



BANQUE DU CANADA

La Banque du Canada et le marché monétaire

Allocation prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada

devant la
Toronto Money Market Association
Toronto (Ontario)
le 26 avril 1989

Ne pas publier avant le 26 avril 1989
13 h, heure avancée de l'Est

Allocution prononcée par
John W. Crow
Gouverneur de la Banque du Canada
devant la *Toronto Money Market Association*
Toronto (Ontario)
le 26 avril 1989

LA BANQUE DU CANADA ET LE MARCHÉ MONÉTAIRE

Je désire offrir à tous mes voeux les plus cordiaux en cette réunion inaugurale de la *Toronto Money Market Association*. À la Banque du Canada, une attention quotidienne, voire une attention de tous les instants, est accordée à l'évolution du marché monétaire, et je suis heureux de l'occasion qui m'est offerte d'aborder cette question un peu plus en profondeur. Même si la Banque du Canada, compte tenu de ses responsabilités, voit les choses d'un angle assez particulier, je suis convaincu que nous pouvons mutuellement nous apporter beaucoup.

Le marché monétaire est le pivot du mécanisme de mise en oeuvre de la politique monétaire. Aussi les opérations quotidiennes de la Banque du Canada visent-elles à influencer l'évolution du crédit à court terme sur le marché, en particulier celle du crédit à un jour. Les mesures prises dans le but de faire varier les taux de rendement de ce marché se répercutent dans le système financier et dans l'économie.

Nous nous intéressons aussi au marché monétaire d'une autre façon, du fait que nous sommes l'agent financier du gouvernement canadien. En effet, nous conseillons celui-ci et effectuons ses opérations de financement. Comme vous le savez, le gouvernement a abondamment utilisé les ressources du marché monétaire ces dernières années,

autant pour satisfaire des besoins ordinaires de financement, ce qui a donné lieu à une forte accumulation de l'encours de sa dette sous forme de bons du Trésor, que pour combler des manques temporaires de trésorerie. Par ailleurs, le gouvernement place régulièrement à court terme, par le truchement d'adjudications, une partie de ses liquidités.

Compte tenu de ce double rôle qui est le nôtre, nous ne pouvons pas voir le marché monétaire sous le même angle que les entreprises et les organismes que vous représentez. Nous sommes le seul opérateur sur le marché monétaire auquel incombe la responsabilité de la conduite de la politique monétaire. Nous sommes aussi le seul opérateur faisant office d'agent financier du gouvernement - le plus grand utilisateur du marché -, dont les opérations sont suffisamment importantes pour influencer sur les conditions générales du marché. Les autres participants s'efforcent de maximiser les revenus de placements ou les bénéfices découlant d'arbitrages financiers tout en réduisant au minimum les coûts de financement, face à des taux d'intérêt sur lesquels, individuellement, ils n'ont essentiellement aucune influence directe. Ces opérateurs poursuivent, on peut le comprendre, des objectifs autres que les nôtres.

Malgré ces différences, nous reconnaissons tous au moins une chose, à savoir l'avantage énorme que représente le marché monétaire efficace, résistant et fortement développé qui existe actuellement au pays. La Banque du Canada reconnaît certainement cet avantage. À titre d'exemple, sans un marché diversifié et profond, nous aurions eu beaucoup plus de difficulté que nous n'en avons eu ces derniers temps à nous acquitter de notre rôle d'agent financier, compte tenu du nombre record d'adjudications de bons du Trésor tenues et de l'accroissement de plus du quart que l'encours de ces

titres a connu au cours de la dernière année. Il aurait également été plus difficile de faire face sans heurts aux importantes variations du volume des bons du Trésor offerts d'une semaine à l'autre ainsi qu'à l'émission, à court préavis, de bons de gestion de la trésorerie du gouvernement. Ces variations reflètent le resserrement qui a marqué le mode de gestion des liquidités de l'État ces dernières années.

Il est essentiel aussi que le marché monétaire soit bien développé pour que les politiques de la Banque du Canada se transmettent efficacement. Peut-être un retour aux années 50 vous aiderait-il à mieux saisir ce que j'entends par là. C'était l'époque où le marché monétaire faisait ses premiers pas et où les liens entre les divers secteurs financiers étaient moins étroits. Nous pensions alors que nous devions, pour mesurer la portée de nos actions, tenir compte non seulement de l'incidence des variations des taux d'intérêt, mais aussi de facteurs tels que l'usage que faisaient les banques de leurs liquidités et la modification des échéances auxquelles les investisseurs plaçaient leurs avoirs financiers. À présent, et je suis heureux de le dire, le marché monétaire est tellement efficace que nous n'avons plus à nous préoccuper de facteurs fondés sur le contingentement du crédit autrement que par le mécanisme des prix ou sur la segmentation du marché.

