



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Modification du cadre de la Banque du Canada régissant les opérations sur les marchés financiers

*Document de consultation de la Banque du Canada
Le 5 mai 2015*

Consultation sur les opérations
Département des Marchés financiers
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

Courriel : Operations-consultation@bank-banque-canada.ca

Date limite de dépôt des commentaires : 4 juillet 2015

Renseignements généraux et contexte

La Banque du Canada, étant la banque centrale du pays, assure la conduite de la politique monétaire et favorise la stabilité du système financier canadien, deux de ses principales responsabilités. La Banque réalise diverses opérations sur les marchés financiers par l'entremise de son cadre opérationnel courant afin d'appuyer ses objectifs stratégiques dans ces domaines. Le présent document vise à permettre aux intéressés de commenter une gamme de changements qui pourraient être apportés à ce cadre. Aucune conclusion ne devrait être tirée de ces propositions quant à l'orientation actuelle ou future de la politique monétaire.

Le cadre sur lequel la Banque se fonde pour effectuer ses opérations sur les marchés financiers concerne les transactions ayant pour objet : 1) de renforcer le taux cible du financement à un jour, 2) de fournir des liquidités aux participants au système financier, 3) d'acquérir des actifs pour les besoins du bilan de la Banque et de les gérer, et 4) de mettre à la disposition des marchés, dans le cadre de son programme de prêt de titres, une partie des titres d'État qu'elle détient lorsque la demande à leur égard est forte. Pour ce faire, la Banque met à la disposition des participants au marché des mécanismes réguliers, ou permanents. La Banque dispose en outre d'un certain nombre de mécanismes destinés à l'ensemble du marché qui lui permettent de fournir des liquidités au système financier dans des circonstances exceptionnelles.

L'ampleur et la structure du bilan de la Banque facilitent les opérations qu'effectue cette dernière sur les marchés financiers, lesquelles, à leur tour, influent sur l'ampleur et la structure du bilan. Par conséquent, certains des changements proposés abordés ici portent sur la composition des actifs détenus par la Banque, et sur la façon dont elle les acquiert.

La Banque a entrepris l'examen du cadre régissant ses opérations sur les marchés financiers, pour les circonstances tant courantes qu'exceptionnelles, afin de tenir compte des enseignements tirés de la crise financière mondiale et de l'évolution des marchés. Au nombre des facteurs considérés, citons les changements dans la façon dont les institutions financières gèrent leurs besoins de liquidités; la dynamique changeante des marchés de financement essentiels et du marché des titres d'État; la croissance future probable de l'encours des billets de banque en circulation et, par conséquent, de l'ampleur du bilan de la Banque; et une gamme de facteurs contribuant à l'incidence persistante et répandue de la négociation des titres du gouvernement du Canada à des taux de prise en pension nettement inférieurs au taux général des pensions. Aux fins de son examen, la Banque s'est penchée sur la situation au Canada et à l'étranger, de même que sur l'évolution des pratiques opérationnelles d'autres grandes banques centrales.

Dans l'ensemble, la Banque estime que le cadre régissant ses opérations sur les marchés financiers a généralement atteint ses objectifs de façon efficace, mais qu'il serait prudent d'apporter des améliorations relativement à plusieurs aspects. Dans certains cas, on propose d'apporter des

changements à des opérations courantes. Dans d'autres, les propositions visent à instaurer de nouveaux outils pour aider à gérer tout épisode futur de tensions exceptionnelles touchant les liquidités. On trouvera en annexe un schéma du cadre actuel des opérations sur les marchés financiers de la Banque et des améliorations proposées. L'objectif qui sous-tend les améliorations consiste à rendre l'ensemble du cadre plus efficace en réponse aux changements en cours et prévus dans l'environnement externe, tout en gérant adéquatement la présence de la Banque sur le marché. Les intéressés sont priés de transmettre leurs commentaires à l'adresse Operations-consultation@bank-banque-canada.ca d'ici le 4 juillet 2015. La Banque traitera les réponses individuelles reçues comme des renseignements confidentiels et ne les publiera pas. Elle pourrait toutefois en publier un résumé au terme de la période de consultation.

Amélioration du cadre régissant les opérations qui visent à renforcer le taux cible du financement à un jour

L'objectif de la politique monétaire de la Banque consiste à préserver la valeur de la monnaie en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. La Banque met en œuvre la politique monétaire en établissant un taux cible pour le taux du financement à un jour, souvent appelé « taux directeur » ou « taux cible ». Le taux du financement à un jour est le taux d'intérêt auquel les grandes institutions financières se prêtent des fonds pour une durée d'un jour. La Banque se fonde sur le taux général des pensions à un jour pour évaluer les conditions du marché plus large du financement à un jour.

Les principales caractéristiques du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque du Canada servant à renforcer le taux cible sont les suivantes¹ :

- une fourchette opérationnelle de 50 points de base à l'intérieur de laquelle se situe le taux cible, renforcée par des mécanismes permanents de dépôt et d'octroi de liquidités mis à la disposition des participants au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) du Canada pour qu'ils puissent déposer les fonds excédentaires auprès de la Banque (au taux cible du financement à un jour moins 25 points de base) ou lui emprunter des fonds à un jour (au taux cible plus 25 points de base);
- la capacité d'établir et de modifier le niveau global des soldes de règlement disponibles dans le système au jour le jour;

¹ Pour de plus amples renseignements, voir *The Implementation of Monetary Policy in Canada*, juillet 2008, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/2008/07/document-analyse-2008-9/>; *Le Système canadien de transfert de paiements de grande valeur : notions de base*, mars 2006, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/05/stpv_neville.pdf; et *La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base*, juin 2010, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/lvts_primer_2010f.pdf.

