

La mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base

Introduction

La méthode utilisée par la Banque du Canada pour mettre en œuvre sa politique monétaire est étroitement liée au système permettant de compenser et de régler quotidiennement les paiements. Parallèlement à l'entrée en fonction du nouveau système électronique (le Système de transfert de paiements de grande valeur ou STPGV) de l'Association canadienne des paiements, un nouveau cadre de mise en œuvre de la politique monétaire a été adopté le 4 février 1999¹. Le présent document résume les objectifs et les principaux éléments du cadre qu'utilise la Banque du Canada pour mettre en œuvre sa politique monétaire. Il comprend un tableau décrivant les principales caractéristiques du cadre en vigueur depuis la mise en service du STPGV ainsi qu'un glossaire des termes relatifs aux opérations de politique monétaire.

Aperçu de la politique

La Banque du Canada établit un taux cible à l'intérieur d'une fourchette opérationnelle pour le financement à un jour (ou fonds à un jour) dans le but d'influer sur les autres taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change². La capacité d'influer sur les autres taux à court terme découle en partie du fait que les stocks de titres du marché monétaire sont généralement financés par des fonds à un jour. Toutefois, d'autres facteurs, notamment l'évolution des attentes du marché et les mouvements du taux de change, influencent également la manière dont les autres taux d'intérêt, notamment pour les échéances relativement courtes, réagissent aux changements du taux cible.

Les modifications du taux visé pour le financement à un jour constituent la première étape du mécanisme par lequel les mesures de politique monétaire prises par la Banque du Canada se transmettent à la dépense globale et, au bout du compte, à l'inflation. En outre, la Banque peut modifier ce taux cible pour aider à stabiliser les marchés financiers dans certaines circonstances.

1. Pour plus de détails à ce sujet, voir le document ayant pour titre *Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire après l'entrée en fonction du système de transfert de paiements de grande valeur*, dans la livraison de l'automne 1998 de la *Revue de la Banque du Canada*.

2. Voir le texte de la conférence Hermes publié dans la livraison de l'été 1995 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Principales caractéristiques du cadre opérationnel : la fourchette opérationnelle, le taux cible et la gestion des soldes de règlement

La fourchette opérationnelle

Le principal outil dont dispose la Banque du Canada pour influencer le taux des fonds à un jour est la fourchette opérationnelle de 50 points de base fixée pour ce taux.

- La limite supérieure de la fourchette opérationnelle sera le taux d'intérêt applicable aux prêts sur découvert accordés aux participants au STPGV lors du règlement final des paiements. Ce taux est le taux officiel d'escompte.
- La limite inférieure de la fourchette sera le taux d'intérêt servi par la Banque du Canada sur les soldes créditeurs après règlement des opérations dans le cadre du STPGV.
- Les modifications de la fourchette opérationnelle et, par conséquent, du taux d'escompte seront annoncées au plus tard à 9 h par voie de communiqué, le jour de leur entrée en vigueur.

Le taux des fonds à un jour s'établit généralement à l'intérieur de la fourchette puisque les participants savent qu'ils obtiendront sur leurs soldes créditeurs au minimum le taux d'escompte diminué de 50 points de base et qu'ils n'auront pas à payer, sur leurs soldes débiteurs, plus que le taux d'escompte, et ce, en vertu des facilités permanentes de crédit que leur offre la Banque du Canada.

Taux cible

Le taux d'intérêt cible établi par la Banque correspond au point médian de la fourchette opérationnelle applicable au taux du financement à un jour.

- Au besoin, pour renforcer le taux cible, la Banque du Canada intervient sur le marché des fonds à un jour en procédant à des opérations d'open market au taux cible à 11 h 45. L'intervention a lieu en milieu de journée afin d'inciter les opérateurs à négocier les uns avec les autres pendant la matinée, période durant laquelle se déroule une forte proportion des activités de financement journalières³.
- Si les fonds à un jour se négocient généralement au-dessus du taux cible, la Banque procède à des prises en pension spéciales.
- Si, au contraire, le taux à un jour se situe généralement au-dessous du taux cible, la Banque procède à des cessions en pension.
- Si le taux à un jour s'établit généralement aux alentours du taux cible, il n'y a pas d'intervention.
- Les contrepartistes de ces opérations sont les négociants principaux.

