



L'évolution des politiques et de l'infrastructure

Introduction

Le système financier et ses diverses composantes (institutions, marchés et systèmes de compensation et de règlement) s'appuient sur une infrastructure constituée d'un ensemble de mécanismes, dont les politiques gouvernementales, qui influent sur la structure du système financier et en facilitent le fonctionnement. L'expérience montre qu'une infrastructure solide et bien ramifiée compte pour beaucoup dans la robustesse d'un système financier. La présente section de la Revue consiste en un survol des travaux réalisés sur le sujet, y compris ceux qui portent sur les aspects pertinents de l'évolution des politiques en la matière.

La turbulence qui a secoué récemment les marchés financiers a incité les banques centrales de par le monde à revoir leur rôle de fournisseur de liquidité au système financier, et la Banque du Canada n'a pas fait exception. Dans l'article **Les interventions des banques centrales face aux perturbations des marchés financiers**, Walter Engert, Jack Selody et Carolyn Wilkins examinent pourquoi, quand et de quelle manière la banque centrale devrait intervenir lorsque les marchés financiers sont en proie à la tourmente. Ils définissent un cadre stratégique et signalent les outils qui, parmi la panoplie dont dispose la banque centrale, s'avéreront les plus efficaces en pareil cas, tout en soutenant ses objectifs et fonctions.

Les interventions des banques centrales face aux perturbations des marchés financiers

Walter Engert, Jack Selody et Carolyn Wilkins¹

La turbulence qui a secoué récemment les marchés financiers a incité les banques centrales de par le monde à revoir leur rôle de fournisseur de « liquidité » au système financier. Pour les spécialistes, il existe plusieurs types de liquidité : la liquidité de marché, la liquidité de financement et la liquidité de banque centrale, procédant toutes d'un concept différent. Le premier, soit la liquidité de marché, se rapporte à un actif ou marché particulier et permet d'appréhender la capacité d'un agent d'acheter ou de vendre une quantité appréciable d'actifs sans réelle incidence sur les prix sous-jacents. Le deuxième concept, à savoir la liquidité de financement, concerne la faculté de contreparties solvables de se procurer sans délai des moyens de paiement pour s'acquitter d'obligations arrivant à échéance. Quant au troisième, il fait référence à l'accès aux liquidités offertes par la banque centrale.

Au risque de simplifier à l'extrême, nous dirons que, de façon générale, on entend par « liquidité » la disponibilité d'actifs qui ont une valeur prévisible dans le temps et qui peuvent être transférés, achetés ou vendus moyennant de faibles coûts de transaction et sans que cela n'ait d'effet sur leur valeur de marché.

Les banques centrales se préoccupent essentiellement de deux aspects de la liquidité du système financier. Elles s'intéressent d'abord au niveau de liquidité global à cause de son rapport avec l'inflation future. Ensuite, elles s'assurent que la liquidité est adéquatement répartie au sein du système, car ce dernier peut devenir inefficace, voire instable lorsque la liquidité n'est pas dirigée là où elle est le plus en demande.

Dans le présent article, nous examinons les interventions de la banque centrale visant à calmer les perturbations des marchés en nous interrogeant plus précisément sur les raisons et l'opportunité de telles interventions ainsi que sur la forme qu'elles

pourraient prendre. Nous définissons un cadre stratégique à cet égard et signalons les outils qui, parmi la panoplie dont dispose la banque centrale, s'avèrent les plus efficaces face à une turbulence extraordinaire, tout en soutenant les objectifs et fonctions de l'institution².

Pourquoi intervenir?

Création endogène de liquidité

La banque centrale apporte de la liquidité au système financier au moyen d'opérations d'open market et de prêt. Elle ne constitue toutefois pas la seule source de liquidité du système, ni même la principale. De nos jours, la liquidité est générée de manière endogène, c'est-à-dire à l'intérieur même du système du fait de l'interaction normale d'agents privés motivés par leurs propres intérêts. À l'opposé, on peut qualifier de source exogène de liquidité le financement qu'octroie la banque centrale pour atteindre ses objectifs de politique. D'où l'importance particulière que revêt le financement accordé par la banque centrale lorsqu'il y a entrave au processus de création endogène de liquidité.

