

QUESTIONS SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE CANADIENNE (PREMIÈRE PARTIE)

1. En temps normal, lorsque le taux d'intérêt à un jour s'approche du taux d'escompte, la Banque du Canada:
 - a) retire des fonds déposés au nom du gouvernement fédéral dans les banques à charte pour les déposer dans le compte du gouvernement fédéral à la Banque du Canada
 - b) fait plutôt l'opération inverse en transférant les fonds du gouvernement de son compte à la Banque du Canada vers ses comptes dans les banques à charte
 - c) hausse le taux d'escompte
 - d) baisse le taux d'escompte

2. Toutes choses étant égales, une diminution du taux d'intérêt à un jour:
 - a) stimule la demande pour les bons du Trésor
 - b) favorise une augmentation du prix moyen payé pour les bons du Trésor
 - c) diminue le rendement moyen sur les bons du Trésor
 - d) toutes ces réponses

3. Les taux d'intérêt à court terme suivent généralement la tendance du rendement sur les bons du Trésor par ce que:
 - a) les banques se font concurrence entre elles mais ont toujours l'alternative de placer leurs liquidités à court terme sur le marché des bons du Trésor
 - b) telle est la volonté exprimée par la Banque du Canada
 - c) il s'agit d'une vieille habitude
 - d) aucune de ces réponses

4. La prise en pension :
 - a) Implique une transaction entre une banque à charte et la Banque du Canada
 - b) Est utilisée pour faire augmenter le taux à un jour
 - c) Est utilisée pour faire diminuer le taux à un jour
 - d) Est utilisée pour freiner la demande globale

5. Le rendement sur les bons du Trésor augmente lorsque la Banque du Canada :
- a) Procède à des achats importants sur le marché secondaire
 - b) Procède à une vente importante sur le marché secondaire
 - c) Procède à des prises en pension
 - d) S'abstient de transférer dans quelque sens que ce soit les dépôts du gouvernement fédéral

Questions à développement

6. Un journaliste fait le résumé de sa rencontre avec un représentant officiel de la Banque du Canada en ces termes :

D'importantes pressions à la hausse se sont fait sentir récemment sur le niveau des taux d'intérêts à court terme. Avec un taux à un jour menaçant de dépasser le sommet de sa fourchette opérationnelle, la Banque a procédé à de nombreuses cessions en pension. De plus, pour s'assurer que les marchés financiers comprennent bien son message, la Banque a simultanément vendu pour plusieurs milliards de dollars de bons du Trésor.

Le journaliste a commis **deux erreurs sérieuses** en écrivant son article. Démontrer lesquelles en recourant dans chaque cas à une analyse qui intègre les bilans de la Banque du Canada et d'une banque à charte typique et le graphique d'offre et de demande approprié.

7. Les taux d'intérêt ont fortement chuté au Canada au cours de l'année 1996 et pour la plupart des analystes, cela explique la croissance réelle plus élevée observée au dernier trimestre de l'année.

Décrivez comment la Banque du Canada a pu contribuer à cette baisse des taux d'intérêt. Votre réponse doit reposer sur l'examen du bilan de la Banque du Canada et du bilan d'une banque à charte typique. Elle doit également faire le lien entre les variations enregistrées aux bilans et le marché à un jour des encaisses de règlement. Elle doit finalement expliquer le lien entre le marché à un jour et les taux d'intérêts à court terme.

8. Nous savons que la demande globale est influencée par le niveau des taux d'intérêts. Au début de 1997, l'économie canadienne demeure fragile en raison d'un taux de chômage élevé et du faible dynamisme de la demande des ménages. C'est dans ce contexte que la Réserve Fédérale Américaine a décidé de hausser le taux sur les fonds fédéraux (l'équivalent de notre taux à un jour).

a) Expliquez pourquoi cette hausse pourrait se transmettre à l'économie canadienne.

Indice : Comparez le rendement obtenu sur les titres américains au rendement obtenu sur les titres canadiens et tirez en une conclusion sur l'évolution de la demande pour les titres canadiens (par exemple les bons du Trésor). Ne tenez pas compte de l'impact sur le marché des changes)

b) Si la Banque du Canada essayait d'empêcher la hausse des taux d'intérêts canadiens, montrez comment elle pourrait utiliser le mécanisme des prises en pension. Faites une analyse complète allant du bilan de la Banque du Canada au marché des fonds à un jour puis de là, à l'ensemble des taux d'intérêt à court terme (moins d'un an).

