liquidité en ce qui concerne les échéances, les montants, les contreparties et les titres admissibles^{10, 11}.

Le processus s'est enclenché vers la fin de 2007, lorsque la liquidité des marchés de crédit s'est tarie à l'échelle mondiale, y compris au Canada, et que les écarts de crédit se sont fortement creusés pour un large éventail d'actifs. Le processus normal de création de liquidité entre les participants au système s'est bloqué, ce qui a eu des répercussions sur l'ensemble du système financier. Pour apaiser ces vives tensions, en décembre 2007, la Banque du Canada a conclu avec des négociants principaux des prises en pension à plus d'un jour visant un éventail élargi de titres assortis d'échéances allant au-delà de la fin de l'année. C'était la première fois que de telles opérations étaient menées pour plus d'un jour ouvrable en vue de soutenir la liquidité de financement¹². Conformément à ce qui allait devenir son premier principe, la Banque n'est passée à l'action qu'au moment où il est devenu clair que les problèmes de liquidité devenaient systémiques. En appliquant cette mesure, elle a élargi son rôle afin de fournir de la liquidité de financement directement aux principaux acteurs des marchés, dans le but de rétablir la stabilité du système financier et de limiter les retombées de la crise sur l'économie en général.

¹⁰ Pour un exposé détaillé de la question, voir L. Zorn, C. Wilkins et W. Engert, « Mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière », *Revue de la Banque du Canada*, automne 2009, Banque du Canada.

¹¹ Les mécanismes complémentaires d'octroi de liquidités mis en place par le gouvernement du Canada, tels que le Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés, ont également contribué de façon importante à contrer les effets de la tourmente financière au Canada.

¹² Avant décembre 2007, les prises en pension à plus d'un jour n'avaient été pratiquées qu'à l'occasion pour gérer le bilan de la Banque et faire face aux fluctuations saisonnières de la demande de billets de banque. Des opérations avaient été effectuées par ailleurs en décembre 1999 afin de procurer un financement stable aux négociants principaux lors du changement de millénaire, compte tenu de l'incertitude entourant la capacité des logiciels à passer sans problème à l'an 2000.

En mars 2008, en réponse aux pressions entourant l'affaire Bear Stearns, la Banque a réinstauré les prises en pension à plus d'un jour, mais à raison d'une fois toutes les deux semaines. Elle a en outre élargi l'éventail des titres qu'elle acceptait en nantissement des engagements intrajournaliers dans le cadre du STPGV – et, par le fait même, des prêts consentis aux termes du mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Elle a permis de substituer certains types de papier commercial adossé à des actifs (PCAA)¹³ à des titres plus liquides remis en garantie dans le cadre du STPGV, ces derniers pouvant ainsi être utilisés pour mobiliser des fonds sur les marchés. Plus tard, en juin la même année, elle a ajouté les titres du Trésor américain à la liste afin de procurer plus de souplesse. Ces mesures illustraient les deuxième et troisième principes, à savoir que les interventions doivent être dosées en fonction de la gravité du problème et faire appel à des instruments adaptés à la situation.

Au cours du printemps 2008, les conditions de financement sur les marchés monétaires canadiens s'étaient améliorées par rapport à celles observées dans d'autres pays. Par conséquent, le 10 juillet, conformément au principe selon lequel une intervention doit être dosée selon la gravité du problème, la Banque a annoncé qu'elle ne renouvelerait pas les prises en pension à plus d'un jour venant à échéance.

À l'automne 2008, vous le savez, les marchés financiers ont été en proie à une soudaine récurrence de fortes tensions, provoquées par une série de défaillances ou quasi-défaillances d'institutions financières aux États-Unis et en Europe. La faillite de Lehman Brothers, quoique la plus visible, n'était pas la seule. Comme je l'ai indiqué il y a quelques instants, la capacité des entreprises tant financières que non financières à se procurer du financement sur les marchés était sérieusement mise à mal. La détérioration des marchés financiers s'est néanmoins révélée beaucoup moins grave au Canada que dans d'autres pays, même si la liquidité était limitée pour toutes les échéances et que les transactions étaient peu nombreuses.