Une analyse fortement stylisée (théorique) de la question fait ressortir deux fonctions déterminantes pour la formation endogène de liquidité : l'activité bancaire et la tenue de marché. Les banques génèrent de la liquidité en acceptant des dépôts qui ont une valeur fixe (nominale) et que leurs propriétaires peuvent retirer sur demande. Elles accroissent le niveau de la liquidité en utilisant ces dépôts comme levier pour consentir de nouveaux prêts qui, à leur tour, viendront peut-être grossir l'encours des dépôts. Une banque à court de liquidité peut, pour se renflouer, emprunter auprès des autres banques, vendre des actifs sur les marchés monétaires ou recourir aux facilités de financement de la banque centrale. Les marchés, quant à eux, créent de la liquidité en facilitant la vente

1. Les auteurs ont bénéficié des commentaires de nombreux collègues, qu'ils tiennent à remercier ici de leur contribution.

2. Carney (2008) jette un autre éclairage sur la question.

d'actifs à des prix reflétant la valeur actualisée des flux de revenus attendus de ces actifs. De leur côté, les institutions qui offrent des services de tenue de marché procurent au système de la liquidité en exploitant l'effet de levier pour multiplier les transactions d'achat ou de vente à des prix tenant compte de la valeur fondamentale des actifs. Un teneur de marché ayant besoin de liquidités additionnelles peut emprunter auprès des banques ou des autres teneurs, ou encore vendre des actifs sur les marchés monétaires³.

Dans un système financier moderne, la liquidité tend à être générée par des centres ou pôles financiers⁴. Un pôle bancaire est un regroupement de grandes banques particulièrement actives dans l'octroi de prêts entre elles ainsi qu'à d'autres institutions financières et à des teneurs de marché. Un pôle de tenue de marché rassemble des institutions qui s'occupent tout spécialement d'animer le marché, acquièrent les actifs peu liquides d'autres teneurs ou accordent à ceux-ci des prêts gagés sur de tels actifs. Bien qu'elles mènent des opérations destinées à servir leurs intérêts propres, les institutions constituant ces pôles créent de la liquidité qui profite à l'ensemble des acteurs du système financier. Par conséquent, prises collectivement, elles jouent un rôle important dans la stabilité et l'efficacité de ce système.

Les mécanismes de création et de répartition endogènes de la liquidité parviendront presque toujours à générer une liquidité suffisante et à la redistribuer dans les segments appropriés du système. Il est aussi généralement admis que les frictions et l'asymétrie des incitations qui caractérisent le fonctionnement normal du système ne sont pas, à elles seules, de nature à entraver ces mécanismes. On convient toutefois que le processus de création endogène de liquidité peut exceptionnellement être interrompu.

Interruption de la création endogène de liquidité

Lorsque le processus de création endogène de liquidité est bloqué, la banque centrale a le pouvoir de soutenir la stabilité du système financier en injectant de la liquidité dans celui-ci. Prenons l'exemple

d'un petit choc subi par la demande de liquidité. Celui-ci peut finalement avoir sur une banque des effets démesurés du fait que les dépôts tenus chez elle sont remboursables à leur valeur nominale sans préavis. L'incertitude que le choc fait planer sur la solvabilité de cette banque peut donner lieu à une ruée des déposants craignant pour leur épargne. Et parce que la qualité de son crédit est entachée d'incertitude, la banque pourrait être incapable de se procurer des liquidités auprès des autres banques ou sur les marchés. Si la banque centrale dispose de renseignements (transmis par l'organisme de réglementation, par exemple) lui indiquant que l'établissement en difficulté est soluble, elle pourra contribuer à rétablir la confiance en prêtant à ce dernier⁵.

La stabilité et l'efficacité d'un système financier moderne dépendent de la capacité générale des acteurs d'acheter et de vendre des actifs, en particulier sur les marchés monétaires, à des prix correspondant à leur valeur fondamentale. Néanmoins, le caractère incomplet des marchés financiers, dû au fait que les opérateurs ne sont pas tous présents sur l'ensemble des marchés, peut entraver la disponibilité de l'information et le financement sur les marchés. À son tour, cette situation risque d'engendrer des inefficiences dans le processus d'établissement des prix, y compris des primes de liquidité sur d'importants marchés. Les inefficiences de ce type, qui ne constituent habituellement que de petites frictions temporaires, peuvent devenir majeures dans certaines circonstances, comme un accroissement soudain et généralisé de l'incertitude au sujet de la solvabilité d'une contrepartie. Un tel phénomène peut dissuader des participants de se prêter entre eux et pousser d'importants acteurs à se retirer du marché, rendant celui-ci encore plus incomplet. De plus, les inefficiences de prix sont susceptibles d'être aggravées si un comportement moutonnier se développe, c'est-à-dire si les participants se mettent à imiter les autres au lieu de faire confiance à leur propre analyse.