-
- le pouvoir discrétionnaire de recourir à des prises en pension spéciales à un jour ou à des cessions en pension à un jour afin de renforcer le taux cible du financement à un jour, le cas échéant.

Dans les faits, la Banque a constamment atteint son objectif à l'égard du taux du financement à un jour, les écarts par rapport à la cible étant minimes. Par conséquent, la structure générale du cadre opérationnel de la Banque pour la mise en œuvre de la politique monétaire fonctionne bien et ne requiert pas de changements importants. Certains ajustements des paramètres opérationnels sont toutefois proposés afin de rendre les outils existants plus efficaces.

Proposition d'amélioration des prises en pension spéciales et des cessions en pension

Pour renforcer le taux cible du financement à un jour lorsque les taux du marché s'en écartent, la Banque peut effectuer des opérations de pension au taux cible. Lorsque le taux des prêts à un jour garantis est généralement supérieur à la cible, la Banque peut intervenir au moyen de prises en pension spéciales, aux termes desquelles elle achète auprès de négociants principaux des titres du gouvernement du Canada qu'elle s'engage à revendre le jour ouvrable suivant. Inversement, si le taux des prêts à un jour garantis est généralement inférieur à la cible, la Banque peut intervenir en effectuant des cessions en pension, elle vend alors des titres du gouvernement du Canada inscrits à son bilan qu'elle s'engage à racheter le jour ouvrable suivant. Dans les deux cas, les transactions sont présentement exécutées au taux cible du financement à un jour sur une base non concurrentielle, chaque négociant principal pouvant réaliser des transactions à hauteur d'un montant nominal fixe au cours d'une ronde donnée.

La Banque intervient habituellement sur le marché du financement à un jour lorsqu'elle estime que les taux généraux des pensions s'écartent de son taux cible en raison de pressions généralisées sur la liquidité de ce marché. La Banque n'interviendra pas, toutefois, si elle observe des taux du marché plus élevés sur des transactions entre certains participants et croit qu'un supplément est exigé à des fins de gestion d'un risque de contrepartie précis, ou encore si le volume des transactions opérées à des taux inférieurs ou supérieurs à la cible à un moment donné de la journée est limité.

Même si les opérations de pension ne sont requises qu'à l'occasion pour renforcer le taux cible du financement à un jour, elles semblent avoir perdu quelque peu de leur efficacité ces dernières années. Cela s'explique, en partie du moins, par le fait que la capacité du marché de diriger les fonds vers les entités ayant besoin de liquidités est devenue moins efficace, les contreparties directes de la Banque semblant être moins disposées à emprunter des liquidités dans le but de les redistribuer à d'autres contreparties. Les institutions semblent plutôt décider de participer ou non à ces transactions, lorsque la Banque les propose, en fonction surtout de leurs propres besoins de liquidités. La Banque propose donc de modifier certains paramètres de ses opérations de prise en pension spéciale et de cession en

pension afin de les rendre plus efficaces lorsqu'elles sont requises, tout en limitant le rôle de la Banque en tant qu'intermédiaire sur le marché du financement à un jour.

La proposition consiste à changer la formule d'allocation applicable aux prises en pension spéciales et aux cessions en pension de la façon suivante : les opérations où chaque contrepartie peut participer à hauteur d'un montant fixe prédéterminé quel que soit le montant de la participation des autres contreparties seraient remplacées par un mode d'adjudication à taux concurrentiels, chaque institution pouvant soumissionner, à concurrence d'une certaine limite, sur une portion plus élevée qu'actuellement de l'opération globale. Ce changement devrait faire augmenter le montant habituel des participations lorsque la Banque propose des prises en pension spéciales ou des cessions en pension, et rehausser ainsi l'efficacité et l'efficience d'allocation de l'opération en acheminant davantage de fonds vers les entités qui en ont le plus besoin. Une importante caractéristique du mode d'adjudication proposé est que les transactions de prise en pension spéciale et de cession en pension s'effectueraient aux taux déterminés par soumission concurrentielle au lieu de toujours être réalisées au taux cible, comme c'est le cas maintenant. Même si les taux de compensation des adjudications peuvent différer du taux cible dans certains cas, le but de l'intervention continuera d'être atteint en changeant le montant de liquidité fourni sur le marché du financement à un jour, et ce, de façon plus efficace. Concrètement, on prévoit que le taux moyen des adjudications sera le plus souvent assez proche du taux cible, mais qu'il pourrait s'en écarter de temps à autre selon les conditions du marché.

La Banque estime que les interventions structurées conformément à ce qui est proposé ci-dessus auront sans doute plus d'influence sur les taux généraux du marché que les interventions de prise en pension spéciale et de cession en pension effectuées selon la structure actuelle. Parallèlement, la Banque cherche à déterminer s'il y a lieu de permettre que les prix du marché présentent des écarts un peu plus importants avant qu'elle n'intervienne. À défaut d'une intervention de la Banque par l'entremise de prises en pension spéciales ou de cessions en pension, le marché devrait avoir l'assurance que des liquidités suffisantes seront habituellement disponibles dans le système, puisque la Banque sera normalement en mesure de modifier la taille de l'adjudication des soldes du receveur général tenue en après-midi pour atteindre le niveau cible publié des soldes de règlement. Cela permettrait, par exemple, un meilleur équilibre du marché sans intervention officielle dans les cas où les taux généraux des pensions s'écartent du taux cible de la Banque, mais non à cause de pressions généralisées sur la liquidité du marché du financement à un jour.