Les mécanismes de prise en pension à plus d'un jour ont été réactivés selon les modalités préalablement établies¹⁴. En quelques semaines, la Banque a vigoureusement accru son apport en liquidités à mesure que la crise s'aggravait. Elle a augmenté la fréquence des prises en pension à plus d'un jour, les faisant passer de toutes les deux semaines à toutes les semaines; elle a allongé la liste des contreparties admissibles afin d'y intégrer les participants au STPGV en plus des négociants principaux; et elle a commencé à offrir des prises en pension à trois mois. En outre, la Banque a provisoirement élargi la gamme des titres pouvant être pris en pension au-delà d'un jour pour y englober le PCAA que les banques avaient émis elles-mêmes.

Alors que la crise s'intensifiait au long de l'automne 2008, la Banque a pris de nouvelles mesures. En octobre, elle a temporairement allongé la liste des garanties admissibles pour inclure les portefeuilles de créances non hypothécaires en dollars canadiens des participants directs au

¹³ Les critères d'admissibilité visant le PCAA sont stricts : seuls les titres qui présentent un risque de crédit et un risque de liquidité très faibles sont acceptés. Consulter http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2009/garanties_admin060309.pdf.

¹⁴ La Banque a également élargi son accord de swap de devises avec la Réserve fédérale des États-Unis en vue d'être à même de prêter au besoin jusqu'à 30 milliards de dollars américains aux institutions financières canadiennes (comme on s'y attendait, il n'a pas été nécessaire de recourir à ce mécanisme au Canada). L'accord a été conclu dans le cadre d'une intervention concertée par les banques centrales, conçue pour remédier à de vives tensions sur les marchés de financement à court terme en dollars américains. Le mois dernier, la Banque a annoncé l'expiration de l'accord, qui, compte tenu des améliorations dans le fonctionnement des marchés financiers au cours de l'année, n'est plus nécessaire – cette décision est conforme au principe voulant que les mesures prises soient calibrées en fonction de la gravité du problème à régler.

STPGV¹⁵. Ces actifs étaient acceptés en nantissement des engagements intrajournaliers dans le STPGV ainsi que des prêts consentis dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Toujours en octobre, le mécanisme habituel de transmission de liquidité étant inopérant, la Banque a introduit un nouveau mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant directement d'importants acteurs du marché monétaire, afin de lutter contre les pénuries de liquidité touchant des contreparties situées hors de sa sphère habituelle. Pour concevoir et mettre en œuvre ces outils, elle s'est inspirée en particulier de son troisième principe, qui prévoit d'utiliser des moyens d'intervention adaptés à la situation.

En novembre, la Banque a créé une nouvelle facilité de prêt à plus d'un jour, à un taux dissuasif, à laquelle les participants directs au STPGV pourraient faire appel contre la remise en garantie de leurs portefeuilles de créances non hypothécaires en dollars canadiens. Ce mécanisme offert par voie d'adjudication permettait aux participants directs au STPGV d'utiliser des actifs en grande partie non négociables et non liquides en nantissement de ce type d'opérations et d'employer ainsi des sûretés négociables, plus liquides, ailleurs. Nous avons ainsi pu mettre des liquidités à la disposition des établissements financiers qui pouvaient avoir eu du mal à gérer leurs bilans, mais pas au point de justifier l'octroi d'une aide d'urgence.

Plus tard, en février 2009, le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour d'instruments des marchés monétaires a également été offert aux opérateurs des marchés canadiens des obligations privées. La liste des titres admissibles a donc été allongée pour inclure les obligations de sociétés de bonne qualité.