3. Dans des circonstances exceptionnelles, la Banque peut aussi recourir à des opérations à réméré additionnelles.

- Un plafond est fixé à l'avance pour les prises en pension spéciales et les cessions en pension de chacun des contrepartistes.

La gestion des soldes de règlement (la régulation des encaisses)

Durant les premiers mois qui ont suivi la mise en place du nouveau cadre opérationnel, la Banque du Canada a généralement maintenu à zéro le niveau des soldes de règlement dans l'ensemble du système financier. Par conséquent, tout participant au STPGV dont le solde de règlement était excédentaire savait qu'il y avait au moins un autre participant dont le compte affichait un déficit d'un montant égal à son excédent et avec qui il pouvait effectuer des transactions aux taux du marché. Toutefois, les fonds à un jour se négociaient généralement au-dessus du taux cible, ce qui témoignait de l'existence d'une demande de soldes de règlement excédentaires. À la fin du mois, en septembre et en octobre 1999, puis tous les jours à partir de novembre 1999, la Banque a généralement fourni des soldes de règlement supplémentaires aux participants au STPGV, plus récemment à hauteur de 50 millions de dollars environ, mais d'un montant un peu plus élevé lorsque des pressions techniques se faisaient sentir.

Effet du transfert des dépôts du gouvernement sur le niveau des soldes de règlement

- Pour maintenir les soldes de règlement au niveau désiré, la Banque doit neutraliser l'effet net des mouvements de fonds du secteur public entre les comptes à la Banque du Canada et ceux du système financier. (Ces mouvements de fonds se composent des encaissements et décaissements du gouvernement, des transactions que la Banque du Canada effectue pour son propre compte et des opérations qu'elle fait pour le compte de ses clients.)
- Cette neutralisation (s'ajoute au montant de cette opération toute modification du niveau des soldes de règlement excédentaires) est effectuée par le transfert de dépôts du gouvernement du compte de ce dernier à la Banque du Canada vers ses comptes chez les participants au STPGV et l'inverse.
- Le transfert se fait au moyen de l'adjudication des encaisses du Receveur général (du gouvernement fédéral), qui se tient deux fois par jour, à 9 h 15 puis à 16 h 15.
- La différence entre le montant total des dépôts qui est adjugé et celui qui vient à échéance correspond au montant de la neutralisation et de la modification du niveau des soldes de règlement excédentaires dans le système. Si, par exemple, le gouvernement recevait un montant net de 100 millions de dollars en impôts dans son compte à la Banque du Canada (le banquier de l'État), en l'absence de neutralisation, les soldes de règlement dans le système bancaire diminueraient d'un montant correspondant. Pour maintenir le niveau des soldes de règlement dans le système, la Banque devrait alors faire en sorte que le montant net des dépôts du gouvernement mis aux enchères augmente de 100 millions de dollars (ou de 200 millions de dollars, si l'on veut plutôt relever de 100 millions de dollars le niveau des soldes de règlement dans le système). Par contre, si la Banque effectuait pour 100 millions de dollars de prises en pension spéciales, le montant net des dépôts du gouvernement offerts à l'adjudication cette journée-là serait réduit de 100 millions de dollars (ou, si le montant des dépôts mis en adjudication demeurait inchangé, le montant net des soldes de règlement s'accroîtrait de 100 millions de dollars).

Période de négociation préalable au règlement

Après la clôture des opérations des clients par l'entremise du STPGV, à 18 h, les participants au système disposent d'une demi-heure pour conclure des transactions entre eux. Cela leur permet de réduire leur solde — résultant de leurs propres opérations et de celles de leurs clients — au sein du STPGV par des transactions conclues à des taux d'intérêt qui, généralement, ne dépassent pas les limites de la fourchette opérationnelle. En fait, les opérations sont habituellement conclues à des taux situés à l'intérieur de la fourchette opérationnelle, puisque cette pratique s'avère normalement plus avantageuse, tant pour le prêteur que pour l'emprunteur, que de recourir aux facilités offertes par la Banque du Canada à des taux correspondant aux limites de cette fourchette.