Le nouveau mode d'adjudication proposé pour les prises en pension spéciales et les cessions en pension présenterait les caractéristiques suivantes :

Améliorations proposées

Prises en pension spéciales et cessions en pension	
Participants admissibles	Négociants principaux de titres du gouvernement du Canada – <i>Aucun changement</i>
Titres admissibles	Titres du gouvernement du Canada – <i>Aucun changement</i>
Taille	Le montant total offert par opération serait de l'ordre de 1,25 à 1,5 milliard de dollars, soit un peu plus que la limite globale maximale actuelle. Les opérations seraient effectuées en fonction de la valeur marchande plutôt que de la valeur nominale comme c'est le cas selon la structure actuelle.
Taux d'intérêt	Adjudication concurrentielle à taux multiples avec taux de soumission minimal (maximal) fixé au taux cible du financement à un jour pour les opérations de prise en pension spéciale (de cession en pension).
Durée	Un jour ouvrable – <i>Aucun changement</i>
Fréquence	Au besoin
Limites	Les plafonds applicables à chacune des contreparties correspondraient à un certain pourcentage fixe du montant global (30 %, p. ex.). Ils pourraient être établis par paliers, soit en fonction de la part du marché primaire, secondaire et des pensions pour les titres du gouvernement du Canada de chacun des participants.
Résultats de l'adjudication	Les résultats de l'adjudication (montant total négocié et taux de soumission retenu moyen) seraient publiés dans le site Web de la Banque.

Questions aux fins de consultation

Paramètres des prises en pension spéciales et des cessions en pension

1. Quels effets l'adoption d'un mode d'adjudication concurrentielle à taux multiples pourrait-elle avoir?
2. En ce qui a trait aux interventions structurées proposées sur les marchés des opérations de pension à un jour, quelles implications entrevoyez-vous pour le comportement de votre société ou d'autres entreprises, et pour le marché du financement à un jour en général?

Possibilité d'une rémunération par paliers des soldes de règlement du STPGV

La Banque s'emploie à atteindre le niveau souhaité des soldes de règlement dans le STPGV en fin de journée en transférant les dépôts du receveur général du compte de celui-ci à la Banque aux institutions financières, en effectuant deux adjudications quotidiennes de fonds à un jour et de dépôts à terme. Toutefois, dans certains cas, le système peut afficher un excédent global plus important que prévu, qui ne peut être entièrement compensé en modifiant les soldes de règlement en fin de journée. C'est souvent le cas, par exemple, lorsque la Banque intervient sur le marché du financement à un jour afin de renforcer le taux cible à l'aide d'une ronde importante ou de plusieurs rondes de prises en pension spéciales. Donc, même si les interventions sous forme de prises en pension spéciales ou de cessions en pension ne sont censées être que des interventions intrajournalières, en réalité, il n'est pas

toujours possible de neutraliser complètement leur effet sur le niveau des soldes de règlement. Par conséquent, une certaine incertitude plane sur la mesure dans laquelle l'incidence de ces opérations sur la liquidité sera compensée et, par le fait même, sur l'atteinte du niveau cible des soldes de règlement. Dans ces circonstances, certains participants au STPGV se retrouvent avec des fonds excédentaires qui font l'objet de dépôts à un jour à la Banque du Canada et qui sont compensés au taux de rémunération des dépôts (le taux cible moins 25 points de base), ce qui peut dans certains cas entraîner une pression à la baisse sur le taux du financement en fin de journée.

La Banque se demande si la compensation au taux cible d'une partie des soldes de règlement excédentaires dans le STPGV aiderait à atténuer la pression potentielle à la baisse de fin de journée sur le taux du financement à un jour. Si la Banque procédait ainsi, elle déterminerait le montant global des soldes de règlement du STPGV admissibles à la compensation au taux cible, de même que la quote-part de ce montant revenant à chacun des participants au STPGV. Les soldes de règlement au-delà de la quote-part de chaque participant au STPGV seraient compensés au taux de rémunération des dépôts, comme à l'heure actuelle. La Banque se réserverait le droit de modifier la méthode d'établissement des paramètres d'allocation de la rémunération par paliers dans la mesure requise pour que cette dernière maintienne plus efficacement le taux du financement à un jour proche de la cible.

Cette rémunération par paliers des soldes de règlement pour les participants au STPGV devrait aider à maintenir le taux du financement à un jour proche du taux cible dans les cas où on se retrouverait avec des soldes excédentaires systémiques importants et imprévus. Cependant, il est prévu que ce procédé serait utilisé relativement peu souvent, puisque le système n'affiche habituellement pas d'excédent notable en fin de journée. Comme c'est le cas à l'heure actuelle, l'adjudication des soldes du receveur général qui a lieu en après-midi serait le principal moyen utilisé pour atteindre le niveau cible des soldes de règlement au quotidien.

Questions aux fins de consultation

Rémunération par paliers des soldes de règlement du STPGV

1. Avez-vous des commentaires au sujet de la conception possible et de l'utilité de la rémunération par paliers des soldes de règlement du STPGV?
2. Ce mode de rémunération changerait-il la façon dont votre société ou d'autres participants gèrent leurs soldes de trésorerie et, si c'était le cas, de quelle manière?
3. Comme la rémunération des soldes dépendrait de l'existence d'un excédent plus important que prévu dans le système en fin de journée, l'incertitude à propos de la compensation des soldes aurait-elle une incidence sur vos pratiques de gestion de la trésorerie et, si c'était le cas, quelle serait-elle?

Modifications proposées à l'appui du bon fonctionnement des marchés

La présente section porte sur les questions suivantes : les opérations régulières de prise en pension à plus d'un jour (appelées ci-après « prises en pension à plus d'un jour »), les achats d'obligations du gouvernement du Canada sur le marché secondaire pour réduire les achats d'obligations de référence par la Banque sur le marché primaire, les améliorations du programme existant de prêt de titres de la Banque, et un mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour comme outil supplémentaire pour composer avec tout épisode de tensions exceptionnelles dans l'ensemble du marché.

