

# L'octroi de liquidités par les banques centrales en contexte d'asymétrie de l'information

*James T. E. Chapman et Antoine Martin\**

**L**es banques centrales injectent des liquidités dans diverses circonstances en vue de promouvoir la stabilité et le bon fonctionnement du système financier. Si les modalités institutionnelles de ces interventions varient selon les banques centrales, certaines caractéristiques de base paraissent cependant généralisées. Tout d'abord, en temps normal, l'octroi de liquidités est limité à un petit groupe d'institutions, qui sont incitées à se concurrencer plutôt que de recevoir automatiquement des crédits de la part de la banque centrale. Ensuite, dans les situations exceptionnelles, la banque centrale peut décider d'accorder des prêts à un nombre beaucoup plus grand d'institutions, et ce, indépendamment des conditions existant sur les marchés financiers.

Le présent article résume l'étude réalisée par Chapman et Martin (2007) à partir d'un modèle économique stylisé qui reproduit ces différentes caractéristiques. La banque centrale modélisée dispose de deux instruments pour injecter des liquidités dans le système de paiement : un mécanisme dont l'emploi est gouverné par les conditions qui règnent sur le marché (l'instrument sensible au marché), et un autre dont le recours ne dépend pas de ces conditions (l'instrument insensible au marché). Ces deux outils influencent différemment le comportement des agents économiques.

D'après les résultats de notre modèle, lorsque la banque centrale est moins bien renseignée que certains autres agents sur les mesures que les agents économiques prennent pour se garantir contre le risque de crédit, sa politique optimale affiche les caractéristiques évoquées ci-dessus.

## Le modèle

Les principales caractéristiques du modèle doivent beaucoup aux travaux fondateurs de Freeman

\* Antoine Martin est économiste principal à la Banque fédérale de réserve de New York. Les opinions qu'il exprime ici sont les siennes et ne reflètent pas nécessairement les vues de la Banque fédérale de réserve de New York ni celles de la Réserve fédérale américaine.

(1996 et 1999). De nombreux traits saillants des systèmes financiers et de paiement existants sont omis, mais le modèle reprend les quatre critères essentiels à la formalisation d'un système de paiement (Zhou, 2000). En premier lieu, il capte les transactions sous-jacentes qui justifient à terme l'usage de certains moyens de paiement scripturaux. En second lieu, il opère une distinction entre les effets de créance utilisés pour le commerce des biens et les titres d'épargne ou de placement. Troisièmement, certains agents peuvent être à court de liquidités lors du règlement des dettes. Enfin, les décisions des agents génèrent un risque de crédit endogène.

Deux types d'agents se trouvent représentés : les débiteurs et les créanciers. Ils s'échangent mutuellement de la monnaie et des créances à court terme contre des biens, ces créances étant ensuite échangées contre de la monnaie afin d'éteindre les dettes à court terme. Comme les débiteurs qui acquièrent des biens manquent parfois à leurs obligations, chaque créancier peut décider de surveiller, à ses frais, les emprunteurs dans le but de réduire la probabilité de leur défaillance (risque de crédit).

Cet investissement des créanciers échappe à l'attention de la banque centrale mais non à celle des autres agents économiques. Cette hypothèse reflète deux caractéristiques du monde réel. D'une part, dans un système financier, les agents ont la possibilité de limiter leur exposition au risque de crédit par divers moyens. D'autre part, la banque centrale a moins l'occasion que les autres agents d'être informée des efforts accomplis en ce sens, car elle ne joue pas d'habitude de rôle actif dans le système financier. À la marge, les participants du secteur bancaire sont donc mieux renseignés sur leurs contreparties que la banque centrale.

Le règlement des dettes pose un problème de coordination. Confronté à un brusque besoin de liquidités alors qu'il attend le règlement imminent d'une dette, un créancier peut emprunter des fonds (liquidités) à d'autres prêteurs en leur proposant en garantie les créances en attente de règlement. Aux yeux des autres intervenants, le retard de paiement

peut tenir aussi bien à un problème de coordination qu'à une défaillance.

### **Le marché des liquidités**

Dans le modèle, le taux d'intérêt auquel les créanciers peuvent emprunter est « efficient » au sens où il tient parfaitement compte du risque de crédit inhérent aux prêts qu'ils ont consentis. L'ensemble des flux de liquidités provient de dettes déjà réglées. Toutefois, si la coordination des opérations de règlement connaît de sérieux ratés, l'offre de capitaux sera inférieure à la demande, d'où une pénurie de liquidités. En pareil cas, le taux d'intérêt qui égalise l'offre et la demande de fonds inclut une prime de liquidité et ne constitue plus une mesure fidèle du risque de crédit. Freeman (1996 et 1999) et Martin (2004) ont montré que ce type de pénurie était sous-optimal et requérait de la banque centrale une injection temporaire de capitaux.