9. Questions sur la stabilisation de la demande globale

Supposez que l'objectif de la banque centrale soit de maintenir la croissance de la demande globale au niveau où elle se situe initialement. Comment devrait-elle réagir aux événements suivants ?

a) Les entreprises sont pessimistes et révisent à la baisse leurs projets d'investissement.

b) Les consommateurs diminuent leur épargne en prévision de baisses d'impôt.

c) Une forte appréciation de la valeur de la monnaie nationale a entraîné une chute des exportations.

10. L'objectif déclaré de la Banque du Canada est de maintenir le taux annuel d'inflation à l'intérieur d'une fourchette allant de 1 à 3 %. Afin d'atteindre cet objectif, elle entreprend diverses actions ayant des répercussions sur la composition et la taille de son bilan. Ces actions influencent par la suite les taux d'intérêt à court terme et le taux de change.

Question:

On estime que le PIB potentiel peut augmenter d'environ 3 % par an au Canada. Vous attendriez vous à une hausse ou une baisse des taux d'intérêt au Canada l'an prochain si vous anticipiez une croissance du PIB nominal de 7 % ? Expliquez en ayant recours au bilan simplifié de la Banque du Canada tout en utilisant les graphiques expliquant la détermination

des taux d'intérêt à court terme. Ne tenez compte ni des répercussions sur le taux de change ni des effets sur le marché des biens et services.

Réponses

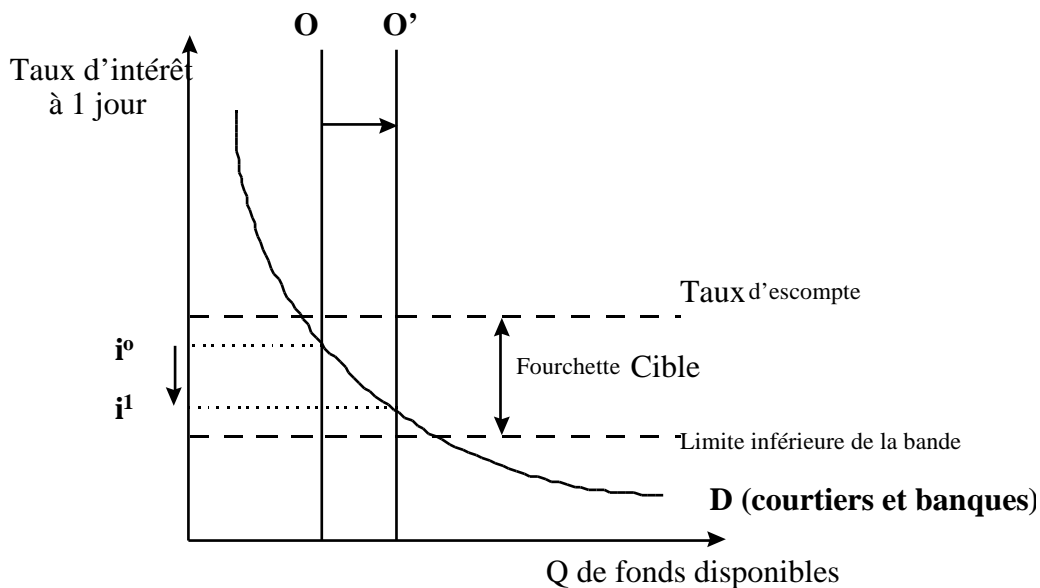
- 1) **B.** En effet, le taux d'escompte correspond à la limite **supérieure** de sa fourchette cible. Ainsi, lorsque le taux sur le financement à un jour s'approche du taux d'escompte, il menace de sortir de la fourchette cible. Pour ramener le taux à un jour, la Banque du Canada doit donc augmenter l'offre d'encaisse de règlement en transférant les dépôts du gouvernement fédéral vers les banques à charte.

Bilan de la Banque du Canada

Bilan de la Banque à charte

| Actifs | Passifs + Avoir | Actifs | Passifs + Avoir |
|---|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Réserves Internationales de Change • Bons du Trésor • Obligations | <ul style="list-style-type: none"> • Dépôts du gouvernement ↓ • Dépôts des membres de l'ACP ↑ • Billets et Pièces • Avoir Net | <ul style="list-style-type: none"> • Prêts • Bons du Trésor • Encaisses de règlements ↑ | <ul style="list-style-type: none"> • Dépôts du gouvernement ↑ • Dépôts du public et des entreprises • Avoir Net |