Dans des cas extrêmes, le manque d'information fiable dans des marchés incomplets peut entraîner d'importantes inefficiences de prix et interrompre la création endogène de liquidité, exacerbant de ce fait les inefficiences en question et le tarissement de la liquidité. Les banques peuvent alors se trouver dans une position où il leur est impossible d'étendre leurs services d'intermédiation du crédit

3. Bien sûr, les services bancaires et de tenue de marché peuvent être fournis par la même institution, et c'est souvent le cas au Canada.

4. Chapman, Chiu et Molico (2008) analysent un système de paiement comportant plusieurs pôles ou niveaux d'intermédiation. Leur document de travail est résumé aux pages 87 à 89 de la présente livraison.

5. La politique de la Banque du Canada en matière de prêt de dernier ressort est exposée dans Banque du Canada (2004) et dans Daniel, Engert et Maclean (2004-2005).

pour remédier au problème, soit parce qu'elles ont elles-mêmes un besoin accru de liquidité, soit parce qu'elles ne possèdent pas d'information crédible sur la qualité du crédit des institutions assumant la fonction de teneurs de marché ni sur celle des autres participants.

Ainsi, une hausse anticipée des taux de défaillance pour une catégorie d'actifs donnée peut soulever des inquiétudes quant à la solvabilité d'un teneur du marché de ces actifs et handicaper la capacité de ce dernier d'obtenir le financement qu'il lui faut (y compris au moyen de la vente d'actifs) pour continuer à animer le marché, ce qui fausserait encore davantage le processus d'établissement des prix. Les banques, également touchées par le choc, pourraient choisir de conserver leurs liquidités pour combler leurs propres besoins au lieu de financer les participants à ce marché. En outre, elles seraient peu enclines à se procurer des fonds additionnels auprès de la banque centrale si elles ne possèdent pas les garanties nécessaires ou si elles veulent éviter le discrédit qu'un tel emprunt pourrait jeter sur elle (et ne pas attirer l'attention des organismes de réglementation). De plus, il est possible qu'elles ne disposent pas de suffisamment de capital mobilisable (ou soient incapables de le réunir) pour remplacer celui qu'elles se procuraient antérieurement par l'émission de titres, ce marché ne fonctionnant plus. Résultat, elles pourraient ne pas parvenir à réinstaurer un niveau d'intermédiation du crédit qui réponde raisonnablement aux besoins des participants ébranlés par le choc, ce qui risquerait d'avoir des retombées néfastes sur les marchés d'autres actifs⁶.

Une banque centrale a le pouvoir d'aider à stabiliser le système en injectant de la liquidité directement sur les marchés. Dans le cas qui nous occupe, elle pourrait accepter, en garantie des fonds qu'elle accorde et moyennant une décote appropriée, des titres qui se négociaient sur le marché devenu illiquide, ce qui contribuerait aussi à restaurer l'efficacité du processus d'établissement des prix.

Allen et Gale (2007) étudient un autre exemple, portant sur l'effondrement du prix d'un actif. Une banque qui détiendrait une grande quantité de cet actif serait soumise à des tensions dues au fait que

la valeur d'une bonne partie de ses passifs demeurerait fixe tandis que celle de ses actifs fléchirait. Elle se verrait forcée de conserver ses liquidités pour répondre à ses propres besoins, restreignant du même coup le montant de celles mises à la disposition des autres participants. Elle devrait aussi liquider certains actifs, ce qui provoquerait une chute du prix de ces derniers dans des marchés illiquides, avec pour résultat potentiel une dépréciation de ces actifs en deçà de leur valeur fondamentale et, partant, une répartition inefficace des ressources.

Pour contrer une telle inefficace, la banque centrale peut apporter de la liquidité aux marchés qui en ont besoin de manière à ce que les prix des actifs retrouvent leur valeur fondamentale, ou encore elle peut prêter aux banques touchées pour qu'elles alimentent elles-mêmes la liquidité.

Importance grandissante de la liquidité de marché

L'évolution des marchés depuis les événements d'août 2007 a renforcé la prise de conscience à l'égard de l'importance que revêtent une offre suffisante de liquidité et sa répartition adéquate dans les marchés pour la stabilité et le fonctionnement efficace du système financier.