Le marché monétaire que nous connaissons aujourd'hui, dont les opérations annuelles se chiffrent à mille milliards de dollars, est parvenu au stade actuel avec l'appui constant de la Banque du Canada. Il est né dans les années 50, lorsque la Banque a nommé "agents agréés du marché" un groupe de courtiers en valeurs mobilières et leur a permis de conclure des opérations de prises en pension avec

elle dans le but de favoriser le développement de leur rôle d'intermédiaire sur le marché.

C'est vers la fin des années 60 et le début des années 70 que le marché monétaire a vraiment commencé à prendre les traits que nous lui connaissons aujourd'hui. Un jalon-clé sur la voie de son développement a été l'abolition, en vertu de la Loi sur les banques de 1967, des plafonds de taux d'intérêt sur les prêts bancaires et, par conséquent, des distorsions que cette restriction avait causées à l'occasion. Cette mesure a été suivie par la réduction des réserves secondaires obligatoires des banques à charte, ce qui a eu pour effet que ces dernières, qui étaient les seules participantes au marché des bons du Trésor, ont perdu le pouvoir de maintenir les taux de rendement de ces titres à des niveaux artificiellement bas. C'est à cette époque qu'un marché "spécial" de prêts à vue a commencé à se développer, fournissant aux opérateurs des modes de financement à un jour plus variés et plus souples. L'encours des bons du Trésor du gouvernement canadien ayant fortement augmenté au cours des années 70, ces phénomènes ont renforcé et consolidé les forces du marché. Les taux de rendement des bons du Trésor sont alors devenus plus compétitifs, ce qui a attiré sur le marché divers investisseurs institutionnels et particuliers.

Plus récemment, la Banque du Canada a pris d'autres mesures d'ordre technique pour améliorer le fonctionnement du marché. Le mode de calcul des réserves des banques à charte a été changé, passant d'une moyenne simple des soldes quotidiens à une moyenne pondérée, ce qui a éliminé les inconvénients causés par la forte baisse des taux des prêts à un jour qui se produisait chaque fin de semaine. En outre, la méthode de comptabilisation des règlements des flux de paiements passant par la banque centrale a été modifiée il y

a quelques années. La nouvelle méthode a contribué à éliminer efficacement les délais de règlement des effets en compensation et la nécessité pour les opérateurs du marché de consacrer d'importantes ressources à l'acheminement et à la synchronisation des paiements.

Vous savez sans doute dans les grandes lignes de quelle façon la Banque du Canada intervient sur le marché monétaire. Je ne m'attarderai donc pas beaucoup sur ce sujet. Je tiens néanmoins à souligner de nouveau le fait que la plupart de nos activités sont axées sur le marché de l'argent à un jour et que nous mettons à profit les liens qui existent entre le loyer de l'argent à un jour et divers autres taux d'intérêt à court terme du marché pour transmettre nos mesures de politique monétaire. Parmi les taux à court terme, il faut évidemment mentionner le taux des bons du Trésor à trois mois, auquel le taux d'escompte est actuellement lié.

La méthode la plus communément utilisée pour influencer le niveau du loyer de l'argent à un jour est l'ajustement quotidien du montant des réserves liquides mises à la disposition du système bancaire. Nous fixons le niveau de ces réserves tous les jours, en début de soirée, en tenant compte du volume des liquidités que demandent apparemment les banques, afin de faire évoluer les taux à un jour dans le sens que nous souhaitons. L'incidence de ce mécanisme sur le taux de financement payé par les courtiers en valeurs mobilières et, par conséquent, sur leur volonté de conserver des stocks de titres, nous permet souvent d'atteindre la fourchette de taux d'intérêt que nous visons ou de nous en approcher de très près.