Prises en pension à plus d'un jour

De nombreuses banques centrales effectuent une partie de leurs opérations courantes d'octroi de liquidités à des échéances supérieures à un jour et, dans certains cas, depuis la crise, elles ont choisi d'accroître leur recours à ces opérations. Pour des raisons de gestion prudente des liquidités, parfois renforcées par les exigences réglementaires, les banques et d'autres participants au marché ont tendance à prolonger l'échéance de leurs opérations de prise en pension et de leurs autres transactions sur le marché monétaire. Comme on l'a vu, le cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque continuera de reposer sur l'influence exercée sur le taux du financement à un jour. Cela n'empêche toutefois pas de mener des opérations sur le marché monétaire assorties d'échéances plus longues, à condition que ces opérations n'atténuent pas le degré souhaité d'influence sur le taux du financement à un jour.

Dans ce contexte, la Banque propose de procéder à des prises en pension à plus d'un jour dans le cadre de ses opérations de marché courantes. On considère que ces opérations aideraient la Banque à surveiller les conditions de liquidité des marchés du financement à plus d'un jour, et stimuleraient l'expansion et la liquidité du marché des pensions à plus long terme au Canada.

De plus, la réalisation de prises en pension à plus long terme contribuerait à réduire la nécessité pour la Banque d'acquérir des titres du gouvernement du Canada sur les marchés aux fins de gestion du bilan. À l'heure actuelle, les actifs de la Banque se composent presque entièrement d'obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada et de bons du Trésor acquis de façon périodique par voie d'achat non concurrentiel lors des adjudications de titres d'État tenues par la Banque à titre d'agent financier du gouvernement. La distribution du portefeuille de la Banque reflète de façon générale la composition de l'encours des titres négociables à rendement nominal émis par le gouvernement fédéral sur le marché intérieur sous l'angle de la distribution des échéances et de la répartition entre bons du Trésor et obligations.

Pour l'avenir, on suppose que la taille du bilan de la Banque continuera de progresser parallèlement à la valeur des billets de banque en circulation, laquelle a augmenté jusqu'ici à peu près au même

rythme que le produit intérieur brut (PIB) nominal. Aux termes de *l'Énoncé de la politique régissant l'acquisition et la gestion des actifs financiers pour les besoins du bilan de la Banque du Canada*², ceci permettrait d'accroître davantage la présence de la Banque sur le marché des titres du gouvernement du Canada au fil du temps. La Banque achète présentement une part fixe de 20 % de chaque émission d'obligations à rendement nominal pour les besoins de son bilan et, selon certains scénarios, il faudra augmenter cette proportion si aucun changement n'est apporté à la politique de la Banque sur l'acquisition d'actifs. Un accroissement de la participation de la Banque à chacune des adjudications aurait à son tour pour effet de réduire davantage l'encours des effets négociables du gouvernement du Canada dans un contexte où la demande des investisseurs à l'égard de ces titres est en hausse, ce qui tient en partie aux changements apportés à la réglementation. Une telle réduction devrait avoir une certaine incidence sur la liquidité des titres du gouvernement du Canada.

En ce moment, la Banque propose de commencer à procéder à ces prises en pension à plus d'un jour à l'automne 2015, et de recourir à une stratégie de transition d'une durée de six mois afin d'atteindre l'objectif envisagé actuellement qui consiste à réaliser couramment des opérations de prise en pension à plus d'un jour de 7 à 10 milliards de dollars.

² On peut consulter ce document à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/enonce_politique.pdf.

Modalités proposées

Prises en pension à plus d'un jour*	
Encours	Encours total de 7 à 10 milliards de dollars, qui sera accumulé sur une période de transition de six mois à compter de l'automne 2015
Participants admissibles	Négociants principaux de titres du gouvernement du Canada
Limites applicables aux contreparties	Les plafonds applicables pourraient être établis par paliers, soit en fonction de la part du marché primaire, secondaire et des pensions pour les titres du gouvernement du Canada de chacun des participants, à concurrence d'un pourcentage maximum du montant de l'adjudication et à condition que l'institution maintienne un crédit de qualité suffisamment élevée. On prévoit actuellement que les plafonds de chacune des contreparties représenteront soit 25 % soit 15 % de l'encours.
Titres admissibles	<p>Titres libellés en dollars canadiens émis ou explicitement garantis par le gouvernement du Canada et par les gouvernements provinciaux, y compris les coupons détachés et les obligations résiduelles, assujettis aux exigences de marge appropriées conformément à la politique existante de la Banque sur les actifs acceptés en garantie dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités (qu'on peut consulter à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2014/03/SLF-Politique.pdf).</p> <p>La substitution de titres serait permise à intervalles fixes qui seraient établis à une date ultérieure. Les titres en circulation seraient assujettis à un appel de marge conformément à la pratique existante de la Banque en la matière (qu'on peut consulter à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2012/12/appels_marge_operations_marche_interieur.pdf).</p>
Tarification et type d'adjudication	Le taux d'intérêt sur les prises en pension à plus d'un jour serait établi au moyen d'une adjudication concurrentielle aux taux du marché, assujettie à un taux de soumission minimal fondé sur les taux des swaps indexés sur le taux à un jour pour des échéances équivalentes, qui serait déterminé par la Banque. Les opérations seraient effectuées en fonction de la valeur marchande.
Durée	Les échéances habituelles seraient de 1 mois et de 3 mois, mais elles pourraient être modifiées par la Banque à sa discrétion selon les circonstances du marché et les besoins de cette dernière, comme lorsqu'elle doit composer avec des hausses saisonnières temporaires de la demande de billets de banque.
Fréquence	Périodiquement, toutes les deux semaines, mais cette fréquence pourrait être modifiée par la Banque à sa discrétion selon les circonstances du marché et les besoins de cette dernière, comme lorsqu'elle doit composer avec des hausses saisonnières temporaires de la demande de billets de banque.
Communication	<p>Les dates des opérations à venir seraient annoncées à l'avance.</p> <p>Les résultats publiés dans le site Web de la Banque comprendraient les taux minimum, maximum et moyen, ainsi que le montant total des opérations de prise en pension à plus d'un jour conclues.</p>

^a Comme pour tous les mécanismes de la Banque, les paramètres opérationnels de ce programme de prise en pension à plus d'un jour (contreparties, échéances, limites et garanties) seraient indiqués sous réserve de changements apportés par la Banque à sa discrétion.