Pour établir les modalités de la facilité de prêt à plus d'un jour et des prises en pension à plus d'un jour de titres privés, la Banque du Canada s'est appuyée sur le quatrième principe, qui recommande de réduire au maximum les distorsions sur les marchés. Les liquidités offertes étaient réparties par voie d'adjudication, de sorte que leur prix était déterminé de façon concurrentielle par les parties intéressées au lieu d'être fixé par la Banque. La facilité de prêt à plus d'un jour et le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés étaient conçus comme des outils de dernier ressort et assortis de taux de soumission minimaux appropriés, afin que la Banque puisse se retirer du processus quand les sources de liquidités du marché représentaient une solution plus économique pour les participants éventuels. En outre, ces deux dispositifs préservaient les structures existantes du marché. Enfin, les interventions de la Banque visaient à diminuer le risque de liquidité qu'elle jugeait non justifié par les données fondamentales, et non pas à agir sur le risque de crédit.

Le cinquième principe – qui vise à limiter l'aléa moral associé à nos interventions – a guidé notre programme d'octroi de liquidités à tous les niveaux, et il continue de le faire. La Banque du Canada a pris plusieurs précautions pour éviter la création d'incitations contre-productives susceptibles d'influer négativement sur le comportement des acteurs des marchés. D'abord, comme je l'ai mentionné plus tôt, elle n'est intervenue qu'aux moments où des problèmes de liquidité particuliers ont atteint une ampleur exceptionnelle. Ensuite, elle a dès le départ souligné le caractère temporaire des dispositifs créés afin que les participants ne soient pas incités à modifier leur comportement. Elle travaille en étroite collaboration avec le ministère fédéral des Finances, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et d'autres organismes nationaux en vue de surveiller les conditions de liquidité des marchés et des établissements financiers ainsi que la gestion du risque de liquidité des grandes institutions financières. De plus, la Banque suit de près les résultats de chacune de ses opérations d'injection de liquidités. Enfin,

¹⁵ Ces créances étaient acceptées à une valeur équivalant à 60 % de la valeur du portefeuille.

lorsqu'il y avait lieu, les taux de soumission minimaux pour les nouvelles facilités étaient fixés de façon à ne pas dissuader les opérateurs de conclure des transactions sur les marchés privés.

Le présent : les mécanismes d'octroi de liquidités

Au printemps de l'année dernière, alors que les conditions des marchés financiers continuaient de s'améliorer, la participation à nos opérations d'octroi de liquidités avait diminué, laissant entrevoir un recul probable de la nécessité du soutien de la Banque. De fait, le montant des apports de liquidités avait atteint un sommet de 41 milliards de dollars en décembre 2008. (Il se chiffre actuellement à quelque 23 milliards de dollars.)

Il est important de souligner qu'à la date d'annonce préétablie d'avril 2009, la Banque a annoncé l'introduction de prises en pension assorties d'échéances de six et douze mois, à un taux de soumission minimal de 25 points de base et un taux de soumission maximal de 50 points de base, afin de renforcer son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à sa valeur plancher, soit 1/4 %, jusqu'à la fin de juin 2010. C'était la première fois qu'on utilisait le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour à cette fin.

À la fin de juin, la Banque a annoncé à quel moment elle envisageait de mettre fin à ses injections exceptionnelles de liquidités. Je tiens à souligner que les cinq principes qui avaient gouverné la création des mécanismes extraordinaires d'octroi de liquidités nous ont également guidés pour y mettre un terme, notamment le second et le troisième principes qui veulent que les mesures prises soient dosées en fonction de la gravité du problème et adaptées à la situation.

À la fin de juillet, la Banque a réduit les montants minimaux préalablement annoncés pour les adjudications des prises en pension ordinaires à plus d'un jour et des prises en pension à plus d'un jour de titres privés ainsi que de sa facilité de prêt à plus d'un jour. Le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés et la facilité de prêt à plus d'un jour ont été supprimés à la fin d'octobre. La fréquence des adjudications de prises en pension ordinaires à plus d'un jour est passée d'une fois la semaine à une fois toutes les deux semaines, puis à une fois par mois. Au début de ce mois-ci, nous avons commencé à resserrer le pourcentage des créances non hypothécaires admissibles en nantissement dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités, qui est passé de 100 % à 20 %¹⁶.