Toutefois, il arrive que la gestion des réserves-encaisse n'agisse pas avec la précision désirée. Lorsque cela a été le cas ces dernières années, nous avons eu de plus en plus tendance à effectuer sur le marché des opérations, compensées par des opérations inverses le lendemain, afin d'influencer plus directement et plus rapidement le loyer de l'argent à un jour. Ces opérations ont surtout consisté en prises en pension "spéciales", c'est-à-dire en achats de titres du gouvernement que nous revendons le jour d'après. Plus récemment, nous avons aussi commencé à effectuer ce que nous appelons des cessions en pension, qui consistent à vendre des titres en s'engageant à les racheter.

C'est en 1985 que nous avons introduit les prises en pension spéciales afin de contrebalancer à l'occasion les mouvements à la hausse des taux à un jour attribuables à des facteurs techniques. Mais, à la longue, nous avons commencé à prendre conscience des avantages qu'il y aurait à nous en servir de façon plus régulière pour atténuer les pressions à la hausse indues qui s'exerçaient sur les taux. De même, les cessions en pension ont été de plus en plus utilisées pour contrer les pressions excessives à la baisse sur les taux. Contrairement à ce qui se passe dans le cas des prises en pension ordinaires, c'est à la Banque qu'il revient de fixer le taux des cessions en pension, leur montant et le moment où elles sont conclues. Cela, on ne s'en étonnera guère, nous donne encore plus de poids sur le marché à un jour. Nous avons accepté cette situation comme une réalité nécessaire, car c'est de cette façon que nous pouvons efficacement signifier nos intentions.

Nous avons certes eu davantage recours aux opérations à un jour et aux opérations de pension, mais nous

n'avons pas pour autant abandonné les opérations ordinaires d'achat et de vente de bons du Trésor. Toutefois, nous avons eu tendance à n'effectuer ces opérations que lorsque nos actions sur le marché à un jour semblaient exiger un renfort particulier. Qu'elles soient réglées au moyen d'espèces ou de bons du Trésor d'autres émissions, ces opérations sont généralement entreprises pour indiquer plus directement que les mouvements enregistrés par les taux d'intérêt au cours de la journée sont plus accentués et plus rapides qu'il ne nous semble approprié.

Assez de détails techniques. Prenons maintenant un peu de recul pour aborder plus globalement la question de l'incidence des mesures de politique monétaire.

D'abord, une mise en garde s'impose. Je ne voudrais surtout pas que la description que j'ai faite du mécanisme d'intervention de la Banque du Canada sur le marché monétaire vous amène à croire que cette dernière peut fixer unilatéralement le niveau des taux d'intérêt dans notre pays. Même si, malheureusement, beaucoup de gens semblent s'imaginer que nous pouvons faire varier les taux à notre guise, je n'ai pas besoin de vous convaincre que les marchés financiers jouent un rôle essentiel à cet égard. La Banque a le pouvoir d'agir comme chef de file dans ce domaine. C'est ce qu'elle fait et continuera de faire. Comme je l'ai dit au début de mon allocution, c'est à notre institution qu'incombe la responsabilité de la politique monétaire, et nous entendons nous en acquitter. Mais les marchés financiers, de par leur nature, incarnent les opinions ancrées dans l'esprit des épargnants et des emprunteurs au sujet de l'évolution dans le temps des prix des marchés financiers. Si les mesures prises par la Banque n'ont pas une orientation crédible, elles n'auront aucun effet durable sur l'évolution

des taux d'intérêt. Cela est vrai même dans le cas des taux à court terme du marché monétaire, où notre influence est la plus directe et la moins touchée par les attentes du marché.

Un facteur en particulier qui peut compliquer les activités de la Banque du Canada est l'interaction à la fois incontournable et forte qui existe entre le marché monétaire et le marché des changes. Tout ce qui influence le marché monétaire influence aussi en principe le marché des changes. Par conséquent, tant le niveau des taux d'intérêt que le taux de change du dollar canadien doivent être considérés comme des facteurs de transmission de la politique monétaire. Et puisque des phénomènes qui se produisent sur le marché monétaire peuvent facilement avoir une incidence sur le marché des changes et vice versa, il se produit parfois simultanément sur ces marchés des mouvements que nous jugeons excessifs.

À certaines occasions, et surtout en période d'instabilité sur le marché des changes, le phénomène de l'interaction entre le marché monétaire et le marché des changes a fait que nous avons cherché avec grand soin à éviter de provoquer un mouvement exagéré du taux de change lorsque nous voulions modifier le profil des taux d'intérêt. À d'autres occasions, nous avons été aux prises avec une situation sur le marché des changes qui avait déclenché des pressions sur les taux d'intérêt. À plusieurs reprises, il y a quelques années, une chute du dollar a fait grimper les taux d'intérêt à court terme à des niveaux plus élevés que nous ne jugions entièrement justifiés dans les circonstances.

