

Le marché canadien du financement à un jour : évolution récente et changements structurels

Christopher Reid, département des Marchés financiers

- *L'instauration du Système de transfert de paiements de grande valeur en février 1999, l'introduction d'un régime de dates préétablies pour l'annonce des décisions relatives au taux directeur en décembre 2000 et l'évolution des pratiques de financement et de gestion des garanties sont autant de facteurs qui ont eu une incidence appréciable sur la structure et la dynamique du marché du financement à un jour.*
- *Entre 2001 et 2005, le taux des prêts à un jour garantis s'est très peu écarté en règle générale du taux visé par la Banque du Canada pour le financement à un jour. Au début de 2005, toutefois, le taux des prêts garantis (calculé à partir du taux des pensions) a commencé à s'établir plus régulièrement au-dessous du taux cible du financement à un jour.*
- *L'accroissement de la demande de garanties a eu des répercussions sur le comportement et les processus décisionnels des participants au marché des fonds à un jour. De plus en plus, l'usage optimal des garanties est une considération dont les opérateurs tiennent compte lorsqu'ils élaborent leurs stratégies de financement à un jour.*
- *La création du swap indexé sur le taux à un jour en 1999 a été un jalon important dans le développement du marché des fonds à un jour. Les opérateurs se servent de cet instrument à des fins de couverture ou de spéculation et pour jauger les attentes sur le marché à un jour; son usage croissant a contribué à améliorer l'efficacité informationnelle de ce dernier.*

Les grands acteurs des marchés financiers canadiens qui disposent d'un surplus temporelle de liquidités ou qui se trouvent dans la situation inverse utilisent le marché du financement à un jour pour prêter ou emprunter des capitaux jusqu'au jour ouvrable suivant. Le taux d'intérêt appliqué à ces transactions est le « taux du financement à un jour », et c'est par l'influence qu'elle exerce sur lui que la Banque du Canada met en œuvre la politique monétaire. La banque centrale canadienne établit en effet un taux cible pour le marché du financement à un jour, appelé communément « taux directeur de la Banque ». Par le jeu du mécanisme de transmission de la politique monétaire, les modifications apportées au taux cible se répercutent sur les autres taux d'intérêt et le taux de change, entraînant par ricochet des variations des prix des actifs, de la demande globale, de l'écart de production et, finalement, de l'inflation¹. Voilà pourquoi l'efficacité du marché des fonds à un jour est d'un grand intérêt pour la Banque du Canada.

Le présent article propose un survol de la structure actuelle du marché canadien du financement à un jour et décrit comment celui-ci a évolué depuis la dernière analyse qu'en a publiée la Banque, en 1997². L'instauration du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) en février 1999, l'introduction d'un régime de dates préétablies pour l'annonce des décisions relatives au taux directeur en décembre 2000 et l'évolution des pratiques de financement et de gestion des garanties sont autant de facteurs qui ont eu une incidence appréciable sur la structure et la dynamique du marché des fonds à un jour. On est ainsi passé

1. Voir Macklem (2002) pour une description de la manière dont est formulée la politique monétaire.

2. Voir Lundrigan et Toll (1997-1998).

d'une situation où la fonction dominante de ce marché était le financement à une situation où la gestion des garanties est devenue une considération importante.

Aperçu du marché

Le marché du financement à un jour met en relation les acteurs du marché financier qui disposent d'un surplus temporaire de liquidités et ceux qui sont des emprunteurs potentiels. Ces acteurs regroupent de nombreuses entités financières : banques, courtiers en valeurs mobilières, courtiers intermédiaires, sociétés commerciales, fonds de placement (y compris les fonds de couverture), caisses de retraite, compagnies d'assurance, sociétés de fiducie, sociétés de financement, organismes d'État et gouvernement du Canada³. L'éventail des participants est resté à peu près le même durant la dernière décennie. Leur importance relative, elle, a changé quelque peu, les investisseurs institutionnels en général occupant une place légèrement plus grande sur ce marché.

Les banques commerciales et les courtiers en valeurs mobilières demeurent les plus importants emprunteurs et bailleurs de fonds sur le marché du financement à un jour, en raison surtout de leurs activités de tenue de marché relativement à une large gamme d'actifs financiers (actions, obligations, etc.), qui les obligent à détenir des stocks de titres financés en bonne partie sur le marché à un jour. Les autres participants, tels que les gestionnaires d'actifs (dont les gestionnaires de fonds de couverture) et les investisseurs avertis, recourent également à ce marché, mais dans une moindre mesure, pour financer leurs positions sur le marché.

Les institutions financières sont les principaux fournisseurs de liquidités sur le marché à un jour, et elles sont généralement disposées à indiquer un prix à leurs clients et à d'autres institutions financières tant pour l'emprunt que pour le prêt de fonds à un jour.

Instruments financiers du marché à un jour

Même si les banques sont des participants actifs du marché des fonds à un jour, elles comblent encore la plupart de leurs besoins de financement, notamment en ce qui touche leurs activités générales, au moyen des dépôts de gros. Ces dépôts continuent d'être à l'origine de la majorité des opérations à un jour, devant

les prêts garantis et les prêts non garantis⁴. Les dépôts de gros constituent une source de financement stable pour les banques et favorisent l'entretien de relations étroites avec la clientèle. En conséquence, les institutions de dépôt indiquent quotidiennement les taux acheteur et vendeur à leurs clients pour le financement à un jour, ces taux étant légèrement rajustés selon que l'institution préfère être prêteur ou emprunteur net ce jour-là. Le fonctionnement de ce segment du marché n'a pas changé de façon appréciable depuis dix ans⁵. Cela dit, les taux offerts sur le marché des dépôts de gros sont maintenant basés sur le taux cible de la Banque du Canada pour les fonds à un jour (institué en 1999), ce qui a permis d'accroître le degré de transparence des prix dans ce segment du marché à un jour.

Les taux offerts sur le marché des dépôts de gros sont maintenant basés sur le taux visé par la Banque du Canada pour le financement à un jour, ce qui a permis d'accroître le degré de transparence des prix dans ce segment du marché à un jour.

Le marché des pensions forme de loin la plus grande composante du segment des prêts garantis du marché à un jour, et il revêt une importance particulière en raison de son haut degré de transparence par rapport aux autres segments du marché. Les opérations de pension sont aussi un instrument de financement précieux pour les banques et constituent le principal outil de financement des entreprises qui n'ont pas accès aux dépôts (telles que les maisons de courtage). La mise en pension combine la vente immédiate de titres et l'engagement simultané de les racheter à une date déterminée (habituellement le jour suivant) à un prix fixé d'avance. L'opération inverse est une prise en pension⁶. Du point de vue économique, la prise en

3. Une bonne partie de l'information présentée dans le présent article a été recueillie lors de consultations tenues entre la Banque et les opérateurs du marché en avril et mai 2006.

4. Sur le plan technique, les banques commerciales empruntent les dépôts de gros sans fournir de garantie.

5. Voir Lundrigan et Toll (1997-1998) pour en savoir davantage sur le marché des dépôts de gros.

6. Voir Morrow (1994-1995).

pension peut être assimilée à un prêt garanti : l'une des parties prête des capitaux à l'autre partie contre la garantie, constituée par des titres acceptables, que le prêt sera remboursé. Au Canada, les opérations de pension sont en fait, du point de vue juridique, des conventions de rachat, ce qui implique que les titres sont achetés, puis revendus à un prix différent qui reflète à la fois l'intérêt sur le prêt implicite et les flux monétaires enregistrés pendant la durée du contrat. Les autres composantes du segment des prêts à un jour garantis, comme les prêts à vue — auparavant la source de financement dominante des courtiers en valeurs mobilières —, ont perdu de leur importance au fil du temps.

La majorité des garanties utilisées sur le marché canadien du financement à un jour sont constituées de titres négociables du gouvernement du Canada. Les mises en pension des titres du gouvernement fédéral qui ne font l'objet d'aucune préférence particulière aux fins de nantissement composent ce qu'on appelle le « marché général des pensions ». Si, toutefois, un titre précis est très en demande (qu'il émane du gouvernement du Canada ou d'un autre émetteur) en raison peut-être de la popularité d'une stratégie de négociation donnée dans l'ensemble du marché, il peut se négocier à un taux inférieur sur le marché des pensions⁷; on dira alors de lui qu'il se négocie à des conditions « spéciales ». Ce cas est fréquent sur la plupart des grands marchés de pensions à un jour, dont ceux des États-Unis et du Royaume-Uni, et il est de plus en plus répandu sur le marché canadien.

