

La mise en oeuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base¹

Introduction

La méthode utilisée par la Banque du Canada pour mettre en oeuvre sa politique monétaire est étroitement liée au système permettant de compenser et de régler quotidiennement les paiements. Parallèlement à la mise en service d'un nouveau système électronique (le Système de transfert de paiements de grande valeur ou STPGV) par l'Association canadienne des paiements, un nouveau cadre de mise en oeuvre de la politique monétaire a été adopté le 4 février 1999². Le présent document résume les objectifs et les principaux éléments du cadre qu'utilise la Banque du Canada pour mettre en oeuvre sa politique monétaire. Il comprend un tableau décrivant les principales caractéristiques du cadre en vigueur et le rôle qu'elles jouent au sein du STPGV, ainsi qu'un glossaire des termes relatifs aux opérations de politique monétaire.

Aperçu de la politique

La Banque du Canada établit une cible à l'intérieur d'une fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour (ou taux des fonds à un jour) dans le but d'influer sur les autres taux d'intérêt à court terme et sur le taux de change (Thiessen, 1995). 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 Le présent document est une mise à jour de l'article de Howard (1998).

² Pour plus de détails à ce sujet, voir le document ayant pour titre *Le cadre de mise en oeuvre de la politique monétaire après l'entrée en fonction du Système de transfert de paiements de grande valeur*, 31 mars 1999.

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

Le taux cible du financement à un jour

La Banque du Canada annonce ses décisions concernant le taux cible du financement à un jour selon un calendrier de dates préétablies³. Les annonces sont faites à 9 h par voie de communiqué. Si le taux cible du financement à un jour est modifié, le nouveau taux entre en vigueur le jour où il est annoncé.

- Le taux visé pour le financement à un jour est le taux des prêts à un jour garantis observé sur le marché.
- La Banque du Canada se fonde sur le taux général des pensions à un jour pour évaluer les conditions du marché du financement à un jour.
- Pour renforcer au besoin la cible relative au taux à un jour, la Banque intervient sur le marché à un jour, généralement à 11 h 45, en concluant des opérations de pension au taux cible. 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 journalières⁴.
- Pour renforcer davantage la cible, la Banque est disposée à conclure plusieurs séries d'opérations de pension sur le marché, et à le faire à d'autres moments qu'à l'heure habituelle, y compris plus tôt le matin, si nécessaire.
- Si le taux général des pensions à un jour a tendance à s'établir au-dessus du taux cible, la Banque procède à des prises en pension spéciales.
- Si, au contraire, le taux général des pensions à un jour a tendance à se situer au-dessous du taux cible, la Banque procède à des cessions en pension.
- Les contrepartistes de ces opérations sont les négociants principaux qui ont signé un contrat de prise en pension avec la Banque.
- Chaque contrepartiste se voit assigner un plafond pour chaque série de prises en pension spéciales et de cessions en pension (la valeur nominale des garanties est retenue pour le calcul du plafond).
- Normalement, la Banque neutralise l'incidence de ses opérations sur les liquidités du système financier. Elle dispose ainsi d'un autre outil pour faire contrepoids aux pressions qui s'exercent sur le taux à un jour : elle peut choisir de ne pas neutraliser entièrement l'effet des opérations qu'elle mène sur le marché. Dans le cas où les cessions en pension de la Banque ne seraient pas neutralisées, le système afficherait une position déficitaire à la fin de la journée, ce qui obligerait certains participants au STPGV à obtenir une avance portant intérêt au taux d'escompte, dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque.

³ La Banque se réserve la possibilité de prendre des mesures de politique monétaire entre deux dates préétablies; cependant, elle ne se prévaut de cette option que dans des circonstances exceptionnelles.

⁴ Dans des circonstances exceptionnelles, la Banque peut aussi recourir à des opérations de pension additionnelles.

La fourchette opérationnelle

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

La fourchette opérationnelle et le taux officiel d'escompte sont aussi annoncés dans le communiqué sur le taux cible du financement à un jour et prennent effet le jour même.

- La limite supérieure de la fourchette opérationnelle est le taux d'intérêt applicable aux prêts sur découvert (avances) accordés aux participants au STPGV lors du règlement final des paiements. Ce taux est le taux d'escompte.
- La limite inférieure de la fourchette est le taux d'intérêt que la Banque du Canada applique aux soldes créditeurs après règlement des opérations dans le cadre du STPGV.
- Le taux cible du financement à un jour établi par la Banque du Canada correspond au point médian de la fourchette opérationnelle.

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 un taux au moins équivalent au 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.

La gestion des soldes de règlement

Depuis l'implantation du STPGV, le niveau cible des soldes de règlement dans l'ensemble du système financier a généralement été de zéro ou plus. Tout participant au STPGV dont le solde de règlement est débiteur sait par conséquent qu'il y a normalement au moins un autre participant dont le compte affiche un solde créditeur et avec qui il peut effectuer des transactions aux taux du marché.

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

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 flux de trésorerie du secteur public enregistrés entre le bilan de la Banque du Canada et celui du système financier. (Ces flux de trésorerie 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 entre le compte de ce dernier à la Banque du Canada et le compte des participants à l'adjudication des soldes de trésorerie du gouvernement.
- Le transfert se fait au moyen de l'adjudication des soldes de trésorerie 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 adjudgé 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), les soldes de règlement dans le système bancaire diminueraient, en l'absence de neutralisation, 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 et effets de paiement électronique de faible valeur

Les effets de paiement sur support papier, tels que les chèques, et les effets de paiement électronique de faible valeur, comme les débits préautorisés et les dépôts directs, continuent d'être réglés par le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR). Lorsque le STPGV a été introduit, la valeur des paiements traités quotidiennement par le SACR s'élevait à

40 milliards de dollars environ. Au troisième trimestre de 2006, ce chiffre était tombé à quelque 20 milliards de dollars en moyenne.