Le fait que le marché ait parfois éprouvé de la difficulté à interpréter nos actions a constitué une autre

source de complications, souvent liée elle aussi à l'interaction du marché monétaire et du marché des changes. Durant la première moitié des années 80, la forte tendance à la baisse du dollar canadien et les incidences inflationnistes qui en découlaient, ont influencé de façon constante la politique monétaire et le marché monétaire. C'est pourquoi ce dernier a semblé se préparer à réagir quasi-automatiquement aux variations du taux de change du dollar canadien. La nouvelle conjoncture des dernières années, caractérisée notamment par un fort redressement du dollar et une intensification des pressions de la demande, a poussé le marché à rectifier son interprétation de nos activités. Au début, cet effort d'ajustement a semblé donner lieu à un certain nombre de malentendus qui, je crois bien, ont été dissipés.

Dans le même ordre d'idées, j'aimerais aborder certains autres problèmes que l'interprétation de nos actions semble parfois poser aux participants du marché et que nous-mêmes éprouvons à l'occasion lorsque nous cherchons à comprendre le comportement du marché.

Il arrive parfois qu'on s'interroge sur l'opportunité de nos actions, surtout lorsqu'elles ne peuvent pas être liées à un phénomène particulier et qu'elles prennent le marché par surprise. À cet égard, vous ne devez peut-être pas oublier que nos décisions découlent d'une surveillance continue des indicateurs économiques et financiers. En termes simples, le processus d'analyse qui motive nos actions ne se termine pas nécessairement à une date précise ni à l'obtention d'un renseignement particulier.

Un autre problème d'interprétation concerne l'incohérence dont nos actions sont parfois soupçonnées

lorsque, après que nous avons exercé des pressions sur les taux pour les orienter dans un sens donné, nous changeons assez rapidement notre fusil d'épaule. D'habitude, une telle volte-face a lieu lorsque nos actions tendent à pousser les taux au-delà de la fourchette visée et que nous prenons des mesures pour freiner le mouvement. Un changement d'orientation peut aussi se produire lorsque l'apparition d'un nouveau facteur donne à penser qu'une pause dans le cours de nos actions, ou même une modification, serait indiquée. Nous aimerions certes pouvoir prédire l'avenir avec exactitude, mais comme ce n'est pas le cas nous devons, comme vous, réagir aux imprévus à mesure qu'ils surviennent. Cela peut à l'occasion être interprété comme un manque de cohérence de notre part.

La nature même du rôle de la Banque du Canada sur le marché monétaire par rapport à celui des autres opérateurs donne fréquemment lieu à des divergences. À certaines occasions, la Banque tente de modérer l'activité sur le marché, jouant ainsi les trouble-fête. À d'autres moments, elle provoque des remous sur un marché que vous jugez calme. En ce qui nous concerne, nous pouvons avoir du mal à comprendre pourquoi le marché s'obstine parfois à ne pas réagir à nos actions lorsque nous avons mis cartes sur table, s'exposant peut-être ainsi à des pertes. On peut de façon réaliste s'attendre à ce que la Banque et le marché ressentent certaines frustrations. Mais nous semblons somme toute faire bon ménage et nous pouvons certainement atténuer les frustrations qui se produisent en tâchant de comprendre le mieux possible nos positions respectives. La Banque du Canada est attentive à vos besoins, et j'espère que notre rencontre d'aujourd'hui favorisera la poursuite du dialogue entre nous. Par ailleurs, je vous encourage à prendre connaissance de mes discours et de ceux prononcés par des

cadres de la Banque ainsi que des procès-verbaux que nous publions. Dans ces textes, nous essayons d'exposer le fondement de nos actions; leur lecture devrait donc s'avérer utile.