Questions aux fins de consultation

Prises en pension à plus d'un jour

1. Avez-vous des commentaires ou des suggestions à propos des paramètres conceptuels proposés pour les nouvelles opérations (taille, admissibilité et substitution des titres, échéance, fréquence, taux de soumission minimal ou communication des résultats)?
2. Quelle incidence la réalisation régulière de prises en pension à plus long terme par la Banque pourrait-elle avoir sur l'activité dans le marché des pensions à un jour et le marché des pensions à plus long terme au Canada?
3. Quelles considérations importerait pour votre société si les titres hypothécaires garantis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* étaient traités différemment des autres titres admissibles aux prises en pension régulières afin de tenir compte des flux d'intérêts et de remboursement du capital (p. ex., retourner ces flux au lieu de les conserver)?

Achats de titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire pour réduire les achats sur le marché primaire

L'instauration des opérations régulières de prise en pension à plus d'un jour proposées ci-dessus réduirait quelque peu le montant des obligations d'État inscrites au bilan de la Banque. Or, cette dernière estime que d'autres mesures visant à réduire son portefeuille d'obligations de référence seraient également souhaitables, compte tenu du rôle important que jouent ces titres dans la tarification et la couverture d'autres titres au comptant et instruments dérivés.

La Banque propose donc de diminuer en partie ses achats d'obligations de référence du gouvernement du Canada sur le marché primaire pour acheter plutôt sur le marché secondaire des titres du gouvernement du Canada n'appartenant généralement pas aux émissions de référence, ce qui aiderait à accroître l'encours des titres de référence négociables du gouvernement du Canada. Ces achats seraient réalisés au moyen d'un dispositif d'adjudication inversée semblable à celui utilisé pour les opérations de rachat d'obligations que la Banque effectue déjà à titre d'agent financier du gouvernement du Canada. Les achats seraient structurés de manière à limiter les répercussions négatives sur le fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, conformément aux lignes directrices de neutralité, de prudence et de transparence qui sont appliquées actuellement aux termes de l'*Énoncé de la politique régissant l'acquisition et la gestion des actifs financiers pour les besoins du bilan de la Banque du Canada* en vigueur. Les titres du gouvernement du Canada détenus par la Banque continueraient d'être offerts dans le cadre des opérations de prêt de titres suivant la méthode prévue dans le programme existant, sous réserve des propositions présentées à la section suivante sur le prêt de titres.

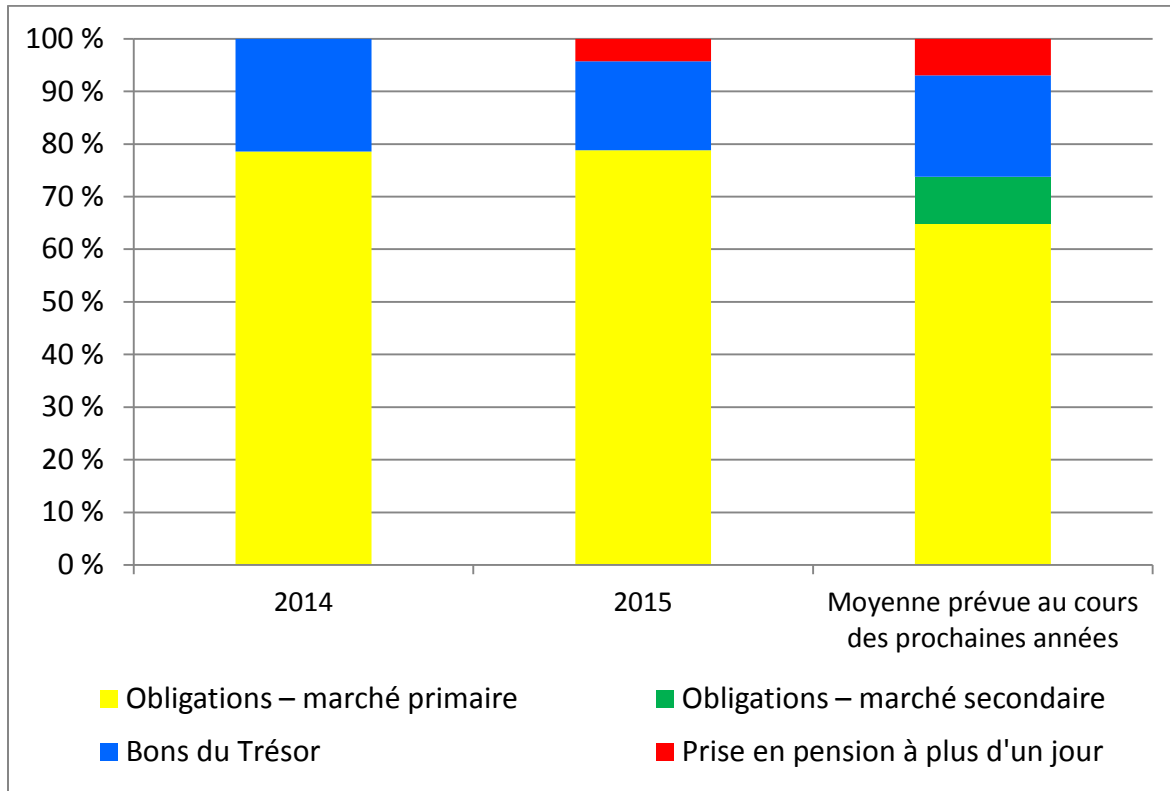
La Banque entend, grâce à cette combinaison d'achats sur le marché secondaire et d'opérations régulières de prise en pension à plus d'un jour, ramener ses achats d'obligations de référence lors d'adjudications sur le marché primaire de 20 % à 10 % environ du montant de l'émission.