Effets de paiement sur support papier

Les effets de paiement sur support papier, tels que les chèques, continuent d'être réglés par le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR). Il a été envisagé d'adopter le règlement pour valeur le lendemain des débits ou crédits nets du SACR, mais les institutions financières concernées ont préféré maintenir le système actuel de règlement rétroactif. Elles ont aussi choisi, pour des raisons de simplicité, d'éliminer la période de calcul des moyennes et de laisser la Banque du Canada percevoir des frais sur les découverts et rémunérer les soldes créditeurs à des taux fixés en fonction d'un écart donné par rapport à la fourchette opérationnelle. L'écart de taux applicable aux soldes du SACR était à l'origine de 250 points de base au-dessus et au-dessous de la fourchette opérationnelle; il est ensuite passé à 150 points de base et est maintenant de 125 points de base au-dessus et au-dessous de celle-ci. Le point médian de cette fourchette élargie coïncide avec celui de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour.

Le SACR n'a pas disparu, mais la quasi-totalité des mouvements de fonds du secteur public et la majorité des transactions de gros liées au marché passent par le STPGV. C'est pourquoi la Banque s'intéresse uniquement au STPGV aux fins de la conduite de sa politique monétaire.

Résumé

Dans le cadre du STPGV, la Banque du Canada influe sur les marchés financiers par l'entremise de son incidence sur le taux du financement à un jour, pour lequel elle se fixe une cible correspondant au point médian de la fourchette opérationnelle de 50 points de base applicable à ce taux, et d'un cadre visant à maintenir le taux du financement à un jour à l'intérieur de la fourchette fixée.

Mise en œuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV

	STPGV
Fourchette opérationnelle de 50 points de base	Limite supérieure = taux d'escompte
	Modifications de la fourchette annoncées avant 9 h le jour de leur entrée en vigueur, afin que toute la journée les opérateurs puissent effectuer des transactions en connaissant parfaitement les taux applicables à leurs soldes en fin de journée.
	Limite supérieure : taux appliqué aux avances accordées par la Banque du Canada à la fin d'une journée de règlement (STPGV)
	Limite inférieure : taux servi sur les dépôts à la Banque du Canada à la fin d'une journée de règlement (STPGV)
Taux cible	Point médian de la fourchette opérationnelle = taux cible
	Renforcé, au besoin, à 11 h 45 par des opérations à réméré conclues au taux cible; prises en pension spéciales (si les transactions sont effectuées à des taux supérieurs au taux cible) ou cessions en pension (si les taux sont inférieurs).
Régulation des encaisses	Sert à : <ul style="list-style-type: none"> neutraliser l'effet des mouvements de fonds de l'État au compte de ce dernier à la Banque (si le niveau des soldes de règlement est nul) modifier le niveau des soldes de règlement.
	Effectuée par des transferts de fonds de l'État entre le compte de ce dernier à la Banque du Canada et ses comptes chez les adhérents.
	Transfert, effectué le jour T pour valeur le jour T, des dépôts du gouvernement au moyen du processus d'adjudication, tenu deux fois par jour, des encaisses de l'État. Neutralisation des mouvements de fonds du secteur public et modification éventuelle du niveau des soldes de règlement excédentaires par la différence entre les montants mis aux enchères et les montants arrivant à échéance.

GLOSSAIRE

Avances

Une « avance STPGV » est un prêt sur nantissement que la Banque du Canada accorde à un participant au STPGV pour couvrir sa position débitrice en fin de journée au sein du STPGV. Le taux d'intérêt applicable à ce prêt à un jour est la limite supérieure de la fourchette opérationnelle du taux du financement à un jour (le taux officiel d'escompte).

La Banque du Canada accorde aussi des « avances SACR » aux adhérents de l'Association canadienne des paiements (ACP) pour couvrir leurs déficits dans ce système. À l'heure actuelle, le taux d'intérêt applicable à ces avances est le taux officiel d'escompte majoré de 125 points de base. Ces avances ne sont pas considérées comme essentielles à la mise en œuvre de la politique monétaire puisque la quasi-totalité des opérations du gouvernement et de la Banque du Canada ainsi que la plupart des paiements de grande valeur du secteur privé sont réglés par l'entremise du STPGV.

Cessions en pension

Opérations de pension en vertu desquelles la Banque du Canada offre de vendre des titres du gouvernement du Canada à des contrepartistes désignés, en s'engageant à les racheter à un prix fixé à l'avance, le jour ouvrable suivant.

La Banque a fait appel pour la première fois aux cessions en pension en 1986 afin de compenser les pressions à la baisse non souhaitées s'exerçant sur le taux du financement à un jour. À partir du milieu de 1994 et jusqu'à l'entrée en fonction du STPGV, les cessions en pension ont servi à renforcer la limite inférieure de la fourchette opérationnelle et ont été conclues avec les grandes banques. Dans le cadre du STPGV, elles sont effectuées en milieu de journée si le taux des fonds à un jour est généralement inférieur au taux cible; les contrepartistes désignés sont les négociants principaux.