Bien que la théorie économique fasse état du rôle joué par la répartition de la liquidité dans le bon fonctionnement du système financier, peu de praticiens avaient compris, jusqu'à tout récemment, la nécessité d'un apport direct de liquidité par la banque centrale aux divers marchés (à ce sujet, voir entre autres Banque de France, 2008). On considérait en effet qu'il suffisait à la banque centrale, pour maintenir la liquidité dans les marchés et l'ensemble du système, de modifier le niveau de liquidité à l'aide de la politique monétaire, ou au sein des principaux systèmes de paiement, ou de répartir autrement la liquidité entre banques.

Cette opinion a changé dans la foulée des événements d'août 2007 et de la crise du crédit hypothécaire à risque. Il est maintenant plus généralement admis que le système financier sera plus stable et que les effets des mesures de politique monétaire seront plus prévisibles si la banque centrale soutient directement, dans certains cas exceptionnels, la liquidité du marché.

Ce revirement tient au fait que l'on reconnaît aujourd'hui la plus grande dépendance du système financier envers la liquidité du marché. Une des raisons de cette dépendance accrue est le recours

6. On peut considérer qu'il s'agit là d'un scénario illustrant une forme de « défaillance du marché », dans lequel les décisions découlant de la poursuite de ses intérêts personnels par chacun des participants peuvent entraîner de piètres résultats pour l'ensemble du groupe ou du système.

plus fréquent à la titrisation pour convertir des créances non négociables (telles que des prêts hypothécaires) en titres négociables (comme des titres adossés à des créances hypothécaires), laquelle rend les institutions financières plus tributaires de la liquidité du marché pour le financement de leurs opérations.

Un autre facteur est la prépondérance grandissante de la comptabilité fondée sur les valeurs de marché, qui fait que les chocs de prix d'actifs se répercutent rapidement sur les valeurs inscrites au bilan. Il importe donc encore plus qu'auparavant que les marchés soient suffisamment liquides pour évaluer correctement les actifs afin que les prix qu'ils leur attribuent reflètent la juste valeur économique de ces derniers. Lorsqu'un titre n'est pas suffisamment standardisé pour se négocier sur un marché, son prix n'est pas une véritable valeur de marché; il correspond plutôt à la valeur donnée par un modèle, ce qui amplifie l'incertitude à son sujet durant les épisodes de tensions financières. Il s'ensuit que les institutions financières sont plus enclines à thésauriser la liquidité pour être en mesure de restructurer leurs bilans en cas de soudaines variations dans la valeur de leurs actifs. Et pour préserver le niveau de leurs liquidités, elles accordent moins de prêts et sont moins actives sur les marchés.

Intervenir sur les marchés cadre avec les objectifs de la banque centrale

La fourniture de liquidité par la banque centrale est régie par diverses politiques poursuivant un but commun. Ces politiques recherchent toutes une atténuation des perturbations potentielles du système financier que seul l'apport exogène de liquidité par la banque centrale peut permettre de réaliser.

La *politique monétaire* vise à stabiliser l'inflation. Dans une économie financière moderne, le taux d'inflation est déterminé par la trajectoire que la banque centrale établit pour le taux d'intérêt sans risque (soit le taux directeur). Cela implique que la banque centrale se tienne disposée à prêter aux agents de compensation dans le système de paiement et à conclure des opérations d'open market dans des limites prévues pour que le taux cible soit atteint⁷. Le niveau de liquidité global dans le sys-

tème financier est fonction de la trajectoire de ce taux. Lorsque la banque centrale intervient pour corriger la répartition de la liquidité (comme on le verra plus loin), il se peut qu'elle doive aussi prendre des mesures compensatoires pour que le taux directeur ne dévie pas de la cible visée, ce qui lui évitera d'avoir à modifier sa politique monétaire.

La *politique en matière de paiement, de compensation et de règlement* protège le système de paiement contre les effets déstabilisants du blocage qui peut survenir lorsqu'une banque participante ne dispose pas de suffisamment de liquidités pour s'acquitter de ses obligations. Les banques évoluant au sein d'une économie monétaire sont liées entre elles par un système qui utilise la monnaie émise par la banque centrale pour le règlement de leurs positions respectives, et les agents de compensation du principal pôle bancaire ont accès à des facilités de crédit permanentes offertes par la banque centrale à l'appui du règlement des paiements.

La *politique relative aux prêts de dernier ressort* (ou, en clair, à l'octroi d'une aide d'urgence) a pour objet de stabiliser la situation des banques confrontées à un choc de liquidité susceptible de déclencher une ruée des déposants, les dépôts à valeur fixe tenus chez elles étant remboursables sans préavis. L'aide d'urgence n'est octroyée que lorsqu'une banque solvable ne peut se procurer de liquidités créées de manière endogène et que la banque centrale devient son ultime recours.