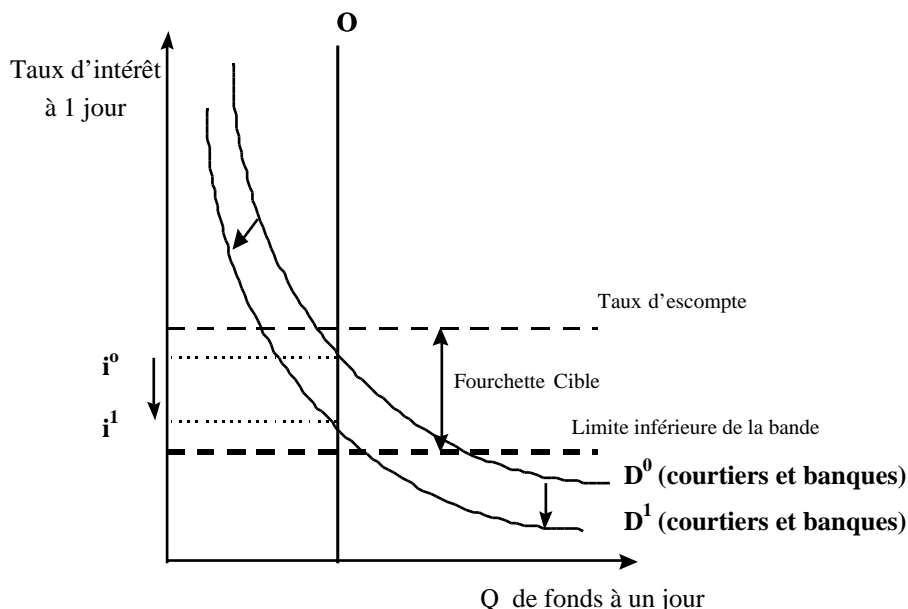
Sur le marché des fonds à un jour, cela se traduit comme suit :



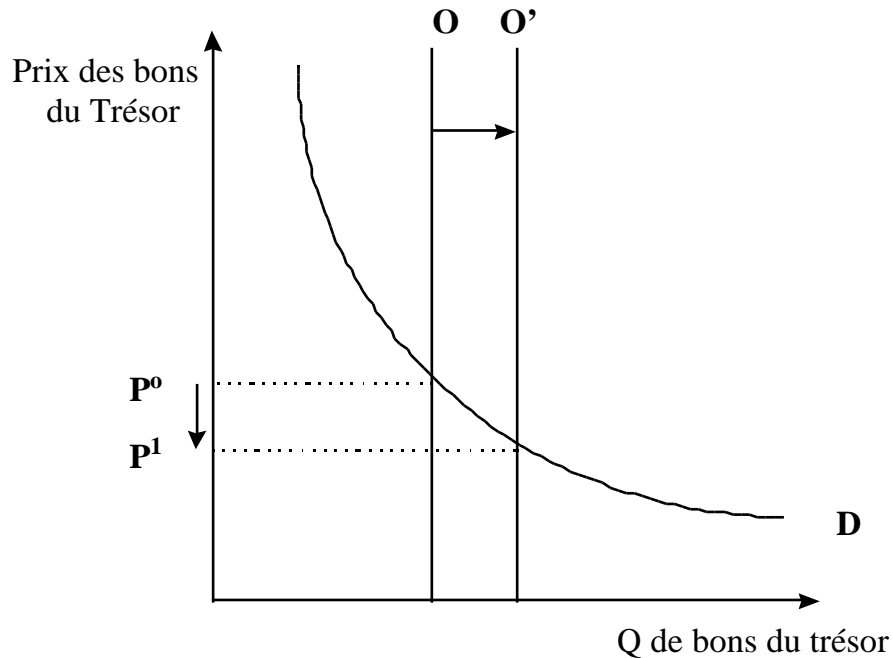
- 2) **D.** En effet, si le taux à un jour diminue, les courtiers peuvent se permettre d'acheter plus de bons du Trésor, leur financement devenant moins dispendieux, puisqu'ils se financent sur le marché des fonds à un jour. Ainsi, la demande s'en trouve stimulée. L'offre de bons du Trésor étant fixe, le prix payé augmente suite à la hausse de la demande. Ainsi, le rendement diminue car on se rappellera que pour les bons du Trésor, le rendement correspond à la différence (en %) entre le prix payé à l'achat et la valeur de rachat à l'échéance.