La crise financière mondiale s'est calmée et les conditions financières se sont grandement améliorées au cours des dix derniers mois, non seulement au Canada, mais aussi à l'échelle internationale. Tout au long de la crise, le mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour a été largement utilisé et semble avoir contribué à alléger les tensions qui s'exerçaient sur les marchés monétaires et favorisé le rétablissement de ceux-ci. À l'opposé, la demande de financement ou les besoins d'emprunt au titre des dispositifs de soutien mis sur pied (le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres du marché monétaire, le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés et la facilité de prêt à plus d'un jour) sont demeurés relativement faibles. Cela dit, le maintien de ces outils – notamment des deux derniers jusqu'à la fin d'octobre 2009 – a concouru à réduire l'incertitude au sein des marchés quant à la disponibilité du financement.

L'avenir : concilier aléa moral et octroi de liquidités

J'aimerais revenir sur la question de l'aléa moral. Rappelez-vous que notre cinquième principe exige que nous limitions l'aléa moral associé à nos interventions. Après avoir traversé une crise financière, nous pouvons être encore plus clairs sur la manière d'y parvenir. Comment faire,

¹⁶ Ce processus sera achevé d'ici le 1^{er} avril 2010.

donc, pour *réduire au maximum* la possibilité que nos interventions n'incitent les acteurs du marché à prendre des risques accrus?

Pour limiter l'aléa moral découlant de ses interventions en cas de crise, une banque centrale peut adopter trois lignes de conduite fondamentales. Elle peut, en premier lieu, se borner à n'intervenir qu'en cas de crise systémique importante, comme nous l'avons fait; deuxièmement, elle peut encourager le développement d'une infrastructure et la mise en place de réformes réglementaires qui renforcent la résistance du système financier aux chocs systémiques et réduisent ainsi la fréquence et la répétition des tendances pouvant entraîner des événements systémiques; troisièmement, elle peut s'en tenir à une stratégie d'intervention flexible qui s'attaque à des types de problèmes systémiques spécifiques quand ils se manifestent. Cette flexibilité, qui tient compte de l'incertitude inhérente aux crises systémiques quant au moment où elles surviennent et à leur ampleur, fait en sorte que les participants au système ne sauront pas à l'avance comment transférer le risque à la banque centrale à un coût artificiellement bas¹⁷. Le recours aux adjudications pour fixer les prix et établir la répartition des liquidités peut être utile à cet égard.

Examinons de plus près le second élément qui stipule de rendre le système financier plus résilient aux chocs. Pour atténuer la probabilité d'une crise, la banque centrale et l'organisme de surveillance ont des moyens à leur disposition. La Banque du Canada a notamment pris ou prend actuellement les mesures suivantes :

- Elle appuie et surveille la mise en place d'un mécanisme pouvant assurer la création de liquidité, comme une contrepartie centrale pour les opérations de pension, qui aide les acteurs des marchés à s'autoassurer contre les chocs idiosyncrasiques¹⁸.
- Elle maintient, même en dehors des périodes de crise, ses outils permanents – tels le mécanisme permanent d'octroi de liquidités et l'aide d'urgence – assortis soit de taux dissuasifs soit d'un discrédit, qui permettent aux institutions clés de déterminer quand elles doivent faire appel à la Banque à titre de prêteur de dernier ressort¹⁹. Ces outils pourraient empêcher que des chocs idiosyncrasiques de grande ampleur ne dégénèrent en événements systémiques^{20, 21}.
- Elle assure la surveillance des institutions financières sur le plan des liquidités en appliquant des critères plus rigoureux (en collaboration avec le BSIF).