Le recours à d'autres formes de nantissement, y compris aux titres des administrations provinciales et à ceux bénéficiant de la garantie de l'État, a gagné en importance, mais il ne constitue pas encore un segment actif du marché canadien des pensions. S'il n'en est pas encore ainsi, c'est peut-être en partie parce que ces produits ne sont pas de parfaits substituts des titres du gouvernement canadien, étant donné leur qualité de crédit un peu inférieure. L'utilisation d'autres actifs tels que les obligations de sociétés ou de municipalités pose un problème supplémentaire. En effet, les banques qui apportent ces actifs en garantie doivent mettre en réserve des capitaux additionnels pour se conformer aux exigences de fonds propres édictées par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF).

7. Comme les titres très convoités se négocient à un taux moindre sur le marché des pensions, les détenteurs de ces titres peuvent, en les prêtant, obtenir des liquidités auxquelles s'applique un taux d'intérêt inférieur à celui pratiqué sur le marché général des pensions.

Le marché interbancaire canadien, où les institutions financières concluent entre elles des opérations de prêt sans aucune remise de garantie, est de petite taille, et la part qu'il représente dans l'ensemble du marché à un jour continue de régresser. Cela contraste avec la situation observée aux États-Unis, où le marché interbancaire est profond et diversifié et où le taux directeur (le taux cible des fonds fédéraux) est en fait un taux interbancaire. De ce côté-ci de la frontière, le marché interbancaire s'adresse surtout aux petites institutions financières qui ne disposent pas d'une base solide de dépôts au pays. Y sont également présents les participants directs au STPGV, qui y ont recours non pas comme importante source de financement, mais surtout pour le règlement de leurs positions en fin de journée. Suivant l'institution, les swaps de change⁸ pourront aussi servir de façon plus ou moins importante à combler les besoins de financement au jour le jour.

La création du swap indexé sur le taux à un jour en 1999 a été un jalon marquant dans le développement récent du marché des fonds à un jour. Les opérateurs utilisent cet instrument à des fins de couverture ou de spéculation et pour jauger les attentes sur le marché à un jour; son usage croissant a contribué à améliorer l'efficacité informationnelle de ce dernier. Le marché des swaps indexés sur le taux à un jour est traité de façon plus approfondie dans l'Encadré 1.

D'une manière générale, la plupart des actifs qui sont financés sur le marché des fonds à un jour continuent d'être libellés en dollars canadiens. Aussi le gros des besoins de financement à un jour des acteurs financiers canadiens sont-ils encore comblés au moyen d'instruments à un jour libellés en dollars canadiens, et ce, malgré le mouvement de mondialisation des marchés de capitaux.

Transparence du marché et flux de transactions

Étant donné le grand nombre de produits de financement offerts sur le marché à un jour, la Banque du Canada utilise deux mesures du taux des prêts à un jour garantis pour représenter le coût moyen global des fonds à un jour. Ces deux mesures, qui sont publiées

8. Le swap de change consiste dans la vente (l'achat) d'une monnaie étrangère à une date donnée et la conclusion d'un contrat d'achat (de vente) correspondant, pour le même montant et avec la même contrepartie, dont le règlement aura lieu à une date ultérieure. Les emprunts (prêts) entièrement couverts consistent en des emprunts (prêts) en dollars É.-U. et en des swaps de change par lesquels on achète (vend) des dollars canadiens pour règlement le jour même avec la promesse de les revendre (racheter) au terme de la période d'emprunt.

Encadré 1 : Le marché des swaps indexés sur le taux à un jour

Le swap indexé sur le taux à un jour est un produit dérivé négocié de gré à gré¹ par lequel deux parties conviennent d'échanger, pour une période donnée, un taux d'intérêt fixe déterminé au moment de la conclusion de la transaction contre un taux flottant appelé à varier au fil du temps. À cet égard, les contrats de swap indexé sur le taux à un jour sont assimilables aux contrats classiques de swap de taux d'intérêt fixe-variable. Dans le cas des premiers, le taux variable correspond au taux moyen des opérations de pension à un jour (CORRA) enregistré au Canada durant la période.

Les opérateurs recourent surtout au marché des swaps indexés sur le taux à un jour pour conclure des opérations de couverture, souvent à des fins de gestion des risques. Plus précisément, ils se servent de ces swaps pour se couvrir contre les variations de leurs coûts de financement ou contre les mouvements des taux d'intérêt à court terme. Un opérateur peut aussi utiliser le marché de ces swaps pour modifier la structure des échéances d'un portefeuille, ou encore pour prendre une position spéculative sur la trajectoire future du taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada.

En raison de ces fonctions de spéculation et de couverture, le volet à taux fixe du swap indexé sur le taux à un jour est également mis à profit par certains participants pour connaître les attentes du marché quant aux décisions futures de la Banque concernant son taux directeur. Si la durée d'un swap s'étend au-delà d'une date d'annonce préétablie, par exemple, l'écart entre le taux fixe et le taux des fonds à un jour en vigueur peut permettre de calculer les attentes du marché relativement à une révision future du taux directeur. À ce chapitre, le swap indexé sur le taux à un jour présente plusieurs avantages sur les autres instruments du marché monétaire. Contrairement à ceux-ci, il est directement relié au taux canadien des fonds à un jour. En outre, ces swaps étant des produits dérivés, leur offre n'est pas fixe — à l'opposé d'autres instruments, telles les acceptations bancaires, dont les prix sont parfois influencés par des facteurs d'offre. Mais l'utilisation du marché des swaps indexés sur le taux à un jour pour jauger les attentes peut aussi comporter des difficultés. Il arrive que l'on manque d'information sur les prix de ce marché ou que la profondeur de celui-ci soit insuffisante, en particulier pour les contrats à plus longue échéance. En outre, dans le cas où l'on s'attendrait à ce que le taux CORRA s'écarte du taux des fonds

1. Les opérations de gré à gré sont conclues directement entre les participants plutôt que sur des marchés centralisés.

à un jour, l'évaluation des attentes relatives aux taux d'intérêt futurs pourrait devenir plus ardue.

Développement du marché

Le marché canadien des swaps indexés sur le taux à un jour a connu un essor rapide depuis sa création en mars 1999. Bien que la taille précise de ce marché soit difficile à déterminer, les informations recueillies auprès des courtiers et d'autres sources portent à croire que l'encours notionnel de ces contrats est de l'ordre de 40 milliards à 100 milliards de dollars². Ces chiffres sont assez proches de ceux des autres instruments du marché monétaire, notamment les acceptations bancaires et les bons du Trésor du gouvernement canadien, dont les encours atteignent environ 55 milliards et 130 milliards de dollars respectivement. Les instruments du marché monétaire les plus liquides et les plus activement négociés demeurent toutefois les contrats à terme sur acceptations bancaires, dont les positions ouvertes s'élèvent à quelque 475 milliards de dollars.

Plusieurs facteurs ont contribué à la croissance du marché des swaps indexés sur le taux à un jour, notamment l'adoption d'un régime de dates d'annonce préétablies par la Banque du Canada et les améliorations touchant à la publication du taux CORRA³. La stabilité et la prévisibilité relatives de ce taux, la comptabilisation hors bilan des swaps indexés sur le taux à un jour⁴ ainsi que le vaste éventail des échéances offertes sont aussi des caractéristiques qui ont nourri l'intérêt des opérateurs.

Du fait qu'il n'implique aucun transfert de principal entre les parties, le swap indexé sur le taux à un jour présente également l'avantage de comporter un risque de crédit relativement faible. En effet, les swaps de taux d'intérêt (y compris ceux indexés sur le taux à un jour) n'exigent pas d'échange de principal entre les participants. Un seul transfert de fonds, correspondant à l'obligation nette d'une contrepartie envers l'autre, a lieu à l'échéance du contrat. L'obligation nette équivaut à la différence entre les intérêts courus calculés au

2. Les informations utilisées pour estimer la taille du marché ont été recueillies auprès de courtiers, dans le cadre de visites menées à l'automne 2005.

3. Ces améliorations sont notamment une plus grande précision des chiffres (quatre décimales au lieu de deux), la clarification de la période durant laquelle les opérations sont enregistrées (de 6 h à 16 h) et la décision de publier le taux CORRA plus tôt, soit à 9 h plutôt qu'à midi le jour ouvrable suivant.

4. Les montants notionnels ne figurent pas dans le corps des états financiers d'une institution.

Encadré 1 : Le marché des swaps indexés sur le taux à un jour (suite)

taux fixe et au taux variable composé du swap sur la durée du contrat⁵.

Aperçu du marché

L'échéance des swaps indexés sur le taux à un jour varie normalement d'une semaine à un an, mais la majorité des opérations et des offres se rapportent à des échéances relativement courtes et standardisées de trois mois ou moins. Si les écarts acheteur-vendeur pouvaient atteindre jusqu'à cinq points de base au début, ils se situent aujourd'hui à un ou deux points pour les contrats de trois mois ou moins, et sont un peu plus larges pour les échéances longues⁶. Comme dans le

cas d'autres instruments du marché monétaire, les écarts peuvent fluctuer d'un jour à l'autre au gré des conditions du marché. Les facteurs qui influent le plus souvent sur les écarts sont la prévisibilité et la stabilité du taux CORRA ainsi que l'incertitude relative aux décisions futures de la Banque du Canada au sujet du taux cible du financement à un jour.