La *politique sur les mesures d'intervention exceptionnelles* vise à contrecarrer les perturbations qui peuvent découler des distorsions touchant la liquidité des marchés monétaires. Elle précise à quelle hauteur la banque centrale consentira des prêts aux marchés et par quels moyens se fera l'apport de liquidité, y compris l'échéance des instruments choisis et l'éventail des garanties et des contreparties admissibles⁸.

Quand intervenir

Lorsqu'elle envisage d'intervenir durant un épisode de turbulence financière, la banque centrale doit tenter de répondre à trois questions fondamentales, que nous examinons ci-après.

7. Pour un exposé détaillé sur la mise en œuvre de la politique monétaire par la Banque du Canada, consulter Banque du Canada (2007) et Engert, Gravelle et Howard (2008).

8. La *politique régissant le rôle d'agent financier* complète celles énumérées ci-dessus. Elle contribue à la stabilité et à l'efficacité du système financier en veillant à ce que les prix des obligations d'État soient fixés de manière efficiente, ceux-ci servant de référence dans l'établissement des prix de nombreux autres instruments financiers.

Les instruments de la banque centrale seront-ils efficaces?

En évaluant l'efficacité probable de ses instruments, la banque centrale doit chercher à définir la nature de la défaillance du marché qui est à l'origine du problème, puis déterminer si les instruments dont elle dispose sont appropriés dans les circonstances. Il se peut aussi que, dans certains cas, on juge plus approprié de recourir à un changement législatif ou réglementaire ou à une modification des règles de surveillance ou des pratiques du marché pour créer l'incitation nécessaire à la correction de l'inefficacité de prix.

Les instruments de la banque centrale ne seront efficaces que si l'intervention des autorités monétaires encourage les acteurs du marché à accroître leur activité, soit en leur donnant l'assurance que les prix futurs seront plus prévisibles et refléteront une baisse des primes de liquidité, soit en réduisant la quantité d'un actif illiquide détenu par le secteur privé.

Quels sont les avantages potentiels d'une intervention?

La banque centrale est une institution publique qui participe à la régulation de l'économie dans son ensemble et qui, par conséquent, doit considérer uniquement les avantages qui ressortent au niveau macroéconomique. En évaluant les avantages potentiels d'une intervention, les autorités monétaires devraient prendre en compte les points suivants :

- l'intérêt d'éviter une aggravation du dysfonctionnement du système financier pouvant résulter de l'inaction;
- l'intérêt d'éviter la vente d'actifs en catastrophe, qui pourrait entraîner des faillites et des pertes sèches pour l'économie;
- l'intérêt d'éviter une perte de confiance dans le système financier. Par exemple, si un pays devait connaître une crise bancaire majeure, les investisseurs étrangers pourraient exiger une prime de risque, laquelle constituerait un frein à la croissance nationale;
- plus l'activité économique est liée au marché touché par la crise, plus les avantages de l'intervention seront importants.

Quels sont les coûts potentiels d'une intervention?

Lorsqu'elle évalue les coûts potentiels d'une intervention, la banque centrale doit constamment s'efforcer de ne pas perdre de vue sa responsabilité

première, à savoir le maintien d'un taux d'inflation bas et stable. Elle doit aussi atténuer les risques financiers auxquels elle s'expose par ses interventions. Un autre coût potentiel est de susciter, par une intervention injustifiée, un sentiment de crise en l'absence de crise véritable (un faux signal négatif).

Enfin, l'« aléa moral » est un aspect important. Ce concept désigne la possibilité qu'une partie à l'abri du risque ait un comportement différent de celui qu'elle aurait si elle était exposée entièrement au risque, et qu'elle se préoccupe donc moins des conséquences de ses actes, convaincue qu'une tierce partie supportera lesdites conséquences.

Si la banque centrale n'intervient que dans de vraies crises de liquidité, l'aléa moral se limitera à la distorsion de l'incitation à une gestion efficiente de la liquidité. Or, on confond souvent le risque de liquidité et le risque de solvabilité, ce qui rend difficile en pratique de déterminer à quel moment intervenir. Cela soulève aussi la possibilité qu'une intervention de la banque centrale dissuade les acteurs des marchés financiers de gérer convenablement le risque de contrepartie (ou de crédit), avec les conséquences négatives que cela suppose pour le fonctionnement du système financier. Enfin, il y a le risque que les interventions de la banque centrale incitent les institutions à créer des conditions propices à une intervention des autorités monétaires, et ce, afin d'en tirer profit⁹.