J'aimerais maintenant jeter un regard vers l'avenir et examiner l'évolution que pourraient connaître nos moyens d'action. Le gouvernement, comme vous le savez, a fait connaître son intention de procéder à l'élimination graduelle des réserves obligatoires des banques à charte. La Banque du Canada a soigneusement réfléchi à la façon dont elle mènerait ses activités dans un tel régime libre de réserves obligatoires et a publié deux mémoires à ce sujet, le plus récent au début de février 1989. Certains d'entre vous ont peut-être participé aux réunions où ont été exposées les modalités de la conduite de la politique monétaire dans un système libre de réserves obligatoires. Quoi qu'il en soit, il importe peut-être de souligner que, exception faite de petites différences, la gestion au jour le jour des encaisses de règlement mises à la disposition des adhérents à la compensation se fera sensiblement de la même façon qu'en vertu du système actuel. Nous n'abandonnerons pas la préférence que nous avons pour une approche diffuse et axée sur le marché, malgré l'élimination des réserves obligatoires. Nous comptons aussi continuer de faire sentir fortement notre présence sur le marché au moyen d'opérations de prises en pension spéciales et de cessions de pension.

Sur très longue période, le système canadien des paiements semble évoluer dans la voie de la coexistence du mode de paiement actuel par chèque et du mode électronique de paiement de gros montants avec règlement le jour même. Nous sommes d'avis que le recours au système électronique pour les gros paiements augmentera graduellement, en d'autres termes,

qu'il n'y aura pas de conversion soudaine du mode de règlement de gros montants par chèques certifiés au mode de paiement électronique. Toutefois, comme le système électronique de paiement finira par couvrir une part importante des flux de paiements, il faudra vraisemblablement changer plus en profondeur, et aussi plus radicalement, la façon dont la politique est mise en oeuvre. Mais nous ne nous attendons pas à ce que cela se produise dans un proche avenir. J'ajouterai que, dans le premier des deux mémoires de travail que je viens de mentionner, et qui a été rendu public en octobre 1987, nous avons présenté deux systèmes possibles de mise en oeuvre de la politique monétaire au Canada dans un contexte de règlement le jour même.

L'instauration d'un nouveau système de compensation et de règlement des opérations du marché monétaire, à laquelle s'emploie la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs, pointe aussi à l'horizon. Les ressources communes des banques, des sociétés de fiducie et des courtiers en valeurs mobilières ont été mobilisées pour ce projet, auquel la Banque du Canada est étroitement associée depuis un certain temps. Une fois que le nouveau système sera implanté, tous les principaux instruments du marché monétaire seront immobilisés dans les chambres fortes de la CDS. Le règlement des opérations se fera instantanément au moyen de transferts comptables de titres dans les comptes automatisés de la CDS, contre paiement en faveur de la CDS ou émis par elle à la fin de la journée. Avant que la conversion à ce nouveau mode de règlement des opérations du marché monétaire ne soit possible, la Banque et les autres intéressés devront avoir l'assurance que les risques éventuels ont été déterminés et que des mesures de sécurité appropriées ont été élaborées. Il va de soi que les organismes de réglementation fédéraux et provinciaux s'intéresseront eux aussi aux risques que peut

présenter le nouveau système. Nous avons bon espoir que les gains que laisse entrevoir ce système sur le plan de l'efficacité se concrétiseront dans un proche avenir.

Avant d'achever, j'aimerais dire quelques mots au sujet d'une distinction qui, semble-t-il, est souvent mal comprise. Je pense ici à la distinction qu'il faut faire entre, d'une part, les activités que nous menons par l'entremise des marchés -- celles que j'ai décrites aujourd'hui -- et, d'autre part, les objectifs plus globaux que vise notre politique. On a tendance à considérer les taux d'intérêt et les taux de change comme les buts de la politique monétaire. Pour ceux d'entre vous qui sont engagés à chaque instant dans le flux des opérations du marché monétaire, il peut être particulièrement tentant d'adopter ce point de vue. Cependant, il est important de ne pas oublier que les taux d'intérêt et le taux de change du dollar canadien ne constituent pas en eux-mêmes les objectifs que nous poursuivons. Notre objectif fondamental est de réaliser, par le truchement de la politique monétaire, une expansion modérée de la masse monétaire et de favoriser la stabilité générale des prix, condition majeure du maintien de la santé de l'économie.

Pour finir, je tiens à souligner l'importance que nous attachons aux renseignements que nous obtenons du marché monétaire. Notre personnel de Toronto, de Montréal et de Vancouver nous relaie des données très détaillées sur les perspectives de l'évolution financière à court terme. Sans votre empressement à partager régulièrement vos perceptions avec nos collègues, il nous serait beaucoup plus difficile de prendre au jour le jour les décisions qui s'imposent. Nous nous fions énormément à la valeur des renseignements que vous nous fournissez et nous vous en sommes reconnaissants.