Le montant type des offres de swaps oscille entre 25 millions et 125 millions de dollars, le second chiffre s'appliquant aux contrats de six mois et moins, et le premier aux contrats à plus long terme. La taille réelle des transactions tend toutefois à dépasser largement celle des offres. De façon générale, le marché a affiché une très grande profondeur ces dernières années, et les swaps d'un montant supérieur à 1 milliard de dollars pour l'échéance d'un mois, et à plusieurs centaines de millions pour les autres échéances, ne sont pas rares au cours d'une journée normale.

5. Les swaps (y compris ceux indexés sur le taux à un jour) sont basés sur un montant notionnel convenu entre les deux parties.

6. D'habitude, l'écart se rétrécit considérablement avant la conclusion d'une opération, passant d'environ deux points de base à aussi peu qu'un quart de point.

par la Banque, sont le taux des opérations de pension à un jour (*Canadian Overnight Repo Rate* ou CORRA) et le taux du financement à un jour sur le marché monétaire. Le premier est la moyenne pondérée des taux auxquels les pensions exécutées par l'entremise de courtiers intermédiaires entre 6 h et 16 h se sont négociées. Limité aux opérations conclues sur le marché général des pensions, le taux CORRA est une mesure (intrajournalière et de fin de journée) transparente du taux à un jour.

La Banque du Canada utilise deux mesures du taux des prêts à un jour garantis pour représenter le coût moyen global du financement à un jour.

Le taux du financement à un jour sur le marché monétaire est une estimation établie par la Banque du Canada en fin de journée au moyen d'une enquête menée auprès des principaux acteurs du marché des fonds à un jour. Cette estimation, qui englobe le coût moyen pondéré des opérations de pension négociées

par les principaux courtiers actifs sur le marché monétaire, y compris les prises en pension spéciales⁹ effectuées avec la Banque du Canada et les transactions conclues directement entre les courtiers, fournit une mesure un peu plus large que le taux CORRA. Comme on peut le constater au Graphique 1, cette mesure est moins volatile que le taux CORRA, en partie parce qu'elle repose sur un volume de transactions beaucoup plus grand et un ensemble plus vaste de participants.

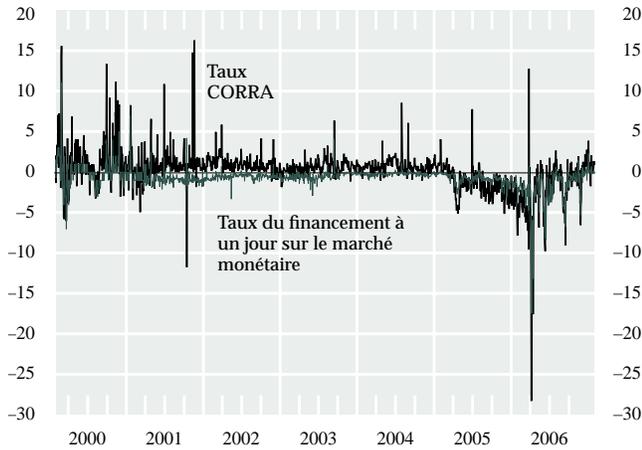
La plupart des participants au marché de gros peuvent prendre connaissance d'une partie des opérations de pension sur les terminaux de négociation installés par les courtiers intermédiaires (le montant de la transaction et le taux auquel elle a été conclue sont tous deux affichés). Toutefois, comme la majorité des opérations (pension ou autre) sur le marché à un jour sont conclues directement entre les parties contractantes et non par l'entremise de courtiers intermédiaires, les participants peuvent difficilement connaître le véritable niveau d'activité du marché des pensions à un jour. Selon les statistiques trimestrielles que les distributeurs de titres d'État fournissent à la Banque et à l'Association

9. Les prises en pension spéciales (cessions en pension) sont des opérations de pension en vertu desquelles la Banque du Canada offre d'acheter (de vendre) des titres du gouvernement du Canada à des contrepartistes désignés en s'engageant à les leur revendre (racheter) à un prix fixé d'avance, le jour ouvrable suivant.

Graphique 1

Taux du financement à un jour sur le marché monétaire et taux CORRA*

Points de base



* Les deux taux sont mesurés en écart par rapport au taux cible du financement à un jour.

canadienne des courtiers en valeurs mobilières, le volume des opérations de pension portant sur des titres négociables du gouvernement du Canada s'élèverait à quelque 55 milliards de dollars canadiens par jour. Le volume quotidien des transactions s'est accru considérablement depuis la première analyse du marché canadien des pensions publiée par la Banque (Morrow, 1994-1995). Toutefois, comme le montre le Graphique 2, le volume hebdomadaire des opérations de pension a atteint un sommet en 1997-1998, puis sa progression s'est arrêtée; il est redescendu quelque peu et est demeuré relativement stable entre 1999 et 2005. Tout récemment, le volume des pensions de titres au Canada s'est remis à augmenter, et il se rapproche aujourd'hui de son maximum historique.

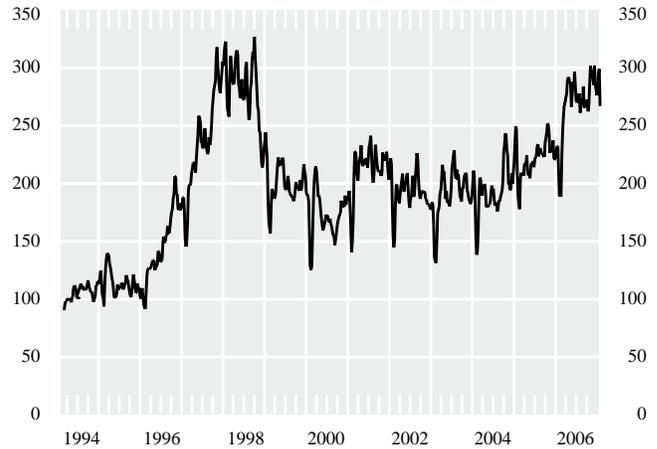
Malgré la prédominance des transactions bilatérales directes, les opérateurs croient en général que les prix affichés par les courtiers intermédiaires pour les titres du gouvernement du Canada reflètent fidèlement, à tous moments, les prix pratiqués sur l'ensemble du marché des prêts à un jour conclus de gré à gré. Les terminaux de négociation des courtiers intermédiaires constituent donc tout au long de la journée un mécanisme crucial de découverte des prix. De plus, lorsque, à la fin de la journée, la plupart des participants mettent la dernière main à leur situation de trésorerie, certains d'entre eux consultent également ces terminaux pour repérer les contreparties qui affichent une position inverse.

Graphique 2

Volume hebdomadaire des opérations de pension portant sur des titres du gouvernement canadien

Moyenne mobile sur quatre semaines

Milliards de dollars canadiens



Les opérations de pension conclues sur le marché du courtage intermédiaire peuvent certes être observées, mais leur volume a parfois été très faible dans le passé. À 145 occasions depuis 1999, le volume quotidien des opérations générales de pension effectuées par l'entremise de courtiers intermédiaires a été inférieur à 500 millions de dollars — soit le minimum requis, depuis décembre 2005, pour établir le taux CORRA. Lorsque le volume quotidien de ces pensions glisse sous la barre des 500 millions, le taux CORRA est établi au taux cible du financement à un jour, lequel ne reflète pas nécessairement le taux véritable des prêts garantis. Il reste que le volume des pensions conclues par le truchement de courtiers intermédiaires a globalement progressé depuis 1999, ce qui a contribué à améliorer la transparence du marché des fonds à un jour¹⁰.

En ce qui concerne le segment des prêts non garantis du marché interbancaire à un jour, les taux acheteur et vendeur sont eux aussi affichés sur les écrans des courtiers intermédiaires, mais la profondeur est encore limitée. De plus, si les taux applicables aux dépôts de gros ne sont pas connus de l'ensemble des participants, les taux offerts aux clients sont établis en fonction du taux cible du financement à un jour. Les améliorations apportées au cadre de conduite de la politique moné-

10. En 2006, par exemple, le volume quotidien des opérations est tombé au-dessous du seuil minimum à quatre occasions seulement.

taire, y compris la publication du taux cible du financement à un jour, ont ainsi contribué à rendre plus transparent le marché des dépôts de gros.

Hendry et Kamhi (2007) proposent une autre mesure du segment des prêts non garantis du marché à un jour, fondée sur les opérations de prêt à un jour et les remboursements qui transitent par le STPGV (voir l'Encadré 2).