En somme, toute forme d'intervention de la banque centrale entraîne des coûts et crée un risque d'aléa moral. Dans la mesure où les agents économiques privés s'attendent à ce que la banque centrale injecte de la liquidité lorsque les marchés financiers sont en difficulté, ils seront moins attentifs à la gestion des risques de liquidité et de contrepartie, ce qui pourrait nuire au bon fonctionnement des marchés dans l'avenir.

Atténuer l'aléa moral

Une façon de limiter les effets de l'aléa moral est d'intervenir uniquement dans des circonstances très défavorables. La banque centrale pourrait utiliser ses instruments de manière si sélective que les agents économiques privés auraient peu de

9. Les tentatives d'explication des crises financières invoquent souvent l'aléa moral, en particulier la prise excessive de risques qu'encouragent des filets de sécurité mal conçus; de même, d'après la littérature économique, les systèmes financiers qui ont un cadre réglementaire plus strict seraient mieux à même de résister aux crises (Benston et Kaufman, 1997; Caprio, 1998; Dziobek et Pazarbasoglu, 1997; et Furlong et Kwan, 2006).

chances de voir dans son intervention une raison de modifier leur comportement habituel.

À ce propos, il serait utile de recourir à un test pour déterminer à quel moment une intervention est justifiée. Le questionnaire ci-dessous, qui se situe dans la ligne des questions formulées dans la section précédente, ainsi que ceux proposés par Summers (2007) et Buiter (2007) pourraient servir à éclairer la décision d'intervenir ou non.

- Sommes-nous en présence d'un important choc commun, d'effets de contagion non négligeables ou de retombées négatives, avec la possibilité de répercussions graves sur l'économie réelle?
- Est-ce avant tout un problème de liquidité dont la solution a de fortes chances de contribuer à la stabilité du système? (À l'inverse, s'il s'agit plutôt d'un problème de solvabilité, l'intervention de la banque centrale aura peu de chances d'atteindre son but.)
- Est-il raisonnable de penser que l'intervention des autorités monétaires n'ajoutera pas au fardeau fiscal?
- L'intervention a-t-elle peu de chances d'avoir un effet déterminant sur la probabilité et le degré de gravité de futures crises financières? (Cette question suppose que l'on prenne en considération la nature du mécanisme d'intervention.)
- Cette mesure procurera-t-elle un avantage social net?

Si l'on répond à toutes ces questions par l'affirmative, la banque centrale aura de bonnes raisons d'intervenir. Fait important, ce test donne à penser que les interventions seraient peu fréquentes et impliqueraient des pertes financières pour les acteurs du marché, ce qui introduirait un élément de coassurance de nature à limiter l'aléa moral.

De plus, dans ces circonstances, la banque centrale pourrait appliquer aux fonds qu'elle avance à certaines institutions un taux dissuasif qui serait laissé à sa discrétion¹⁰. Enfin, la banque centrale devrait promouvoir une surveillance rigoureuse du risque de liquidité et des risques connexes et pourrait exercer un certain contrôle sur la gestion du risque de liquidité par les emprunteurs éventuels, afin de réduire les coûts et les risques liés à l'intervention.

10. On entend ici par taux dissuasif le taux directeur de la banque centrale augmenté d'une prime. (Au Canada, le taux directeur correspond au taux cible du financement à un jour, et le taux minimal de prêt de la Banque du Canada est le taux officiel d'escompte, c'est-à-dire le taux cible du financement à un jour augmenté de 25 points de base.)

Comment intervenir

Principes

La banque centrale ne devrait intervenir que lorsqu'il y a défaillance du marché et qu'elle est en mesure de prévenir ou de contrer une grave instabilité financière sans fausser la prime de risque de crédit. L'analyse précédente fait ressortir cinq principes qui devraient guider l'élaboration et l'application des mesures d'intervention de la banque centrale¹¹.

1) *Interventions ciblées* : La banque centrale doit seulement tenter de parer aux défaillances du marché (distorsions de liquidité) qui sont d'envergure systémique, qui ont des conséquences macroéconomiques et qu'elle est à même de corriger. Ce principe reconnaît que la banque centrale ne peut résoudre tous les problèmes. Il implique aussi qu'elle intervienne uniquement lorsque la défaillance risque d'avoir des retombées importantes sur l'ensemble de l'économie et que son action a de bonnes chances d'y remédier.