$$\text{Rendement} = ((\text{Valeur de Rachat} / \text{Prix Payé}) - 1) * 100$$

- 3) **A.** Il s'agit ici de la relation risque/rendement, relation centrale dans votre cours de finance. En général, les entreprises et les particuliers représentent un risque plus élevé que le gouvernement fédéral. Pour cette raison, les institutions financières demandent un taux plus élevés aux agents du secteur privé qu'au gouvernement. Cependant, la concurrence entre les institutions financières permet de limiter l'écart entre les deux catégories de taux. C'est pourquoi les taux à court terme suivent la tendance des taux sur les bons du Trésor.
- 4) **C.** La prise en pension est un opération par laquelle la Banque du Canada prête des fonds à un courtier pour une journée, et pour lesquels le courtier laisse un titre en garanti. Cela contribue à faire **diminuer** la demande de fonds à un jour auprès des banques, ce qui fait diminuer le taux à un jour. Graphiquement :



- 5) **B.** En effet, une vente importante de bons du Trésor par la Banque du Canada contribue à hausser l'offre disponible de ces titres. Par le fait même, le prix payé pour acheter les bons du Trésor diminue, ce qui fait augmenter leur rendement (voir question 2). Sur le marché des bons du Trésor, cela se traduit graphiquement par :

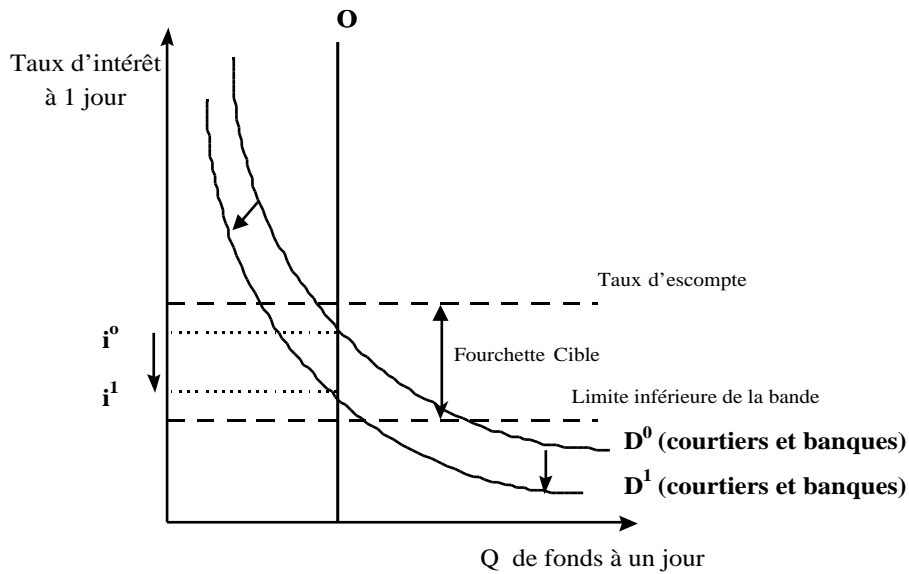


6. Pour répondre adéquatement à cette question, il faut tout d'abord s'assurer de la politique que la Banque voulait appliquer. Ainsi, avec un taux à un jour qui menaçait de dépasser la limite supérieure de la fourchette cible, on comprend que la Banque du Canada cherchait à réduire ce dernier. Or, la cession en pension produit l'effet contraire, puisqu'en participant à l'opération, les banques prêtent de l'argent à la Banque du Canada et réduisent leur offre d'encaisses sur le marché à un jour. Pour engendrer une diminution du taux à un jour, les autorités monétaires ont plutôt procédé à des **prises en pension**. Au bilan de la Banque centrale, cela se traduit ainsi :

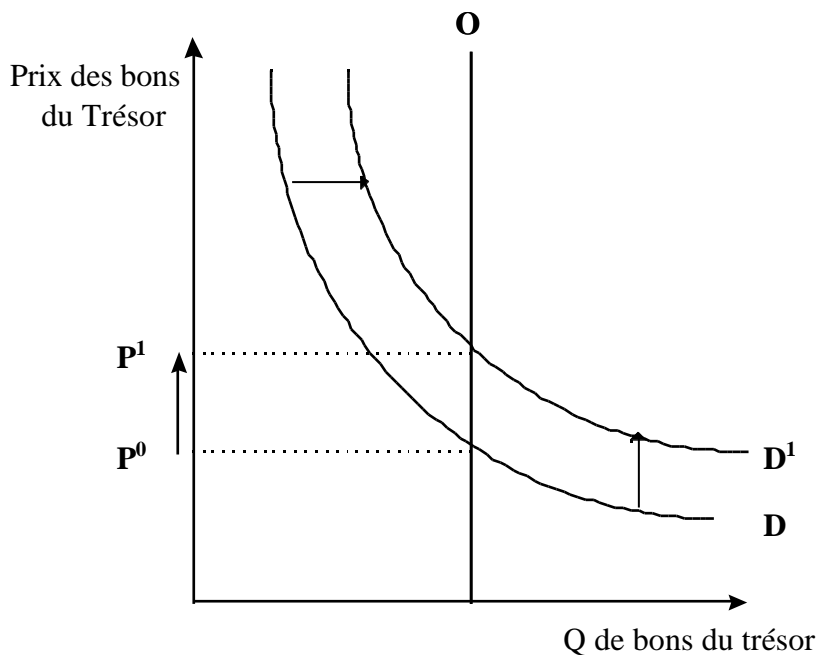
Bilan de la Banque du Canada (jour 1)