Changements structurels et taux des prêts à un jour garantis

Le marché canadien du financement à un jour n'a cessé d'évoluer depuis sa création. Il a été témoin de changements exceptionnels depuis dix ans : implantation du STPGV, introduction du régime de dates d'annonce préétablies pour les décisions relatives au taux directeur, adoption de nouvelles pratiques en ce qui a trait à la gestion des risques, augmentation des prêts de titres et hausse de l'importance du segment des prêts à un jour garantis.

Le STPGV

Au Canada, la mise en œuvre de la politique monétaire est étroitement liée au système par lequel les paiements sont compensés et réglés quotidiennement. Le STPGV, réseau électronique qui sert à envoyer et à recevoir les gros paiements, a été mis sur pied le 4 février 1999 par l'Association canadienne des paiements. Il permet aux

participants directs de régler entre eux, ainsi que pour le compte de leurs clients, leurs plus importantes obligations de paiement. Afin de réduire au maximum le risque de défaillance de la part d'un participant, les membres sont tenus de constituer des garanties à l'appui de leurs flux de paiement. Tous les participants directs au STPGV détiennent des comptes de règlement à la Banque du Canada.

Quelques années avant l'introduction du STPGV, soit en 1994, la Banque avait commencé à orienter ses interventions de façon à maintenir le taux à un jour à un niveau — à l'intérieur d'une fourchette opérationnelle de 50 points de base — qui était conforme à l'objectif qu'elle poursuivait pour les conditions monétaires globales. Pour renforcer les limites de cette fourchette, la Banque offrait des cessions en pension et des prises en pension spéciales. Lorsque le STPGV est entré en service, la Banque a apporté plusieurs modifications au cadre de mise en œuvre de la politique monétaire (Howard, 1998). L'institution a fixé officiellement le taux cible du financement à un jour au point médian de la fourchette opérationnelle de 50 points de base, et s'est mise à renforcer les limites de celle-ci par les facilités de prêt et de dépôt qu'elle offre en fin de journée. La limite supérieure de la fourchette, connue sous le nom de taux d'escompte, est devenue le taux que la Banque applique aux prêts pour découvert accordés aux participants au STPGV affichant une position

Encadré 2 : Une autre façon de mesurer le segment des prêts non garantis du marché à un jour

Hendry et Kamhi (2007) se fondent sur une analyse des flux de transactions enregistrés dans le STPGV pour estimer le montant des prêts à un jour non garantis pour la période de deux ans débutant en mars 2004. S'inspirant d'une méthodologie élaborée aux États-Unis en vue de mesurer le volume des transactions sur fonds fédéraux à partir des données du réseau Fedwire¹, les auteurs évaluent à environ 5 milliards de dollars É.-U. le volume quotidien des prêts à un jour non garantis. Ce chiffre représente une estimation minimale

1. Fedwire est un système de règlement brut en temps réel exploité par la Réserve fédérale et à l'aide duquel les institutions financières participantes peuvent se transférer électroniquement des fonds entre elles. En liaison avec le système privé CHIPS (*Clearing House Interbank Payments System*), Fedwire constitue le principal réseau pour le règlement des gros paiements nationaux et internationaux aux États-Unis.

du marché de ces prêts, compte tenu du fait que les prêts à un jour ne sont pas tous réglés par le truchement du STPGV. La taille du marché des prêts à un jour non garantis s'avère ainsi légèrement supérieure à celle du marché des opérations de pension conclues par l'entremise d'un courtier intermédiaire, mais elle ne représente qu'environ un dixième de la taille estimée du marché des opérations de pension directes. Le taux d'intérêt implicite de ces prêts s'est peu écarté du taux visé pour le financement à un jour, l'écart moyen s'étant établi à seulement 0,017 point de base. Ce taux d'intérêt implicite varie selon les conditions générales du marché, l'importance du prêt et la taille de l'emprunteur et du prêteur. Les données indiquent également que, conformément aux attentes, les plus petits participants au STPGV constituent, en règle générale, une source nette de fonds pour les grandes banques.

débitrice, afin de permettre le règlement des effets par le système en fin de journée. Quant à la limite inférieure de la fourchette, elle est devenue le taux auquel l'institution rémunère les dépôts que les participants au STPGV tiennent jusqu'au lendemain au sein du système¹¹. Ce mécanisme réduit considérablement la probabilité que le taux à un jour sorte de la fourchette. Étant donné les incitations financières contenues dans le STPGV, les participants ayant un solde créditeur et ceux ayant un solde débiteur en fin de journée ont mutuellement intérêt à conclure des transactions entre eux plutôt qu'à conserver ces positions auprès de la Banque. De plus, le caractère symétrique de la fourchette opérationnelle incite les participants au STPGV à conclure leurs transactions à un taux qui s'écarte peu du taux cible du financement à un jour. De son côté, la Banque continue d'intervenir sur le marché à un jour au moyen de cessions en pension et de prises en pension spéciales, selon les besoins, pour ramener le taux du financement à un jour au point médian de la fourchette lorsqu'il s'en éloigne.

Le caractère symétrique de la fourchette opérationnelle incite les participants au STPGV à conclure leurs transactions à un taux qui s'écarte peu du taux cible du financement à un jour.

En supposant qu'il ne subsiste pas de soldes créditeurs dans le système, la position nette de l'ensemble des membres du STPGV qui détiennent un compte de règlement à la Banque sera nulle à la fin de la journée. Les membres ayant un solde débiteur sauront alors que le compte d'un ou de plusieurs autres membres affiche un solde créditeur équivalent. S'il est vrai que le STPGV peut fonctionner avec des soldes de règlement nuls, la Banque a souvent maintenu le niveau des soldes légèrement au-dessus de zéro afin de couvrir

11. On considère généralement que les limites inférieure et supérieure de la fourchette sont assimilables aux taux de prêts garantis. Mais en réalité, la Banque du Canada ne fournit pas de garantie lorsqu'elle emprunte à la limite inférieure, car elle ne présente pas de risque de contrepartie. De leur côté, les participants au STPGV doivent offrir des garanties lorsqu'ils obtiennent des avances de la Banque.

Tableau 1

L'évolution du cadre de conduite de la politique monétaire

Date	Modifications du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire
Avant novembre 1956 et de juin 1962 à mars 1980	Taux d'escompte fixé à la discrétion de la Banque du Canada
De novembre 1956 à juin 1962 et de mars 1980 à février 1996	Taux d'escompte fixé chaque semaine à 25 points de base au-dessus du taux de rendement obtenu à l'adjudication des bons du Trésor à 3 mois
De novembre 1991 à juin 1992	Modification du cadre en prévision de l'élimination des réserves obligatoires
De juin 1992 à juin 1994	Élimination graduelle des réserves obligatoires
Mi-1994	Mise en application d'une fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour; la Banque signale les modifications de la fourchette en procédant à des cessions en pension et à des prises en pension spéciales
Février 1996	Établissement du taux d'escompte à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle; annonce des modifications de cette fourchette par voie de communiqué
Février 1999	Instauration du Système de transfert de paiements de grande valeur
Décembre 2000	Mise en œuvre du régime de dates d'annonce préétablies pour le taux directeur

les coûts de transaction et autres coûts mineurs découlant de la structure du marché (voir plus bas « L'évolution du taux à un jour et de la demande de garanties »).

Les acteurs du marché financier ne sont pas tous membres du STPGV. En date de décembre 2006, le STPGV comptait quatorze participants directs, à l'exclusion de la Banque du Canada. Mais comme les participants directs au STPGV concluent des transactions avec leurs clients, y compris avec d'autres institutions financières, des entreprises commerciales et des entités publiques, un lien se crée entre les incitations contenues dans le STPGV et le coût plus général des fonds à un jour. En conséquence, l'instauration du STPGV a contribué à améliorer la prévisibilité du coût global du financement, pour le bénéfice des investisseurs nationaux et étrangers et de l'économie canadienne et, finalement, pour le mieux-être de tous les Canadiens.

Le Tableau 1 décrit l'évolution du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque du Canada.

La mise en place du régime de dates d'annonce préétablies

En décembre 2000, la Banque du Canada a instauré un régime de huit dates préétablies par année pour l'annonce de ses décisions concernant le taux directeur. Avant la mise en place de ce régime, des modifications au taux cible du financement à un jour pouvaient être annoncées à 9 h n'importe quel jour ouvrable ou presque. Comme ils ne savaient pas quand aurait lieu la prochaine modification du taux cible, les participants au marché incluait une prime de risque dans le taux qu'ils offraient d'appliquer aux opérations de prêt ou d'emprunt pour les échéances de plus d'un jour. L'adoption d'un calendrier de dates préétablies pour l'annonce des décisions de politique monétaire a réduit considérablement cette incertitude (Parent, Munro et Parker, 2003) et a eu pour effet d'accroître l'efficacité du marché monétaire canadien, notamment par la création de nouveaux instruments financiers comme le swap indexé sur le taux à un jour (Encadré 1). Le marché de ces swaps permet aux participants, entre autres choses, de couvrir plus efficacement leurs besoins de financement ou leur exposition au risque de variation des taux d'intérêt à court terme ou les deux à la fois.