¹⁷ Ce principe cadre avec les recommandations élaborées en 2008, sauf pour ce qui est de l'élément de coassurance, considéré comme un outil possible dans le premier énoncé des principes qui ont guidé la Banque dans ses interventions exceptionnelles en matière de liquidité. Cet élément a été remplacé par l'idée selon laquelle les institutions doivent se prémunir elles-mêmes contre les chocs idiosyncrasiques, la banque centrale ne fournissant une assurance qu'en cas de chocs de liquidité systémiques. Cette nouvelle approche devrait être plus efficace pour atténuer l'aléa moral parce qu'elle en cible plus précisément la cause.

¹⁸ La titrisation standardisée et transparente ainsi que les dispositifs de marge en fonction du cycle intégral sont d'autres exemples de ces mécanismes.

¹⁹ Le mécanisme permanent d'octroi de liquidités est assorti d'un taux dissuasif (le taux officiel d'escompte) tandis qu'un recours à l'aide d'urgence donne lieu à un discrédit.

²⁰ Si les établissements clés pouvaient choisir eux-mêmes à quel moment emprunter à la banque centrale, celle-ci réduirait ses coûts de collecte d'information et de surveillance, alors que l'application de taux dissuasifs et la possibilité d'un discrédit serviraient à limiter l'aléa moral lié à une utilisation abusive de la facilité de prêt.

²¹ Les modalités de la politique de la Banque en matière de garanties, notamment les marges, peuvent aussi contribuer à réduire l'aléa moral.

Pour sa part, l'organisme de surveillance peut aussi contribuer à accroître la résilience du système financier et limiter ainsi l'aléa moral, notamment par les moyens suivants qui sont en cours d'application ou qui ont été proposés :

- établir des normes qui incitent les institutions financières à conserver des liquidités suffisantes pour résister aux chocs idiosyncrasiques ou aux petits chocs systémiques auxquels elles peuvent s'attendre à faire face, et instaurer des politiques favorisant des pratiques saines en matière de gestion des liquidités²²;
- renforcer la réglementation des fonds propres par des mesures appropriées d'atténuation des risques, sans imposer aux établissements financiers un fardeau réglementaire excessif ni exacerber l'aléa moral par des politiques visant à les empêcher de faire faillite²³;
- veiller à ce que les parties intéressées ayant une responsabilité en matière d'atténuation des risques subissent des conséquences importantes lorsque leurs stratégies à cet égard échouent, notamment en recourant à un mécanisme de résolution clair et transparent ou aux « testaments biologiques », qui permettent de procéder à la liquidation ou à la restructuration rapide des institutions financières touchées^{24, 25};
- exiger l'utilisation de fonds propres subordonnés, ou titres convertibles en fonds propres, peut-être sous la forme d'un type particulier de dette subordonnée, afin d'aider à absorber les pertes et de réduire ainsi la possibilité de voir une institution d'importance systémique faire faillite²⁶.

²² Dans son communiqué du 17 décembre 2009, intitulé « Consultative proposals to strengthen the resilience of the banking sector announced by the Basel Committee », le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire propose l'instauration d'une norme minimale internationale en matière de liquidité pour les banques d'envergure mondiale. Voir également C. A. Northcott et M. Zelmer, « Une analyse des normes de liquidité dans un contexte macroprudentiel », *Revue du système financier*, décembre 2009, Banque du Canada, p. 41-47; et le document de consultation intitulé « International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring » publié par la Banque des Règlements Internationaux, décembre 2009.

²³ Dans son communiqué du 17 décembre 2009, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire aborde l'amélioration de la qualité, de la cohérence et de la transparence des fonds propres ainsi que le renforcement de la couverture des risques dans le cadre des règles d'adéquation des fonds propres.

²⁴ Pour s'attaquer aux problèmes des institutions financières d'importance systémique jugées « trop grosses pour faire faillite », le Conseil de stabilité financière met au point une série de mesures au nombre desquelles se trouve l'amélioration de la capacité de liquider de manière ordonnée les entreprises défailtantes, y compris celles qui ont des activités à l'extérieur du pays. Voir le communiqué du Conseil de stabilité financière intitulé « Financial Stability Board meets on the financial reform agenda », 9 janvier 2010.