2) *Interventions graduées* : L'ampleur des interventions doit être dosée en fonction de la gravité du problème. Ce principe reconnaît qu'une intervention excessive de la banque centrale a un coût; il faut donc envisager une réponse mesurée en rapport avec la gravité du problème, de manière à éviter une réaction exagérée de la banque centrale.

3) *Outils d'intervention bien pensés* : 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) *Interventions efficaces n'engendrant pas de distorsions* : La banque centrale doit effectuer ses transactions aux prix fixés par le marché, afin de réduire au maximum les distorsions. Ses interventions ne doivent surtout pas fausser les écarts de crédit, car cela créerait des problèmes additionnels.

5) *Atténuation de l'aléa moral* : Il faut porter une attention particulière aux risques associés à la création d'incitations contre-productives susceptibles de nuire à la longue au bon fonctionnement du système financier, et il faut trouver des moyens de limiter ces risques. Au nombre de ces moyens

11. Toute forme d'intervention de la Banque du Canada doit être en conformité avec les dispositions des lois pertinentes, dont, au premier chef, la *Loi sur la Banque du Canada*.

figurent une intervention limitée et sélective, l'introduction d'un élément de coassurance, l'application de taux dissuasifs selon le cas ainsi que la promotion d'une surveillance rigoureuse de la gestion des risques de liquidité.

Mécanismes d'adjudication

La meilleure façon pour les banques centrales d'intervenir sur les marchés (par opposition à l'octroi de prêts aux institutions dans le cadre de facilités permanentes de prêt) est vraisemblablement de faire appel à un mécanisme d'adjudication au moment qu'elles jugent opportun. La formule de l'adjudication comporte plusieurs avantages.

- Comme les prix sont fixés de manière concurrentielle, l'actif mis en adjudication est, de façon générale, évalué de façon efficiente¹².
- Le discrédit associé à l'obtention de prêts auprès de la banque centrale peut être atténué ou évité, car l'adjudication est une opération collective à laquelle participent simultanément plusieurs emprunteurs.
- L'adjudication peut fournir à la banque centrale des informations sur la conjoncture du marché qui lui permettront de mieux faire face à la situation.
- L'adjudication permet de moduler les principaux paramètres d'une transaction (soit l'échéance, les contreparties admissibles et les titres admissibles) selon les besoins de la situation.
- Si elle est bien pensée, l'adjudication peut favoriser une meilleure détermination des prix sur le marché et contribuer à relancer un marché en difficulté.

Des facilités adaptées à chaque situation

Outre les instruments classiques à leur disposition, comme ceux liés au rôle de prêteur de dernier ressort, les banques centrales ont vraisemblablement besoin d'un éventail de mécanismes pour approvisionner le système financier en liquidités. Chacun de ces mécanismes doit posséder des caractéristiques distinctes qui conviennent à différentes situations.

Les *prises en pension à plus d'un jour* se prêtent surtout à l'injection de liquidités sur les marchés monétaires, car elles peuvent être proposées à tout acteur de marché ayant des titres négociables à offrir. Ce type d'opération est des plus utile lorsque les primes de liquidité sont faussées sur les marchés monétaires en raison de problèmes de liquidité généralisés touchant une catégorie d'actifs ou d'échéances.

Les *prêts de titres à plus d'un jour* permettent d'augmenter l'offre de titres de grande qualité qui peuvent servir de sûreté dans les périodes où les garanties de cette nature se font rares. Ce type d'opération permet aussi d'échanger directement des titres moins liquides contre des titres plus liquides, réduisant ainsi l'incitation à thésauriser la liquidité par mesure de précaution.

Les *facilités de prêt à plus d'un jour* s'avèrent particulièrement utiles dans les cas où les primes de liquidité sont faussées sur les marchés monétaires parce que certaines institutions financières éprouvent des problèmes de liquidité. Ce type d'opération pourrait être mené par voie d'adjudication (moyennant un taux d'intérêt minimal) lorsqu'au moins deux institutions admissibles éprouvent de graves problèmes de liquidité, mais n'en seraient pas encore rendues au point de recourir à l'aide d'urgence de la banque centrale¹³.

Conclusions

Nos conclusions peuvent se résumer comme suit. Premièrement, les banques centrales devraient fournir de la liquidité aux marchés financiers dans des circonstances exceptionnelles parce que : 1) les marchés ont besoin de liquidité pour assurer une détermination efficiente des prix; 2) l'illiquidité peut contribuer à l'instabilité du système financier et avoir des conséquences sur l'économie réelle; et 3) les banques centrales possèdent des caractéristiques uniques qui les rendent parfaitement aptes à jouer le rôle de fournisseur ultime de liquidité au système financier.