La mise en place du régime de dates d'annonce préétablies a accru les possibilités de couverture et favorisé le recours aux opérations de pension à plus d'un jour.

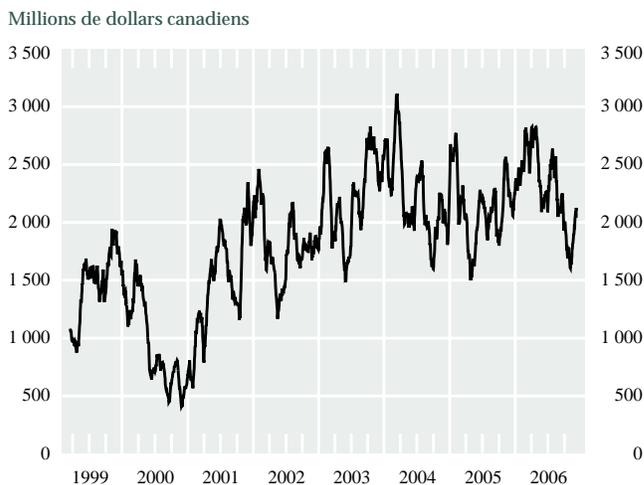
L'instauration du régime de dates d'annonce préétablies a également entraîné des changements sur le marché des pensions. En effet, une proportion croissante des opérations sur ce marché portent sur plus d'une journée¹² : au lieu d'être dénouées le lendemain, un nombre grandissant d'entre elles viennent à échéance à la date d'annonce du taux directeur ou au voisinage de celle-ci. Les données présentées au Graphique 3 indiquent que ce changement n'a pas eu d'incidence notable sur la liquidité quotidienne du marché des pensions à un jour, en raison peut-être de la hausse du volume des opérations de pension en général

12. L'évolution des coûts de transaction et de règlement est peut-être aussi pour quelque chose dans cet allongement du terme des pensions.

Graphique 3

Volume quotidien des opérations de pension à un jour conclues par l'entremise de courtiers intermédiaires

Moyenne mobile sur 30 jours



(Graphique 2). Cela dit, la progression des opérations de pension à plus d'un jour a réduit le risque de refinancement quotidien pour les opérateurs. Elle signifie en outre que des opérations de gros montant peuvent être effectuées aux dates d'annonce préétablies ou aux alentours de ces dates.

Dans l'ensemble, toutefois, la mise en place du régime de dates d'annonce préétablies a accru les possibilités de couverture et favorisé le recours aux opérations de pension à plus d'un jour, ce qui a aidé les acteurs du marché financier à mieux gérer les risques liés aux variations de leurs besoins de trésorerie quotidiens.

Les adjudications des soldes de trésorerie du Receveur général

En sa qualité d'agent financier du gouvernement, la Banque du Canada gère la trésorerie de ce dernier de manière à ce qu'il puisse répondre à ses besoins opérationnels, et veille à investir de façon avantageuse la fraction excédentaire des liquidités quotidiennes de l'État. Les liquidités excédentaires du gouvernement en dollars canadiens, appelées soldes de trésorerie du Receveur général, sont placées au moyen d'adjudications quotidiennes¹³. Avec l'implantation du STPGV,

13. Ces adjudications quotidiennes constituent aussi le mécanisme par lequel s'effectue le transfert de soldes entre le bilan de la Banque du Canada et ceux du secteur privé. La différence entre les sommes qui viennent à échéance un jour donné et les nouveaux soldes adjugés correspond généralement à la somme affectée à la neutralisation de l'effet net des flux monétaires du secteur public qui touchent le bilan de la Banque du Canada.

le nombre de séances d'adjudication a été porté à deux (une le matin et une l'après midi), et l'accès à ces séances a été ouvert à tous les participants au STPGV. De plus, en 2002, on a élargi le groupe des institutions admissibles à la séance du matin afin d'y inclure certains autres participants qui remplissaient les conditions requises. Le gros des sommes est mis aux enchères à cette séance, et une garantie est exigée à l'égard de la majeure partie des dépôts qui y sont adjugés. Des soldes sont tenus en réserve jusque dans l'après-midi en vue de pouvoir faire face aux imprévus. La deuxième séance d'adjudication se tient à 16 h 15, une fois les soldes de clôture connus. Seuls les participants au STPGV ont accès à la séance de l'après-midi (où aucun apport de garantie n'est nécessaire).

Conformément aux révisions apportées en septembre 2002 aux modalités de participation aux adjudications des soldes de trésorerie du Receveur général, la séance matinale d'adjudication destinée aux participants désignés oblige l'emprunteur à donner des titres financiers en garantie (obligations d'État, bons du Trésor, etc.) pour les soldes excédant un seuil déterminé¹⁴. On peut donc comparer à une grosse opération de pension la part des soldes adjugés à la séance du matin qui est assujettie à des exigences de nantissement. Comme les résultats de la séance sont communiqués à tous les participants admissibles, il est clair que les adjudications peuvent constituer une source d'information utile en début de matinée pour la détermination des prix sur le marché à un jour¹⁵. Cela dit, les adjudications ne semblent pas avoir eu d'effet notable sur le taux quotidien moyen des pensions, mesuré par le taux CORRA, sauf peut-être lorsque le niveau des soldes atteint un pic saisonnier. En fait, depuis 2002, l'écart entre le taux obtenu par le Receveur général à la séance du matin et le taux cible du financement à un jour s'est révélé peu corrélé (0,14) avec l'écart entre le taux CORRA et le taux cible du financement à un jour.

Les prêts de titres

L'amélioration qui s'est opérée dans les finances de l'État depuis dix ans a eu pour effet de réduire l'offre de titres négociables du gouvernement canadien. En théorie, une baisse significative de l'offre d'actifs sus-

ceptibles de servir de garantie pourrait nuire à l'efficacité du marché canadien des pensions, du marché du financement à un jour et du marché des titres en général. Or, jusqu'à présent, l'ampleur de la diminution de l'offre de titres négociables du gouvernement n'a représenté qu'un pourcentage relativement faible de l'encours total de la dette¹⁶, et ce recul a été compensé, à tout le moins partiellement, par l'augmentation du nombre des prêts de valeurs mobilières.

Les contrats de prêt de titres permettent d'affecter les valeurs mobilières dont les dépositaires¹⁷ ont reçu la garde à la garantie des opérations du segment du marché à un jour assujetti à des exigences de nantissement. L'expansion de l'activité des entités qui font fonction de mandataire pour les opérations de prêt ou d'emprunt de valeurs explique en partie la hausse du volume des titres disponibles pour les opérations à un jour. Les opérations de prêt de titres sont généralement conclues par d'importants dépositaires ou gestionnaires d'actifs, souvent d'envergure internationale, qui ont une clientèle nombreuse. Par exemple, un gestionnaire d'actifs peut détenir un certain nombre de valeurs dans son portefeuille, mais décider, pour des raisons de coût ou de taille peut-être, de ne pas conclure lui-même d'opérations de pension. Auparavant, ces valeurs n'auraient pu servir de garantie sur le marché des fonds à un jour. Mais aujourd'hui, de plus en plus de gestionnaires de portefeuille confient à des tiers (qui, dans bien des cas, sont leurs dépositaires) le mandat de prêter (à certaines conditions) une partie des titres de leur portefeuille moyennant une commission.

Au Canada, le volume des titres pouvant faire l'objet d'un prêt a beaucoup augmenté au cours des dix dernières années — sans doute à la faveur de la levée en 2001 de certaines restrictions concernant la participation des fonds communs de placement canadiens au marché des prêts de titres et à celui des pensions. S'il est vrai que les fonds communs de placement peuvent désormais entrer directement sur le marché du financement à un jour, nombre d'entre eux peuvent décider, pour des raisons de coût ou d'efficacité straté-

14. Pour connaître la liste des garanties admissibles, voir le document intitulé *Modalités applicables à la séance du matin pour l'adjudication des soldes de trésorerie du Receveur général* dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/adjud/rec_general-f.pdf.

15. En règle générale, les résultats sont communiqués aux participants vers 9 h 20.

16. Le montant total de la dette contractée sur le marché par le gouvernement canadien est passé de 467 milliards de dollars en 1997-1998 à 427 milliards en 2005-2006, ce qui représente une diminution de 8,5 %.

17. Un dépositaire est une institution financière qui a la responsabilité légale de la garde et de la gestion des actifs financiers d'une entreprise ou d'un particulier. Le dépositaire est tenu de veiller au règlement de l'achat ou de la vente des valeurs mobilières dont il a la garde et d'encaisser les revenus générés par ces actifs au nom de leur propriétaire.

gique, de participer indirectement à ce marché par le truchement de contrats de prêt de titres.