### **L'apport de liquidités par la banque centrale**

En l'absence de risque de crédit, il est optimal pour la banque centrale de suppléer aux besoins de liquidités en intervenant directement. Dans la mesure où le manque de coordination dans le règlement des dettes ne résulte pas des décisions des agents, la banque centrale ne compromet pas, en intervenant, leur intérêt à exercer une surveillance. Le problème naît en effet d'un marché défaillant où la coordination du règlement à une heure précise de la journée n'est pas assurée. Par son action, la banque centrale se trouve en quelque sorte à pallier la défaillance du marché.

Lorsqu'il y a risque de crédit et que les agents en assument une trop grande part, la ligne de conduite de la banque centrale n'est plus aussi claire. Les agents économiques forment des anticipations rationnelles quant aux répercussions de l'intervention de la banque centrale et agissent en conséquence. Si cette dernière fait preuve d'une trop grande libéralité dans l'octroi de liquidités, le risque de crédit augmentera au sein du système financier, car les agents privés se sentiront moins incités à surveiller ce genre de risque. Les incitations viendront à manquer pour deux raisons. D'un côté, la banque centrale, parce qu'elle est moins bien informée que les autres agents, appréciera mal le coût des liquidités. De l'autre, si les prêts qu'elle accorde dans le cadre de son intervention ne sont pas garantis, elle compromettra la répartition de ce risque entre les membres du système financier en hébergeant dans son propre bilan un risque de crédit mal évalué.

### **L'instrument sensible au marché**

Lorsque la banque centrale procure des liquidités à tous les créanciers sans tenir le moindre compte des variables du marché, les agents perdent toute incitation à éviter les risques de crédit, puisque le coût d'obtention des liquidités n'est pas influencé par l'ampleur de leurs efforts de surveillance. Faut-il en tirer un avantage, les agents ne surveilleront pas leur exposition au risque de crédit. En leur accordant un prêt, la banque centrale assumera de nouveau ce risque à la place des agents. Dans ce contexte, seule une politique subordonnée au prix sous-jacent des liquidités sur le marché est optimale.

Pour que l'octroi de liquidités envoie les bons signaux à tous les créanciers, il faut que les fonds de la banque centrale ne soient accessibles qu'à un groupe restreint d'entre eux. Ce groupe, formé des contreparties de la banque centrale<sup>1</sup>, connaît mieux que cette dernière l'importance des efforts investis dans la surveillance du risque de crédit. Ses membres sont donc mieux en mesure d'établir correctement le prix des liquidités qu'ils fournissent au système de paiement. De cette manière, les autres agents sauront que le prix auquel ils pourront obtenir des liquidités dépendra de l'intensité de leur propre surveillance du risque de crédit. Ils auront ainsi intérêt à exercer une surveillance dont le coût coïncidera avec le prix projeté des liquidités.

La banque centrale doit adopter une politique qui encourage la concurrence entre ses contreparties, concurrence sans laquelle elles profiteraient de leur position privilégiée pour empocher une rente économique. La banque centrale doit aussi exiger une garantie à l'égard de chacun des prêts qu'elle consent, de sorte que le risque de crédit soit supporté entièrement par les agents économiques et non par elle.

### **Le rôle de l'instrument insensible au marché**

Deux conditions doivent être réunies pour que la politique optimale décrite dans le modèle (la politique sensible au marché) produise les résultats escomptés. Premièrement, le marché des liquidités

---

1. Dans le document de travail, nous utilisons plutôt le terme « négociant principal » (*primary dealer*). Pour éviter toute confusion, nous employons ici l'expression « contrepartie de la banque centrale », car le terme « négociant principal » désigne au Canada un distributeur de titres d'État dont le volume d'activité sur les marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien dépasse un seuil donné.

sur lequel repose cette politique doit bien fonctionner. Deuxièmement, il importe que la banque centrale sache avec précision quel montant prêter à ses contreparties. Dès qu'une de ces deux conditions sera insatisfaite, la banque se trouvera justifiée de recourir, en complément, à un instrument insensible au marché.

Le marché des liquidités subit parfois des perturbations. Dans ce cas, la première condition n'étant plus remplie, la banque centrale doit injecter des liquidités par le biais d'un instrument insensible au marché, puisque le marché que forment les contreparties de la banque centrale a des ratés.

Si la seconde condition (la parfaite connaissance des besoins de liquidités du marché) fait défaut, la banque centrale du modèle doit établir elle-même le niveau de liquidités nécessaire. De mauvais calculs de sa part auront pour effet de fausser l'évaluation du risque de crédit. En renonçant à utiliser son instrument insensible au marché en temps normal, la banque centrale fera en sorte de limiter les distorsions imputables aux erreurs qu'elle pourrait commettre dans la prévision des besoins de liquidités.

## L'octroi de liquidités par la Banque du Canada

La Banque du Canada fournit des liquidités au système financier dans le cadre de la conduite normale de sa politique monétaire<sup>2</sup>.