Modalités proposées

Achat de titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire	
Taille de l'opération	500 millions de dollars ou moins par opération
Type d'opération	Opération de rachat fondée sur des adjudications concurrentielles à taux multiples
Fréquence	Hebdomadaire ou toutes les deux semaines; on prévoit actuellement que les opérations débuteront vers la deuxième moitié de 2016. Un calendrier plus précis sera communiqué à une date ultérieure.
Échéances	Chaque opération sera normalement concentrée sur des obligations dans un intervalle d'échéances donné.
Participants admissibles	Négociants principaux et distributeurs de titres du gouvernement du Canada, et clients (par l'entremise d'un négociant) autorisés à participer à l'adjudication des titres du gouvernement du Canada
Titres admissibles	<p>Obligations à rendement nominal du gouvernement du Canada libellées en dollars canadiens, et plus particulièrement les titres n'appartenant pas à une émission de référence</p> <p>La Banque pourrait limiter la valeur totale de titres individuels qu'elle détient à un certain pourcentage de l'encours (25 %, p. ex.).</p> <p>La Banque s'abstiendrait d'acheter certains titres si cette opération devait être jugée préjudiciable au fonctionnement du marché. Par exemple, la Banque pourrait décider de ne pas acheter d'obligations de référence et de titres courants, à venir ou récents, qui se transigent nettement à rabais sur le marché des pensions ou dont le taux d'échec de règlement est élevé.</p>

L'incidence prévue des propositions de la présente section sur le bilan de la Banque est illustrée au Graphique 1 ci-après.

**Graphique 1 : Composition estimative des actifs de la Banque du Canada
(aux fins d'illustration seulement)**



Questions aux fins de consultation

Achats de titres du gouvernement du Canada sur le marché secondaire

1. Quelle serait l'incidence, sur les segments « obligations de référence » et « obligations n'appartenant pas à une émission de référence » du marché des titres du gouvernement du Canada, de la proposition visant la réduction de la participation de la Banque aux adjudications d'obligations à rendement nominal et l'achat de titres sur le marché secondaire?
2. Quelles mesures ou quels paramètres devrait-on inclure pour réduire au minimum tout effet négatif potentiel des achats sur le marché secondaire sur le fonctionnement des marchés?

Programme de prêt de titres

Depuis 2002, la Banque applique un programme de prêt de titres qui lui permet de prêter aux négociants principaux une partie de son portefeuille de titres du gouvernement du Canada lorsqu'une obligation ou un bon du Trésor fait l'objet d'une forte demande, mais n'est pas disponible ou se négocie en deçà d'un certain seuil sur le marché des pensions. Ce programme est conçu pour fournir une deuxième source de titres à l'appui du bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement du Canada, et pour rehausser l'efficacité de la compensation et de la découverte des prix sur le marché dans des conditions normales sans intervention de la Banque.

Depuis 2013, de plus en plus d'obligations du gouvernement du Canada se négocient de façon persistante « à rabais », soit à des taux de pension nettement inférieurs au taux général des pensions à un jour. Par conséquent, étant donné les paramètres actuels, le recours au programme de prêt de titres de la Banque s'est accru considérablement. Les tensions dans le marché des pensions reflètent habituellement un déséquilibre entre la demande et la disponibilité de certaines obligations sur ce marché. La persistance de ces tensions peut influencer sur la valeur marchande de ces obligations et contribuer à une baisse de liquidité du marché. Cela peut aussi entraîner une hausse du taux d'échec de règlement.

Ces tensions plus généralisées et persistantes dans le marché des pensions sont attribuables à plusieurs facteurs structurels et cycliques, dont la propriété étrangère accrue d'obligations du gouvernement du Canada, une demande plus forte à l'égard d'actifs de grande qualité (en partie pour respecter les exigences réglementaires), la modification des activités des institutions financières sur les marchés des pensions et des prêts de titres, et la diminution des incitatifs financiers favorisant le prêt d'obligations compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt. La multiplication des épisodes de tensions dans le marché des pensions ne se limite pas au Canada, et les raisons de ces tensions portent à croire que la situation n'est pas près de changer dans un avenir prévisible. La capacité de la Banque de compenser l'incidence combinée des divers facteurs influant sur le marché des pensions est limitée, notamment parce que la taille du portefeuille de titres de la Banque mobilisables à des fins de prêt ne suffit pas nécessairement à combler la demande. De plus, la Banque préfère généralement laisser le marché s'équilibrer par le jeu des forces du marché, et agir uniquement comme source secondaire de titres. La Banque propose toutefois de prendre certaines mesures qui devraient aider à améliorer quelque peu le fonctionnement du marché.

Comme on l'a vu, la Banque propose de réduire ses achats de titres du gouvernement du Canada lors des adjudications, ce qui devrait accroître l'offre de titres de référence sur le marché. La Banque propose aussi d'apporter des changements à son programme de prêt de titres, qui contribueraient à soutenir la liquidité du marché tout en respectant la nature temporaire et secondaire prévue du programme. L'une des modifications proposées serait de passer du seuil d'intervention en vigueur, qui est de 50 % du taux cible de la Banque, à la formule suivante :

- un écart constant de 50 points de base en dessous du taux cible du financement à un jour lorsque ce dernier est de 1 % ou moins;
- un seuil égal à la moitié du taux cible du financement à un jour lorsque ce dernier est supérieur à 1 % et inférieur à 4 %;
- un écart constant de 200 points de base lorsque le taux cible est de 4 % ou plus.