Dans l'ensemble, le prêt de valeurs mobilières a vraisemblablement eu un effet favorable sur la liquidité du marché canadien des titres à revenu fixe, mais son incidence sur le marché des fonds à un jour est encore difficile à mesurer. Dans les faits, les opérateurs doivent payer plus cher pour obtenir des titres d'un prêteur de valeurs mobilières, à cause de l'existence d'une commission additionnelle et de la nécessité de fournir plus de garanties (en échange des titres convoités). Le prêt de valeurs est donc une source de liquidité pour les titres qui sont très en demande et qui s'accompagnent d'une prime sur le marché des pensions¹⁸. En améliorant la liquidité d'obligations et de bons du Trésor particuliers et d'une série d'autres actifs financiers, le prêt de titres est une solution somme toute avantageuse pour les marchés financiers en général. Toutefois, cet avantage est probablement amenuisé par le fait que les opérateurs doivent remettre des obligations du gouvernement canadien ou des bons du Trésor en garantie aux prêteurs de titres d'émissions précises, ce qui a pour effet de réduire temporairement le volume des titres disponibles sur le marché général des pensions.

L'évolution du taux à un jour et de la demande de garanties

L'instauration du STPGV

Au cours de la période qui a suivi immédiatement la mise en œuvre du STPGV en 1999, le taux du financement à un jour a affiché une certaine volatilité et s'est établi en règle générale au-dessus du taux cible (Graphique 1). Durant ces premiers mois, la Banque a le plus souvent maintenu à zéro le niveau des soldes de règlement dans le système. Le fait que les fonds à un jour se négociaient de façon systématique au-dessus du taux cible témoignait cependant de l'existence d'une demande de soldes de règlement excédentaires. À la fin de chaque mois à partir de septembre 1999, et tous les jours à partir de novembre 1999, la Banque a donc pris l'habitude de fournir des soldes de règlement positifs aux participants, lesquels pouvaient être plus importants lorsque des facteurs techniques se faisaient ressentir. À cette époque, la Banque intervenait en

18. Les titres qui sont très recherchés par les emprunteurs peuvent se négocier sur le marché des pensions à un taux inférieur au taux général des mises en pension. Comme ces titres sont réputés se négocier à des conditions spéciales, le taux appliqué à ces opérations n'est pas pris en compte dans la mesure CORRA du taux du financement à un jour.

Tableau 2

Historique des modifications apportées au niveau visé pour les soldes de règlement

Février 1999	Solde nul en fin de journée
Septembre 1999	Solde positif durant les périodes de resserrement imputables à des facteurs techniques (fins de mois); solde nul autrement
Novembre 1999	Solde quotidien minimum de 200 millions de dollars; solde plus élevé durant les périodes de resserrement imputables à des facteurs techniques
Avril 2001	Cinquante millions de dollars la plupart du temps; solde plus élevé durant les périodes de resserrement imputables à des facteurs techniques (fins de mois, milieux de mois)
Mars 2006	Solde nul quotidiennement, avec possibilité de solde négatif

outre régulièrement sur le marché des fonds à un jour par le moyen de prises en pension spéciales, afin de renforcer le taux cible. Au terme de cette période de transition, le taux à un jour est devenu beaucoup plus stable, et entre 2001 et 2005, son évolution a suivi de près celle du taux cible. En conséquence, la Banque du Canada a procédé moins souvent à des cessions en pension et à des prises en pension spéciales et réduit progressivement le niveau des soldes de règlement (Tableau 2).

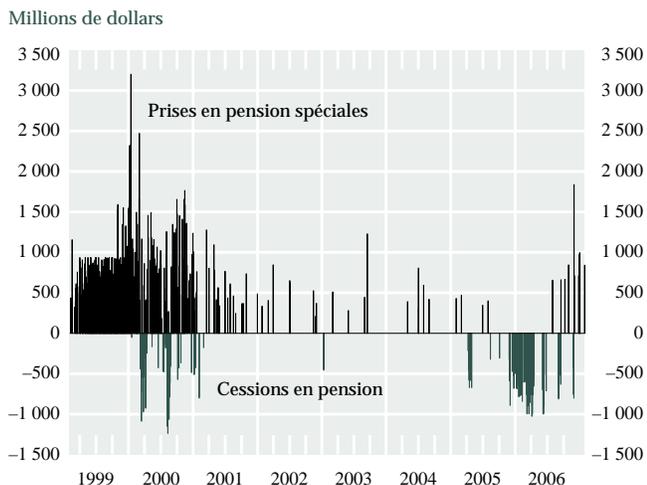
L'apparition récente d'un écart entre le taux des prêts garantis et celui des prêts non garantis

Entre 2001 et 2005, l'écart entre le taux des prêts à un jour garantis et la cible fixée par la Banque pour le taux du financement à un jour a été très faible en règle générale. Mais au début de 2005, le taux CORRA est devenu plus volatil (Graphique 1), et le taux des prêts garantis (calculé à partir du taux observé sur le marché des pensions) a commencé à s'établir plus régulièrement au-dessous du taux visé sur le marché à un jour. En conséquence, la Banque a recouru davantage aux cessions en pension (Graphique 4), et en mars 2006, elle a adopté des mesures temporaires pour renforcer le taux cible des fonds à un jour. D'autres mesures sont venues s'ajouter à celles-ci en février 2007 (Encadré 3).

De nombreuses observations indiquent qu'une hausse générale de la demande de garanties en provenance de diverses sources a exercé une pression à la baisse sur le taux des prêts à un jour garantis. Dans une opération de pension, une augmentation de la valeur des garanties se traduit par une diminution du taux des

Graphique 4

Prises en pension spéciales et cessions en pension



pensions; autrement dit, les participants qui exigent des garanties doivent en contrepartie consentir des prêts à un jour à un taux moindre.

La hausse de la demande de garanties

Depuis 1997, on a assisté à une hausse notable du nombre des possibilités d'affectation des garanties et, partant, de la demande de celles-ci. Cet essor de la demande est en bonne partie attribuable à l'évolution des méthodes de gestion des risques¹⁹, à l'usage croissant des produits dérivés et à l'augmentation des besoins en garanties liés aux principaux systèmes de paiement et de règlement. Devant ces changements, les opérateurs du marché ont modifié leurs méthodes d'évaluation et de gestion des garanties.

19. Les lignes directrices sur les normes de fonds propres formulées par le BSIF à l'intention des institutions de dépôt ne seraient pas étrangères à cette évolution.

Encadré 3 : Mesures temporaires prises par la Banque du Canada en vue de renforcer la cible relative au taux du financement à un jour

En mars 2006, la Banque du Canada a adopté des mesures temporaires en vue de renforcer sa cible pour le taux du financement à un jour¹. Plus précisément, la Banque a annoncé qu'elle réduirait temporairement à zéro le niveau des soldes de règlement et ne s'engagerait plus à neutraliser entièrement les opérations de cession en pension qu'elle conclut. Lorsque la Banque cède un titre en pension, elle reçoit en retour des fonds sur lesquels elle verse un intérêt calculé au taux cible du financement à un jour. D'ordinaire, elle compense ensuite l'incidence de l'opération en réinjectant les fonds dans le système en fin de journée, c'est-à-dire en virant une partie des dépôts que le Receveur général tient chez elle aux comptes des soumissionnaires qui ont remporté l'adjudication des dépôts à terme du gouvernement fédéral tenue l'après-midi. En ne neutralisant plus systématiquement la totalité de ces flux, la Banque peut en fait laisser le système à court de liquidités, de sorte que la position d'un ou de plusieurs participants au STPGV soit débitrice en fin de journée. Pareil découvert nécessiterait une avance de la Banque au taux d'escompte (fixé à 25 points de base au-dessus du taux cible du financement à un jour) et la remise d'une ga-

rantie. De mars 2006 à février 2007, le système a affiché une position déficitaire à quinze reprises. La Banque avait adopté des mesures temporaires analogues en septembre 1999, peu après l'entrée en service du STPGV; à l'époque, les opérations qu'elle s'était engagée à ne plus neutraliser entièrement en fin de mois étaient les prises en pension spéciales plutôt que les cessions en pension. En choisissant de ne pas entièrement compenser l'incidence des opérations de pension dont elle prend l'initiative, la Banque dispose d'un autre moyen d'inciter les participants à conclure leurs transactions à un jour au taux cible ou à un taux très voisin de ce dernier.

En février 2007, pour renforcer encore sa cible pour le taux du financement à un jour, la Banque a annoncé qu'elle était disposée à conclure des cessions en pension à d'autres moments qu'à l'heure où elle le fait habituellement (11 h 45), y compris plus tôt le matin².

La Banque a apporté depuis des clarifications à son cadre de mise en œuvre de la politique monétaire, lequel est décrit en détail en annexe du présent article (p. 28-29).

1. Voir le communiqué publié à ce sujet le jeudi 9 mars 2006, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2006/not090306-f.html.