²⁵ Le Canada dispose à l'intention des institutions de dépôt fédérales de mécanismes de résolution clairs et transparents, qui sont examinés régulièrement et révisés au besoin. Ainsi, depuis longtemps, la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) exerce des pouvoirs en vertu desquels elle peut procéder à la restructuration d'institutions de dépôt en difficulté ou mettre en place des solutions à cet égard. Par ailleurs, depuis 1996, la législation fédérale confère au surintendant des institutions financières le pouvoir de prendre temporairement le contrôle d'une institution et, au besoin, de demander une ordonnance de mise en liquidation, sous réserve de certaines conditions et avec l'autorisation du ministre des Finances. La SADC est habilitée depuis 2008 à mettre sur pied une banque relais afin de faciliter la restructuration des institutions de dépôt fédérales.

²⁶ Dans son communiqué du 11 janvier 2010, intitulé « Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision reinforces Basel Committee reform package », le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire annonce qu'il examine le rôle que les fonds propres subordonnés, ou titres convertibles en fonds propres, pourraient jouer dans le cadre des exigences en matière de fonds propres réglementaires. Voir aussi *Réflexions sur le cours de la réforme de la réglementation*, allocution de M^{me} Julie Dickson, surintendante des institutions financières, prononcée le 28 octobre 2009, BSIF.

Ces mesures constituent aussi des éléments qui peuvent servir à réduire la probabilité d'une crise. Le but est de parvenir à ce que les institutions, l'infrastructure et les marchés financiers jouent des rôles déterminants – et complémentaires – à l'appui de la prospérité économique à long terme.

À l'avenir, il est important que les participants au système ne présument pas que nos interventions en périodes de crise impliquent que nous sommes disposés à intervenir en temps normal. Il est également important que nous continuions de disposer d'une latitude considérable pour décider du moment et de la méthode d'intervention dans la prochaine crise, de manière à accomplir notre mandat de fournisseur de liquidités de dernier ressort du système financier en cas de choc systémique.

La Banque doit garder dans sa panoplie d'outils les principaux instruments dont elle s'est servie pendant la crise, à savoir les mécanismes de prise en pension à plus d'un jour et la facilité de prêt à plus d'un jour ainsi que le dispositif d'aide d'urgence. Lors d'une crise caractérisée par une pénurie de garanties de bonne qualité, la Banque envisagerait aussi de mettre en place un dispositif de prêt de titres à plus d'un jour qui permettrait d'échanger des garanties de bonne qualité contre des garanties de qualité inférieure – au prix approprié – afin de soutenir le fonctionnement des marchés de financement essentiels. Compte tenu des changements que pourraient connaître les infrastructures à la base des marchés clés (par exemple, l'instauration de contreparties centrales), il convient d'effectuer des études plus poussées afin d'établir quels sont les bons outils pour remédier à de futurs problèmes de liquidité.

Conclusion

En conclusion, les principes que nous avons adoptés au début de la crise ont été profitables à la Banque et, surtout, au système financier. Tout au long de la tourmente, la Banque s'est montrée novatrice et souple²⁷. Actuellement, alors que nous mettons un terme aux mécanismes temporaires, nous procédons de manière délibérée et réfléchie, notamment en annonçant à l'avance ce que nous allons faire et en réduisant progressivement les montants et la fréquence des adjudications. Nous maintiendrons cette ligne de conduite alors que nous prenons des mesures pour renforcer la stabilité et la résilience du système financier – et nous continuerons de nous conformer à ces principes pour orienter nos interventions, à court et à long terme.

²⁷ Par exemple, en permettant aux participants au STPGV d'offrir leurs portefeuilles de créances non hypothécaires en nantissement dans le cadre du STPGV et du mécanisme permanent d'octroi de liquidités. Un aspect de cette mesure sera utile à l'avenir et, comme nous l'avons indiqué, restera en place.