Bien qu'elle soit infiniment plus complexe, la politique d'octroi de liquidités de la Banque présente certaines des grandes caractéristiques qu'implique notre modèle. Selon ce dernier, la banque centrale devrait, en temps normal, utiliser un instrument d'intervention sensible au marché et visant un groupe restreint de participants. Les opérations de pension (prises en pension spéciales et cessions en pension) que la Banque du Canada conclut sur le marché et la gestion des soldes de règlement qu'elle assure dans le cadre du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) sont précisément des instruments sensibles au marché. Les opérations de pension sont menées en fonction des conditions du marché (et en particulier des taux pratiqués sur le marché des fonds à un jour); le nombre des contreparties est limité; et le risque

de crédit que la Banque assume relativement à ces opérations est quasi nul. La Banque a en outre le pouvoir de modifier le niveau cible des soldes de règlement au gré des conditions réelles ou anticipées du marché à un jour (Arjani et McVanel, 2006). On notera à ce propos que l'accès à ces soldes est réservé aux participants directs au STPGV.

Toujours d'après le modèle, lorsqu'il devient difficile de prévoir avec exactitude l'ampleur des besoins de liquidités, la banque centrale aurait intérêt à injecter des capitaux par le moyen d'un instrument insensible au marché. Cet instrument devrait être conçu de façon à inciter les agents à combler mutuellement leurs besoins et à ne solliciter de crédits de la banque centrale qu'en cas de découverts imprévus. La Banque du Canada a pour sa part mis un mécanisme permanent d'octroi de liquidités à la disposition des institutions qui participent directement au STPGV mais dont le solde de règlement en fin de journée est temporairement, et de façon inattendue, déficitaire. Le taux d'intérêt appliqué aux avances obtenues selon ce mécanisme est fixé de manière à amener les participants à trouver entre eux une source de liquidités<sup>3</sup>.

Enfin, le modèle indique que la banque centrale devrait fournir des liquidités à un plus grand nombre de participants dans des circonstances exceptionnelles, indépendamment des conditions du marché. Dans les périodes de tension extraordinaire, la Banque du Canada consent de fait une aide d'urgence aux membres de l'Association canadienne des paiements, et non plus exclusivement aux participants directs au STPGV, selon certaines modalités préétablies<sup>4</sup>.

## Conclusion

D'après notre modèle, la banque centrale devrait adopter une structure à deux niveaux pour l'octroi de liquidités, c'est-à-dire prêter les fonds à un groupe restreint de contreparties qui les mettront ensuite à la disposition d'autres participants. Cette structure s'impose pour l'essentiel parce que les liquidités qu'injecte la banque centrale peuvent fausser l'évaluation du risque de crédit sur le marché visé. Le modèle indique qu'une banque centrale qui est moins bien renseignée que les intervenants du

2. La Banque du Canada (2007) a publié un document où elle expose le cadre de mise en œuvre de sa politique monétaire. Pour savoir comment elle s'est servie dernièrement des leviers dont elle dispose, lire l'Encadré 3, à la page 13.

3. Ce taux est établi à 25 points de base au-dessus du taux cible du financement à un jour. Le taux auquel la Banque rémunère les soldes créditeurs conservés jusqu'au lendemain est inférieur de 25 points de base au taux cible.

4. Daniel, Engert et Maclean (2004-2005) traitent en profondeur de cet aspect.

marché devrait déléguer la surveillance du risque de crédit à un groupe de participants.

La politique d'octroi de liquidités de la Banque présente bon nombre des caractéristiques optimales que fait ressortir le modèle : elle limite l'accès aux liquidités et est sensible aux conditions du marché en temps normal, mais ouvre cet accès à un bassin élargi de participants dans des circonstances exceptionnelles.

## Bibliographie

- Arjani, N., et D. McVanel (2006). *Le Système canadien de transfert de paiements de grande valeur : notions de base*. Document accessible à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/financier/stpv\\_neville.pdf](http://www.banqueducanada.ca/fr/financier/stpv_neville.pdf).
- Banque du Canada (2007). *La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base*. Document accessible à l'adresse [www.banqueducanada.ca/fr/lvts/lvts\\_primer\\_2007f.pdf](http://www.banqueducanada.ca/fr/lvts/lvts_primer_2007f.pdf).
- Chapman, J. T. E., et A. Martin (2007). *Rediscounting under Aggregate Risk with Moral Hazard*, document de travail n° 2007-51, Banque du Canada. Publié également dans la collection « Staff Reports » de la Banque fédérale de réserve de New York (n° 296).
- 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.
- Freeman, S. (1996). « The Payment System, Liquidity, and Rediscounting », *American Economic Review*, vol. 86, n° 5, p. 1126-1138.
- (1999). « Rediscounting under Aggregate Risk », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 1, p. 197-216.
- Martin, A. (2004). « Optimal Pricing of Intraday Liquidity », *Journal of Monetary Economics*, vol. 51, n° 2, p. 401-424.
- Zhou, R. (2000). « Understanding Intraday Credit in Large-Value Payment Systems », *Economic Perspectives*, Banque fédérale de réserve de Chicago, vol. 24, n° 3, p. 29-44.