Deuxièmement, les banques centrales ne devraient intervenir pour calmer l'agitation des marchés financiers que lorsqu'il y a une importante défaillance des marchés et qu'elles sont en mesure de prévenir ou d'atténuer une grave instabilité financière et les conséquences macroéconomiques qui en découlent.

12. L'adjudication peut ne pas révéler le juste prix de l'actif vendu (aux fins de l'efficacité allocative) s'il existe une très grande incertitude au sujet de la valeur de marché futur de l'actif. Néanmoins, comparativement aux autres mécanismes, l'adjudication semble être un mode d'affectation des ressources assez robuste et efficient (Chapman, McAdams et Paarsch, 2007).

13. Selon les dispositions de la *Loi sur la Banque du Canada*, la Banque ne peut prêter qu'aux membres de l'Association canadienne des paiements.

Troisièmement, le prix des liquidités que les banques centrales apportent aux marchés financiers devrait être déterminé de façon concurrentielle, par voie d'adjudication.

Quatrièmement, les banques centrales devraient disposer d'un éventail de mécanismes pour alimenter la liquidité des marchés financiers, afin de mieux cibler leur intervention en fonction des besoins : prise en pension à plus d'un jour, prêt de titres à plus d'un jour, facilité de prêt à plus d'un jour, etc.

Cinquièmement, l'apport de liquidité aux marchés financiers devrait être guidé par les principes suivants :

- interventions ciblées;
- interventions graduées;
- outils d'intervention bien pensés;
- interventions efficaces n'engendrant pas de distorsions;
- atténuation de l'aléa moral.

Bibliographie

- Allen, F., et D. Gale (2007). *An Introduction to Financial Crises*, document de travail n° 07-20, Wharton Financial Institutions Center.
- Banque de France (2008). *Revue de la stabilité financière*, n° 11, février. Numéro spécial liquidité.
- Banque du Canada (2004). « La politique relative aux prêts de dernier ressort de la Banque du Canada », *Revue du système financier*, décembre, p. 53-60.
- (2007). *La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base*. Internet : http://www.banqueducanada.ca/fr/lvts/lvts_primer_2007f.pdf.
- Benston, G. J., et G. G. Kaufman (1997). « FDICIA after Five Years », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 3, p. 139-158.
- Buiter, W. (2007). Commentaires sur « Beware the Moral Hazard Fundamentalists », de L. Summers, *Financial Times Economists' Forum*, 26 septembre. Internet : <http://blogs.ft.com/wolfforum/2007/09/beware-the-mora.html/#comment-439>.
- Caprio, G. (1998). *Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises*, document de travail de recherche sur les politiques n° 1979, Banque mondiale.
- Carney, M. (2008). « Principes à l'appui de marchés liquides », discours prononcé devant la New York Association for Business Economics, New York, 22 mai.
- Chapman, J., J. Chiu et M. Molico (2008). *A Model of Tiered Settlement Networks*, document de travail n° 2008-12, Banque du Canada.
- Chapman, J., D. McAdams et H. Paarsch (2007). « Bounding Revenue Comparisons across Multi-Unit Auction Formats under ϵ -Best Response », *The American Economic Review*, vol. 97, n° 2, p. 455-458.
- Daniel, F., W. Engert et D. Maclean (2004-2005). « La Banque du Canada, prêteur de dernier ressort », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 3-18.
- Dziobek, C., et C. Pazarbasioglu (1997). *Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries*, document de travail n° 97/161, Fonds monétaire international.
- Engert, W., T. Gravelle et D. Howard (2008). *The Implementation of Monetary Policy in Canada*, document d'analyse n° 2008-9, Banque du Canada.
- Furlong, F. T., et S. H. Kwan (2006). *Safe & Sound Banking, Twenty Years Later: What Was Proposed and What Has Been Adopted*, document rédigé en prévision du colloque intitulé « Safe and Sound Banking: Past, Present, and Future », tenu sous les auspices des banques fédérales de réserve d'Atlanta et de San Francisco ainsi que du *Journal of Financial Services Research*, 17 août, *Economic Review*, Banque fédérale de réserve d'Atlanta, vol. 92, n° 1 et 2.
- Summers, L. (2007). « Beware the Moral Hazard Fundamentalists », *Financial Times Economists' Forum*, 24 septembre. Internet : <http://blogs.ft.com/wolfforum/2007/09/beware-the-mora.html/>.