Négociants principaux

Il s'agit du sous-groupe des distributeurs de titres d'État avec lesquels la Banque du Canada traite lorsqu'elle effectue des prises en pension spéciales et des cessions en pension. Les négociants principaux ont plusieurs responsabilités, notamment celles de détenir une certaine part des marchés des titres du gouvernement canadien et de tenir ces marchés. Les désignations « distributeurs de titres d'État » et « négociants principaux » ont remplacé respectivement celles de « distributeurs principaux » et « agents agréés » utilisées par le passé. Pour obtenir plus de renseignements à ce sujet, voir le document intitulé *Nouvelles règles régissant les adjudications de titres du gouvernement canadien et la surveillance de celles-ci par la Banque du Canada*, daté du 11 août 1998, dans le site Web de la Banque du Canada.

Participants

Il s'agit de membres de l'ACP qui participent au STPGV et qui règlent leurs opérations directement par des inscriptions dans les livres de la Banque du Canada. L'appellation « adhérents » continue à désigner les membres de l'ACP qui participent au SACR et qui tiennent un compte de règlement à la Banque du Canada. Tous les adhérents participent au STPGV.

Prises en pension spéciales

Opérations de pension en vertu desquelles la Banque du Canada offre d'acheter des titres du gouvernement du Canada à des contrepartistes désignés en s'engageant à les leur revendre à un prix fixé d'avance, le jour ouvrable suivant.

La Banque du Canada a fait appel pour la première fois aux prises en pension spéciales en 1985 afin d'atténuer les pressions temporaires et non désirées à la hausse s'exerçant sur le taux du financement à un jour. L'adjectif « spécial » indiquait que la Banque pouvait y recourir de façon discrétionnaire, à la différence des prises en pension ordinaires, qui étaient conclues, dans des limites déterminées, à l'initiative des courtiers en valeurs mobilières admissibles (les agents agréés du marché monétaire). À partir du milieu de 1994 et jusqu'à l'entrée en fonction du STPGV, les prises en pension spéciales ont servi à renforcer la limite supérieure de la fourchette opérationnelle et ont été conclues avec les agents agréés. Dans le cadre du STPGV, elles sont effectuées en milieu de journée si le taux des fonds à un jour est généralement supérieur au taux cible; les contrepartistes désignés sont les négociants principaux.

SACR

Le SACR (Système automatisé de compensation et de règlement de l'ACP) est le système au moyen duquel sont échangés les effets de paiement sur support papier, comme les chèques, et sont calculés les montants nets à payer et à recevoir. Le déficit ou l'excédent net final de compensation est réglé au compte que l'adhérent concerné tient à la Banque du Canada, par un virement débiteur ou créditeur effectué en milieu de journée, avec effet rétroactif. Avant l'entrée en fonction du STPGV, tous les effets de paiement passaient par le SACR.

Taux d'escompte

Taux minimum auquel la Banque du Canada accorde des avances à court terme aux membres de l'ACP. Depuis le 22 février 1996, le taux d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle du taux du financement à un jour.

Taux du financement à un jour

Taux d'intérêt auquel les fonds sont empruntés ou prêtés pour un jour ouvrable. En raison de différences tenant notamment à la forme prescrite et aux dispositions de nantissement, les taux d'intérêt à un jour peuvent varier légèrement d'un instrument à l'autre. Cependant, les principaux taux à un jour évoluent tous de façon très voisine en raison des opérations d'arbitrage effectuées sur le marché, et les faibles écarts observés entre eux sont insignifiants du point de vue de la politique monétaire. Pour estimer le taux des fonds à un jour, la Banque du Canada calcule la moyenne pondérée du coût des opérations de financement à un jour conclues par les grands courtiers en valeurs mobilières et les grandes banques. Ces derniers se financent sur le marché des fonds à un jour au moyen d'opérations à réméré (pensions), de prêts à vue et de swaps de devises. Il existe aussi un marché à un jour pour les dépôts de gros et les dépôts interbancaires, qui ne donnent pas lieu à un nantissement et ne sont pas pris en compte par la Banque dans l'estimation du taux du financement à un jour.