Depuis le 1^{er} novembre 2003, les résultats des paiements transitant par le SACR sont comptabilisés dans les livres de la Banque du Canada selon la formule du « règlement pour valeur le lendemain » (Tuer, 2003)⁵.

Comme la quasi-totalité des flux de trésorerie du secteur public et la majorité des transactions de gros liées au marché passent par le STPGV, la Banque s'intéresse uniquement à ce dernier aux fins de la conduite de sa politique monétaire.

Résumé

Dans le cadre du STPGV, la Banque du Canada influe sur les variables financières par l'entremise de l'influence qu'elle exerce 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 oeuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV

	STPGV
Taux cible du financement à un jour	À 9 h, aux dates préétablies, la Banque annonce le taux cible du financement à un jour. Si le taux est modifié, le nouveau taux entre en vigueur le jour où il est annoncé. Le taux cible du financement à un jour est renforcé au besoin par des opérations de pension sur le marché conclues au taux cible; prises en pension spéciales (si les fonds à un jour se négocient à un taux supérieur au taux cible) ou cessions en pension (si les fonds à un jour se négocient à un taux inférieur au taux cible). D'ordinaire, ces opérations ont lieu à 11 h 45, mais la Banque peut conclure des opérations sur le marché à d'autres moments qu'à l'heure habituelle si elle le juge nécessaire.
Fourchette opérationnelle de 50 points de base	La limite supérieure de la fourchette représente le taux appliqué aux avances accordées par la Banque du Canada après règlement des opérations dans le STPGV. Ce taux est le taux officiel d'escompte.
	La limite inférieure représente le taux servi sur les dépôts à la Banque du Canada après règlement des opérations dans le STPGV.

⁵ Entre juillet 1986 et le 1^{er} novembre 2003, le règlement dans le SACR s'effectuait à midi, le lendemain du jour où les effets étaient présentés à la compensation, mais les résultats du règlement étaient comptabilisés dans les livres de la Banque du Canada le jour précédent, conformément au mode de règlement « rétroactif » (Dingle, 1986).

	Le point médian représente le taux du financement à un jour visé par la Banque du Canada. Celle-ci se fonde sur le taux général des pensions à un jour pour évaluer les conditions du marché à un jour.
	La fourchette opérationnelle et le taux officiel d'escompte sont aussi annoncés dans le communiqué sur le taux cible du financement à un jour. Toute modification de la fourchette opérationnelle et du taux officiel d'escompte entre en vigueur le jour où elle est annoncée. Ainsi, les participants au STPGV peuvent effectuer des transactions toute la journée en connaissant parfaitement les taux applicables à leurs soldes en fin de journée.
Gestion des soldes de règlement	Sert à : <ul style="list-style-type: none"> • neutraliser l'effet des flux de trésorerie de l'État qui touchent le bilan de la Banque (si le niveau des soldes de règlement est inchangé); • modifier le niveau des soldes de règlement.
	S'opère par le transfert de fonds de l'État entre, d'une part, la Banque du Canada et, d'autre part, les participants au STPGV ainsi que d'autres participants aux adjudications du gouvernement.
	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 soldes de trésorerie de l'État. La différence entre les sommes venant à échéance et les nouveaux soldes adjudés correspond au montant de la neutralisation des flux de trésorerie du secteur public et de la modification du niveau des soldes de règlement excédentaires.

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 d'escompte).

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 service 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 habituellement 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.

Participants

Il s'agit de membres de l'Association canadienne des paiements (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 service 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 habituellement 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 (tels que les chèques) et les effets de paiement électronique (comme les débits préautorisés et les dépôts directs) 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, selon la formule du « règlement pour valeur le lendemain ». Avant l'entrée en service 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 tendent à évoluer de façon voisine en raison des opérations d'arbitrage effectuées sur le marché. Les fonds à un jour sont obtenus au moyen d'opérations de pension, de prêts à vue et de swaps de devises. 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. Le taux des opérations de pension à un jour au Canada (*Canadian Overnight Repo Rate* ou CORRA) – à savoir la moyenne pondérée du taux des opérations générales de pension à un jour conclues par l'entremise des courtiers intermédiaires désignés – est une autre mesure utilisée. 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 dans la mesure de la Banque ni dans la mesure CORRA.

Le taux visé pour le financement à un jour est le taux des prêts à un jour garantis observé sur le marché. La Banque se fonde sur le taux général des pensions à un jour pour évaluer les conditions du marché à un jour.

Ouvrages et articles cités

Dingle, J. (1986). « Note technique : le mode de règlement rétroactif des opérations journalières de compensation des chèques et des autres effets de paiement », *Revue de la Banque du Canada*, août, p. 3-7.

Howard, D. (1998). « La mise en oeuvre de la politique monétaire à l'ère du STPGV : notions de base », conférence HERMES-Glendon, *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 57-66.

Thiessen, G. (1995). « L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-58.

Tuer, E. (2003). « Note technique : L'élimination du règlement rétroactif dans le SACR », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 41-45.