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

	Mécanisme ordinaire de prise en pension à plus d'un jour	Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres privés du marché monétaire	Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés	Facilité de prêt à plus d'un jour
Date d'annonce	Annoncé le 12 décembre 2007; la dernière modification remonte au 19 janvier 2010.	Annoncé le 14 octobre 2008, mis en vigueur le 27 octobre 2008 et aboli le 16 mars 2009 ^a .	Annoncé le 23 février 2009, mis en vigueur le 16 mars 2009 et supprimé le 28 octobre 2009.	Annoncée le 12 novembre 2008 et supprimée le 29 octobre 2009.
Objectif	Mécanisme temporaire assurant un apport en liquidités à l'appui du fonctionnement efficace des marchés financiers. Il a été modifié le 21 avril 2009 afin de renforcer la déclaration conditionnelle de la Banque du Canada à propos de la trajectoire future du taux cible du financement à un jour.	Mécanisme temporaire servant à soutenir la liquidité des titres privés du marché monétaire. Il a été remplacé par le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés.	Mécanisme temporaire servant à soutenir la liquidité des titres privés.	Mécanisme temporaire de prêt à plus d'un jour donnant aux participants au STPGV davantage de souplesse dans la gestion de leur bilan et visant l'amélioration des conditions sur les marchés monétaire et du crédit.
Participants admissibles	Négociants principaux de titres du gouvernement du Canada et participants directs au STPGV	Négociants principaux, à titre de soumissionnaires directs, et participants au marché monétaire, à titre de soumissionnaires indirects, dont le niveau d'activité sur les marchés monétaires canadiens de titres privés est significatif et qui sont soumis aux réglementations fédérale ou provinciale.	Institutions, à titre de soumissionnaires indirects, dont le niveau d'activité sur les marchés monétaire ou obligataire canadiens de titres privés est significatif, qui sont soumises à la réglementation fédérale ou provinciale.	Participants directs au STPGV.
Garanties ou titres admissibles^a	Titres émis ou garantis par le gouvernement du Canada; titres émis ou garantis par un gouvernement provincial; acceptations bancaires et billets à ordre; papier commercial et papier à court terme des municipalités; papier commercial adossé à des actifs (PCAA) répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada; obligations de sociétés et de municipalités. Les titres sont assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.	Acceptations bancaires; papier commercial; PCAA répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada; billets à ordre. Les titres sont assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.	Acceptations bancaires; papier commercial; PCAA répondant aux critères d'admissibilité de la Banque du Canada; billets à ordre; obligations de sociétés. Les titres sont assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.	Portefeuilles de prêts non hypothécaires libellés en dollars canadiens, assujettis à des critères de crédit et à d'autres exigences.
Marges	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .	Voir la rubrique « Marges exigées » à l'adresse : http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/securites.pdf .
Taux d'intérêt et type d'adjudication	Adjudication concurrentielle à taux multiples pour un montant nominal fixe libellé en dollars canadiens. Adoption de taux de soumission minimal et maximal le 21 avril 2009. Taux de soumission minimal : limite inférieure de la fourchette opérationnelle (25 points de base). Taux de soumission maximal : taux officiel d'escompte (50 points de base).	Adjudication concurrentielle à taux multiples pour un montant nominal fixe libellé en dollars canadiens. Le taux de soumission minimal est fixé à 75 points de base au-dessus de la moyenne du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada et du taux des swaps un mois indexés sur le taux à un jour que celle-ci observera.	Adjudication concurrentielle à taux multiples pour un montant nominal fixe libellé en dollars canadiens. Le taux minimal des soumissions est fixé au taux cible du financement à un jour majoré de 25 points de base.	Adjudication à prix uniforme pour un montant nominal fixe en dollars canadiens. Le taux minimal des soumissions est fixé au taux officiel d'escompte. Tous les soumissionnaires retenus sont tenus de payer le taux de rendement minimal accepté.
Échéance	Un, trois, six, neuf et douze mois	Deux semaines	Un et trois mois	Un mois
Fréquence	Mensuelle	Hebdomadaire	Hebdomadaire	Hebdomadaire

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

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

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

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

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