Ce changement procurerait aux détenteurs de titres du gouvernement du Canada un incitatif financier plus grand pour prêter leurs titres avant de faire appel au programme de prêt de titres de la Banque. À l'heure actuelle, il semble que le seuil d'intervention de la Banque détermine la valeur plancher

effective des taux du marché des pensions. Or, dans certaines circonstances, ce taux semble ne pas être assez bas pour générer des prêts suffisants de la part des détenteurs d'obligations du secteur privé pour répondre à la demande. Par conséquent, un seuil d'intervention plus bas pourrait favoriser l'équilibrage du marché, et les négociants principaux continueraient d'avoir accès au programme de la Banque comme filet de sécurité³.

La Banque pourrait aussi modifier d'autres paramètres opérationnels, comme le moment et la fréquence des opérations (pour les déplacer en après-midi ou pour offrir la possibilité d'une deuxième ronde vers la fin de la journée, p. ex.), ou elle pourrait explorer la possibilité de prêter des titres pour plus d'un jour.

Enfin, la Banque aimerait recueillir des commentaires sur la question de savoir si l'adoption généralisée d'un frais qui serait imposé en cas d'échec de règlement des opérations sur titres du gouvernement du Canada inciterait les détenteurs de titres à prêter ceux-ci. Une pénalité de ce genre a été instaurée sur le marché américain des titres du Trésor en 2009, et la Banque en applique une à ses propres contrats de prêt de titres. Or, à l'heure actuelle, ce frais n'existe pas pour les contrats de prise en pension de titres privés et les opérations au comptant au Canada. L'instauration d'une telle pénalité en cas d'échec qui serait applicable à l'ensemble du marché aurait pour principal objectif d'aider à réduire le risque d'échec d'importantes opérations de règlement et de fournir un incitatif financier de plus pour encourager les investisseurs à prêter des titres dont l'offre est limitée.

Même si l'échec de règlement n'est pas un problème persistant au Canada, l'expérience d'autres pays montre que, lorsque certaines conditions sont présentes sur le marché, une hausse des cas d'échec de règlement pourrait nuire au fonctionnement du marché des obligations d'État. À l'heure actuelle, une convention répandue sur le marché dans le cas des opérations non réglées consiste à reporter le règlement au jour ouvrable suivant sans modifier le prix de la transaction. En supposant que le règlement de la transaction s'opère le jour ouvrable suivant, le coût d'opportunité découlant de ce report du règlement correspond à une journée d'intérêt. Toutefois, cette convention peut ne pas comporter un incitatif financier suffisamment important pour que le vendeur fournisse le titre à l'acheteur. La possibilité de ne pas fournir le titre sans encourir de pénalité financière substantielle devient plus attrayante lorsque les taux sont comparativement faibles, mais un frais imposé en cas d'échec de règlement pourrait, en principe, être un moyen efficace de bonifier les incitatifs financiers associés au prêt de titres, quel que soit le niveau des taux d'intérêt.

³ La proposition révisée rendrait aussi le seuil des bons du Trésor identique à celui des obligations.

Questions aux fins de consultation

Programme de prêt de titres

1. Quelle serait l'incidence de la modification proposée du seuil d'intervention sur le programme de prêt de titres?
2. Quels autres changements des modalités spécifiques du programme de prêt de titres contribueraient à la réalisation de son objectif?
3. Quels sont les principaux facteurs à l'origine des tensions dans le marché des pensions pour les titres du gouvernement du Canada?
4. L'instauration d'une pénalité en cas d'échec de règlement pour les titres du gouvernement du Canada s'appliquant à l'ensemble du marché serait-elle un moyen efficace de favoriser le prêt de titres qui se font rares et d'éviter l'échec des opérations de règlement?

Mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour

En réponse à une grave crise de liquidité dans l'ensemble du marché, la Banque conserve la capacité de recourir à n'importe lequel des mécanismes utilisés pendant la crise financière ou d'en instaurer de nouveaux afin de composer avec la situation en question⁴. Le programme régulier d'opérations de prise en pension à plus d'un jour proposé plus haut pourrait aussi être étendu selon divers aspects pour fournir des liquidités lorsque les conditions de l'ensemble du marché le justifient.

Outre ceux dont elle dispose déjà, la Banque propose de créer un mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour afin d'accroître sa capacité de réagir à tout épisode futur de fortes tensions dans l'ensemble du marché. Le mécanisme serait activé et désactivé à la discrétion de la Banque, selon ce que les conditions justifient, et il serait conçu pour être utilisé uniquement en cas de graves tensions sur les liquidités dans l'ensemble du marché. Il ne servirait pas à absorber des chocs de liquidité idiosyncrasiques touchant une institution.

Une fois activé, le mécanisme offrirait des liquidités à des échéances variables personnalisées pouvant atteindre un mois à une gamme de contreparties contre un large éventail de titres admissibles à taux fixe. Ses paramètres spécifiques seraient confirmés au moment de son activation. On prévoit que, si le mécanisme était activé, les contreparties admissibles seraient les négociants principaux et les membres de leurs groupes. La gamme de contreparties admissibles pourrait toutefois être étendue à d'autres institutions à la discrétion de la Banque, si cette dernière le jugeait nécessaire pour soutenir la stabilité du système financier canadien. Ces autres institutions seraient tenues de démontrer qu'elles

⁴ Une liste des facilités de liquidités offertes par la Banque se trouve à l'adresse <http://credit.banqueducanada.ca/facilites/facilitesdeliquidites>.

sont très actives sur les marchés monétaire ou obligataire canadiens, elles devraient être assujetties à la réglementation fédérale ou provinciale, et elles devraient respecter toute autre condition que la Banque jugerait indiquée.