2. Voir le communiqué publié à ce sujet le jeudi 15 février 2007, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2007/not150207-f.html.

La focalisation accrue sur la gestion des risques s'est accompagnée d'un renforcement de la gestion des garanties. On observe, par exemple, que les opérateurs font de plus en plus la différence entre les risques et les exigences de fonds propres associés à un prêt garanti et ceux associés à un prêt non garanti. Si un prêt est garanti et pas l'autre, il n'y a guère de raisons, du strict point de vue de la gestion des risques, pour que les deux soient assortis du même taux. De façon générale, les opérateurs hésitent maintenant davantage à consentir des prêts à un jour non garantis sans une rémunération adéquate. Cette tendance pourrait s'accroître par suite de l'adoption de Bâle II²⁰ et de l'attention encore plus grande qui sera portée à la gestion des risques et au calcul interne des exigences de fonds propres.

Les opérateurs s'appliquent aussi un peu plus à conserver un bon ratio de liquidité interne, ce qui les oblige essentiellement à tenir des réserves de titres plus importantes afin de pouvoir au besoin se procurer rapidement des capitaux additionnels (par la mise en pension ou la vente de titres).

Autre facteur non négligeable, le nantissement de titres est une formule de plus en plus utilisée de par le monde pour atténuer le risque de contrepartie lié aux swaps et autres produits dérivés négociés de gré à gré. Comme les marchés de produits dérivés continuent de se développer et que le nombre d'accords-cadres ISDA²¹ ne cesse de croître, la demande de garanties devrait encore s'intensifier dans les années à venir. Afin d'illustrer cette tendance, notons que le montant total des titres donnés en nantissement, à l'échelle mondiale, à l'appui des opérations de gré à gré sur produits dérivés est passé de 200 milliards de dollars É.-U. en 2000 à plus de 1,3 billion à la fin de 2005 (Banque des Règlements Internationaux, 2007).

La hausse de la demande de garanties tient également à d'autres facteurs, dont les exigences de nantissement liées aux systèmes de compensation et de règlement

(p. ex., le STPGV, La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée [CDS] et la CLS Bank²²) ainsi que celles formulées à l'égard d'une partie des dépôts à terme du Receveur général. Dans le cas de nombreux participants, par exemple, les exigences du STPGV en matière de nantissement sont à l'origine du plus important segment de la demande de garanties. Non seulement cette demande est née après la publication, par la Banque, de sa dernière analyse du marché à un jour en 1997, mais les besoins ont grandi, en raison notamment de l'augmentation du volume des opérations de change réglées par l'entremise de la CLS Bank²³. Le montant moyen des garanties constituées chaque jour à l'appui des opérations traitées par le STPGV, la CDS ou la CLS Bank est passé de 18 milliards de dollars environ en 2000 à 26 milliards au deuxième trimestre de 2006.

Somme toute, les mesures du taux des fonds à un jour employées par la Banque se sont, en règle générale, établies au taux cible ou près de ce dernier. Toutefois, l'augmentation de la demande de titres du gouvernement du Canada aux fins de nantissement a eu pour effet d'accroître légèrement la probabilité que les participants aient du mal, en certaines occasions, à réunir des garanties suffisantes. Dans ces conditions, il ne faut pas s'étonner que les bonds temporaires de la demande de titres aient entraîné l'apparition plus fréquente d'écarts entre le taux des prêts à un jour garantis et le taux cible.

La gestion des garanties et l'évolution des comportements du marché

L'augmentation implicite, sinon explicite, de la valeur des garanties a eu des répercussions sur le comportement et les processus décisionnels des participants au marché des fonds à un jour. De plus en plus, l'usage optimal des garanties est une considération dont les opérateurs tiennent compte lorsqu'ils élaborent leurs stratégies de financement à un jour.

Il importe de se rappeler que différents types de titres peuvent être donnés en garantie à des fins diverses et avoir des valeurs de nantissement variables. Par exemple, le montant de la garantie exigée d'un emprunteur sera habituellement plus élevé si celle-ci se compose

20. Bâle II, le nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, propose une révision des normes internationales relatives à la mesure de l'adéquation des fonds propres des banques. L'accord a pour objectif d'harmoniser la manière dont les banques et les organismes de contrôle bancaire de différents pays abordent la gestion des risques. Il doit entrer en application en 2008.

21. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) est une organisation commerciale qui réunit les acteurs du marché des produits dérivés de gré à gré. L'accord-cadre ISDA est un contrat normalisé qui comporte des dispositions relatives aux garanties et que signent les parties prenantes avant de s'engager dans une opération sur produits dérivés. Selon la Banque des Règlements Internationaux, le nombre d'accords-cadres ISDA conclus dans le monde entier est passé de 12 000 en 1998 à environ 110 000 à la fin de 2005 (BRI, 2007).

22. Établie à New York et régie par le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, la CLS Bank International offre un service de règlement en continu (*continuous linked settlement*, abrégé CLS) des opérations de change. Pour plus d'information, voir Miller et Northcott (2002).

23. La Banque du Canada fournit un compte de règlement à la CLS Bank pour le volet en dollars canadiens des opérations et elle agit en son nom dans le STPGV.

d'obligations de sociétés plutôt que de titres du gouvernement canadien, et ce, en raison de la différence de qualité du crédit²⁴. De plus, par souci de ne pas divulguer ses positions sur le marché, un participant pourra être réticent à remettre certains types d'actifs en garantie à des concurrents. D'autre part, l'ampleur exacte des besoins de financement des participants est inconnue au début du processus de négociation et évolue tout au long de la journée, ce qui complique encore la gestion des garanties. Comme la demande de garanties a augmenté, il importe plus que jamais de bien déterminer quelles garanties sont les mieux adaptées à des situations précises, et les opérateurs doivent savoir faire un usage optimal de leur stock de titres au regard de leurs besoins.

Comme la demande de garanties a augmenté, il importe plus que jamais de bien déterminer quelles garanties sont les mieux adaptées à des situations précises, et les opérateurs doivent savoir faire un usage optimal de leur stock de titres au regard de leurs besoins.

L'examen de l'évolution des types de garanties constituées dans la cadre de la participation au STPGV permet de mieux comprendre l'importance grandissante de la gestion des garanties et son incidence sur le comportement des opérateurs. Par exemple, l'éventail des titres acceptés en garantie dans ce système a été élargi en 2001, pour répondre au souhait des institutions financières de voir admis (à certaines conditions) les acceptations bancaires, les billets à ordre, le papier commercial et le papier à court terme des municipalités, ainsi que les obligations de sociétés et de municipalités²⁵. Signalons que les titres nouvellement acceptés sont de plus

24. La garantie supplémentaire exigée résulte de l'imposition d'une décote par les participants au marché financier. La décote est le pourcentage de réduction que l'on applique à la valeur de marché d'un actif pour calculer les exigences de fonds propres, la valeur de nantissement de l'actif et les marges afférentes. En raison de l'application de cette décote, le montant des actifs donnés en nantissement est supérieur à celui du prêt obtenu.

25. Voir les *Conditions relatives à la liste élargie des garanties acceptées par la Banque du Canada prenant effet le 1^{er} novembre 2001*, publiées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2001/not221001-f.html.

en plus utilisés; ils représentent aujourd'hui environ 15 à 20 % de l'ensemble des garanties données à l'appui des activités de règlement du STPGV, contre seulement 4 à 6 % au moment de leur inclusion parmi les actifs admissibles. Cette hausse tient sans doute à la décision des participants d'utiliser à d'autres fins les titres du gouvernement canadien, notamment sur le marché général des pensions.

Par ailleurs, le caractère de plus en plus sophistiqué des méthodes de placement a vraisemblablement incité les courtiers en valeurs mobilières à pratiquer une gestion plus dynamique des garanties. Un fonds de couverture, par exemple, en exécutant une grosse opération avec un courtier, peut obliger ce dernier à faire appel au marché des pensions, de telle sorte que la gestion des garanties du courtier gagnera en complexité²⁶. En outre, si des banques commerciales consentent du crédit à des institutions telles que des fonds de couverture, le montant des garanties reçues en contrepartie fluctuera au gré de la valeur du fonds, et de fréquentes substitutions d'actifs pourront s'avérer nécessaires à mesure que ce fonds modifiera ses positions sur le marché.

L'évolution du rôle du marché des pensions

Si le marché des pensions continue de jouer un rôle crucial dans le financement des stocks de valeurs mobilières ainsi que dans la mobilisation et le prêt de fonds, il remplit aujourd'hui une fonction tout aussi essentielle comme instrument d'emprunt et de prêt de valeurs, et, par le fait même, de gestion des garanties. À ce titre, le marché des pensions contribue de plus en plus à l'efficacité financière en général. Non seulement il s'avère utile pour la gestion des garanties, mais il contribue à la découverte des prix sur les marchés de titres en facilitant les ventes à découvert. Il atténue également les obstacles à la négociation de même que le risque de règlement, en accroissant la liquidité du marché, et favorise une meilleure gestion des risques de portefeuille.