Si le mécanisme était activé, des liquidités seraient offertes contre le large éventail des titres admissibles dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque, tels que les titres émis ou garantis par le gouvernement du Canada et les gouvernements provinciaux, les titres des municipalités, et certains titres du secteur privé, dont les obligations des sociétés, les acceptations bancaires et les titres adossés à des actifs⁵. Une fois activé, il fonctionnerait comme un mécanisme permanent bilatéral auquel, sous réserve de la disponibilité des garanties admissibles, les contreparties auraient accès, au besoin, au taux cible du financement à un jour ou au taux de référence pertinent selon la durée de l'opération, majoré d'un écart approprié, tel qu'il serait déterminé par la Banque. Le mécanisme demeurerait actif jusqu'à ce que la Banque soit d'avis qu'il ne serait plus nécessaire au soutien de la stabilité financière de l'ensemble du marché.

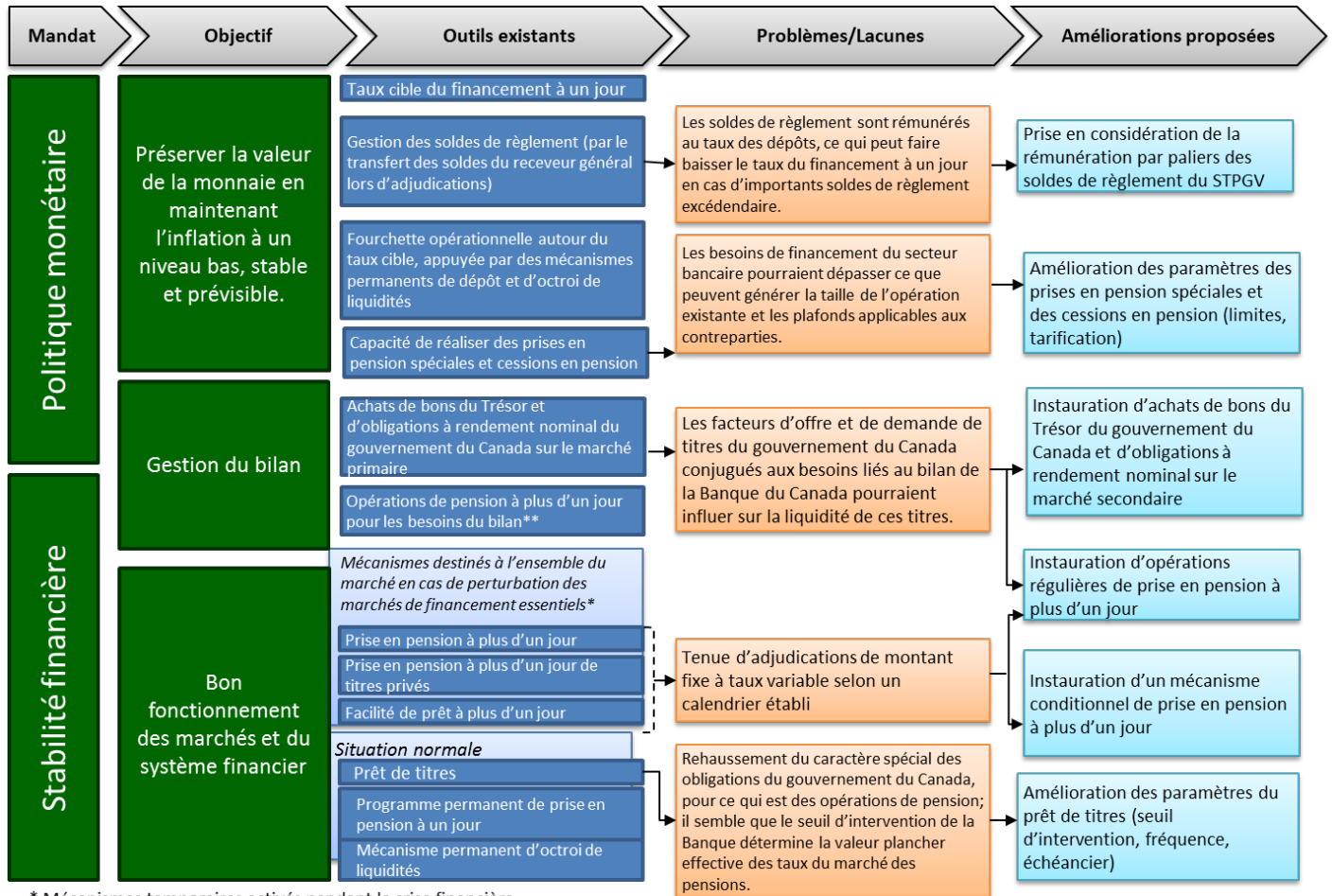
Questions aux fins de consultation

Mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour

1. Dans quelle mesure le mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour proposé constituerait-il un outil additionnel utile à la Banque pour composer avec des tensions graves dans l'ensemble du marché?

⁵ Une liste des actifs acceptés dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités peut être consultée à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2014/03/SLF-Politique.pdf>. On entrevoit que certains actifs admissibles dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités, tels que les portefeuilles de créances non hypothécaires, ne seraient pas admissibles dans le cadre du mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour.

Annexe : Schéma simplifié du cadre de la Banque régissant les opérations sur les marchés financiers et des améliorations proposées



* Mécanismes temporaires activés pendant la crise financière

** Par le passé, cette opération a servi à composer avec les fluctuations saisonnières de la demande de billets de banque (pendant la période des Fêtes, p. ex.).