Conclusion

Le marché à un jour est une composante clé du mécanisme de transmission par lequel la politique monétaire influe sur les prix des actifs, la demande globale, l'écart

26. Un exemple est la pratique, largement répandue chez les investisseurs, qui consiste à détenir un contrat à terme et à vendre en même temps à découvert l'obligation sous-jacente. Une telle stratégie oblige l'investisseur à emprunter l'obligation visée sur le marché des pensions, ce qui exerce une pression à la baisse sur le taux de mise en pension de cette dernière. Cela peut expliquer en partie l'augmentation récente du nombre de titres négociés à des conditions spéciales au Canada.

de production et, au bout du compte, l'inflation. Plusieurs changements importants ont eu lieu depuis la fin des années 1990, parmi lesquels figurent l'instauration du STPGV, l'adoption du régime de dates préétablies pour l'annonce des décisions relatives au taux directeur ainsi que l'essor des prêts de titres. Malgré une certaine volatilité, le taux à un jour a globalement

affiché une stabilité beaucoup plus grande que dans l'ancien cadre de conduite de la politique monétaire. Ces améliorations ont favorisé la croissance et l'efficacité accrue du marché monétaire canadien et concouru à augmenter la liquidité de l'ensemble du marché des titres à revenu fixe au pays.

Ouvrages et articles cités

- Banque des Règlements Internationaux (2007). « New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives », Comité sur les systèmes de paiement et de règlement.
- Hendry, S., et N. Kamhi (2007). « Uncollateralized Overnight Loans Settled in LVTS », document de travail n° 2007-11, Banque du Canada.
- Howard, D. (1998). « La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 57-66.
- Lundrigan, E., et S. Toll (1997-1998). « Le marché du financement à un jour au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 27-42.
- Macklem, T. (2002). « Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 11-19.
- Miller, P., et C. A. Northcott (2002). « La CLS Bank : gérer le risque de non-règlement des opérations de change », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 13-27.
- Morrow, R. (1994-1995). « Les opérations de pension et les prêts de valeurs mobilières au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 61-70.
- Parent, N., P. Munro et R. Parker (2003). « Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-12.

Annexe

La cible visée par la Banque du Canada pour le taux du financement à un jour Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire

Aux fins de la conduite de sa politique monétaire, la Banque du Canada (la Banque) fixe une cible à l'égard du taux du financement à un jour. Cette cible constitue le premier maillon dans la chaîne de transmission qui lie les mesures de politique monétaire de la Banque à l'activité économique et, finalement, à l'inflation. Les principaux éléments du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire sont le taux cible du financement à un jour, la fourchette opérationnelle, la capacité de conclure des opérations de pension au taux cible et la gestion des soldes de règlement¹. Compte tenu de la nature de ce cadre et du marché canadien des fonds à un jour, la Banque est le mieux à même d'influer sur les taux à court terme en se fixant une cible pour le taux des prêts à un jour garantis.

La cible relative au taux du financement à un jour

Le taux visé par la Banque du Canada pour le financement à un jour est le taux des prêts à un jour garantis observé sur le marché², c'est-à-dire le taux auquel les principaux acteurs du marché monétaire empruntent et prêtent, jusqu'au jour ouvrable suivant, des fonds entièrement garantis par des titres admissibles. La Banque se fondera sur le taux général des pensions à un jour (soit le taux des prêts à un jour garantis par des titres du gouvernement du Canada qui ne font l'objet d'aucune préférence particulière aux fins de nantissement) pour évaluer les conditions du marché des fonds à un jour. Elle pourra cependant juger nécessaire, à l'occasion, d'appuyer son évaluation sur l'observation des conditions régnant dans d'autres segments de ce marché³. Il s'ensuit implicitement que, si les prêts à un jour garantis se négocient au taux visé par la Banque, le taux auquel se concluent les prêts

non garantis peut très bien, quant à lui, fluctuer au-dessus du taux cible.

La fourchette opérationnelle

Le taux visé par la Banque pour le financement à un jour est le point médian d'une fourchette de 50 points de base. Le taux d'intérêt applicable aux prêts pour découvert (avances) garantis que la Banque accorde, au terme du processus de règlement, aux participants au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) en vertu de sa facilité permanente de crédit correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle, et est appelé « taux d'escompte ». Le taux d'intérêt auquel la Banque rémunère les soldes créditeurs des participants au terme du processus de règlement est égal à la limite inférieure de la fourchette opérationnelle.

Sachant qu'ils obtiennent, sur leurs soldes créditeurs, un taux au moins équivalant au taux d'escompte diminué de 50 points de base et qu'ils n'ont pas à payer, sur leurs soldes débiteurs, plus que le taux d'escompte, les participants se trouvent incités à conclure leurs transactions à un jour à des taux situés à l'intérieur de la fourchette opérationnelle. De plus, comme le coût d'opportunité des emprunts contractés auprès de la Banque et celui des prêts accordés à celle-ci en fin de journée sont tous deux égaux au point médian de la fourchette, les fonds à un jour devraient le plus souvent se négocier au voisinage de ce point.

La conclusion d'opérations de pension sur le marché

Pour renforcer la cible relative au taux à un jour, la Banque peut intervenir au besoin sur le marché à un jour en concluant des opérations de pension au taux cible. Si le taux des prêts à un jour garantis s'établit généralement au-dessus du taux visé, la Banque procède à des prises en pension spéciales, par lesquelles elle achète des titres d'État aux négociants principaux⁴ avec la promesse de les leur revendre le jour ouvrable suivant, l'écart de prix entre les deux opérations équivalant au versement de l'intérêt d'un jour ouvrable

1. Pour en savoir davantage, on peut consulter les deux documents suivants : *Le système canadien de transfert de paiements de grande valeur : notions de base* et *Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire après l'entrée en fonction du Système de transfert de paiements de grande valeur*, tous deux accessibles dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/monetaire/lvts/index.html.

2. Auparavant, la définition du taux pris pour cible était plus large et correspondait au taux auquel les principaux acteurs du marché monétaire s'empruntent et se prêtent des fonds à un jour.

3. Notamment lorsque le marché général des pensions est très peu actif.

4. Les distributeurs de titres d'État qui ont atteint un certain niveau de participation sur les marchés des titres du gouvernement canadien reçoivent la désignation de négociants principaux.

calculé au taux cible du financement à un jour. Si, au contraire, le taux des prêts à un jour garantis se situe généralement au-dessous du taux cible, la Banque procède à des cessions en pension, par lesquelles elle vend des titres d'État qu'elle s'engage à racheter le jour ouvrable suivant, l'écart de prix étant là aussi calculé au taux cible des fonds à un jour.

D'ordinaire, ces opérations ont lieu à 11 h 45, afin d'encourager les opérateurs à négocier les uns avec les autres pendant la matinée, période où se déroule une forte proportion des activités de financement journalières. Cependant, la Banque est disposée à conclure, au besoin, plusieurs séries d'opérations de pension sur le marché, et à le faire à d'autres moments qu'à l'heure habituelle, y compris plus tôt le matin, si les conditions du marché à un jour le justifient.

Normalement, la Banque neutralise l'incidence que ses opérations de pension ont sur les liquidités du système. Toutefois, elle a un autre outil à sa disposition pour faire contrepoids aux pressions qui s'exercent sur le taux à un jour : elle peut choisir de ne pas neutraliser entièrement l'effet de ses opérations sur le marché. Dans le cas où une partie ou la totalité des opérations de pension de la Banque ne seraient pas neutralisées, le système pourrait afficher une position excédentaire plus importante ou une position déficitaire à la fin de la journée, ce qui obligerait au moins

un participant au STPGV à laisser des sommes en dépôt à la Banque, qui seraient rémunérées au taux d'escompte diminué de 50 points de base, ou à obtenir une avance portant intérêt au taux d'escompte.

Les soldes de règlement

Depuis l'implantation du STPGV, la Banque a généralement visé un niveau nul ou positif pour les soldes de règlement du système. Tout participant au STPGV dont le solde de règlement est débiteur sait par conséquent qu'il y a normalement au moins un autre participant dont le compte affiche un solde créditeur d'un montant égal à son déficit et avec qui il peut effectuer des transactions aux taux du marché.

Le niveau visé pour les soldes de règlement a été modifié plusieurs fois depuis l'entrée en service du STPGV. La Banque a actuellement pour pratique de maintenir les soldes à un montant légèrement supérieur à zéro (25 millions de dollars), afin d'atténuer les coûts de transaction et autres coûts liés au processus de règlement de fin de journée et de réduire la nécessité pour les participants d'obtenir constamment de faibles avances de la Banque. Celle-ci se réserve néanmoins le droit d'établir les soldes de règlement à un niveau plus élevé ou plus faible si les conditions du marché à un jour le justifient.