| Actifs | Passifs + Avoir |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Réserves Internationales de Change • Bons du Trésor ↑ • Obligations | <ul style="list-style-type: none"> • Dépôts du gouvernement • Dépôts des membres de l'ACP ↑ • Billets et Pièces • Avoir Net |

Sur le marché des fonds à un jour :



La seconde erreur commise par le journaliste est d'avoir affirmé que la Banque, pour bien faire saisir son message quant à l'orientation des taux à court terme ait **vendu** pour plusieurs milliards de bons du trésor. En effet, la vente de bons du trésor vient augmenter l'offre de ce titre, ce qui contribue à en faire baisser le prix et donc **augmenter le rendement**. Mais la Banque désire voir les taux baisser. Ainsi, elle a plutôt **acheté** des bons du Trésor, faisant augmenter la demande et donc le prix, ce qui se traduit par une baisse de rendement. Graphiquement :



7) La contribution de la Banque du Canada à la baisse des taux d'intérêts est venue de l'assouplissement de sa politique. Ainsi, elle s'est montrée plus généreuse dans sa distribution des fonds du gouvernement, qu'elle a transférés de manière plus importante vers les banques à charte. Au niveau du bilan de la Banque centrale et d'une banque à charte, cela se traduit ainsi :

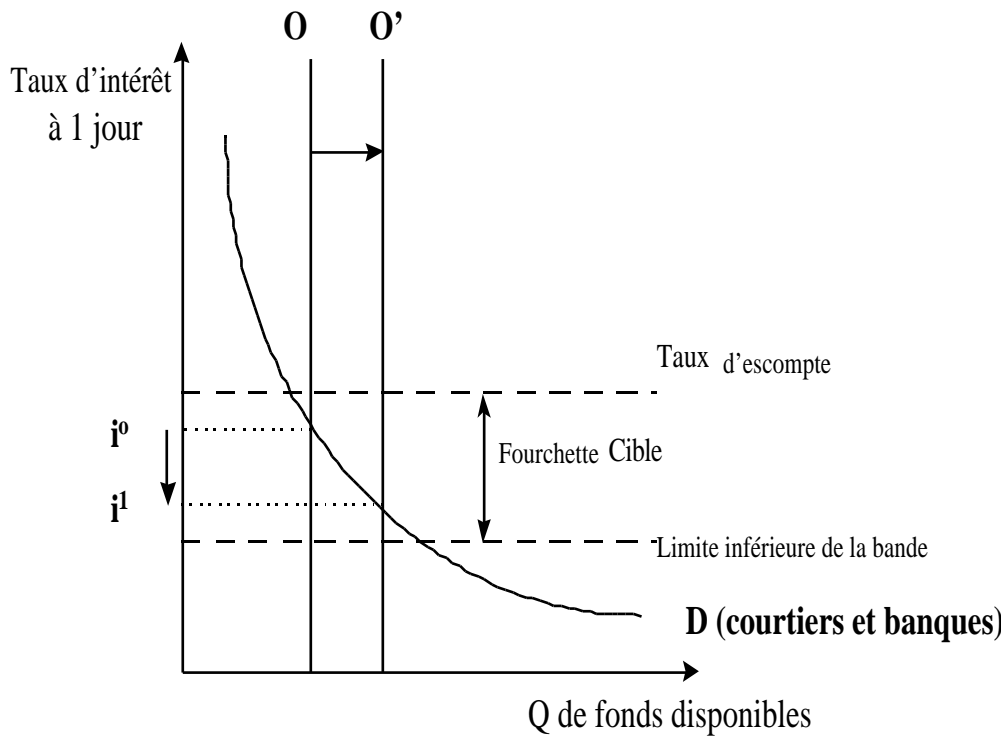
Bilan de la Banque du Canada

Bilan de la Banque à charte

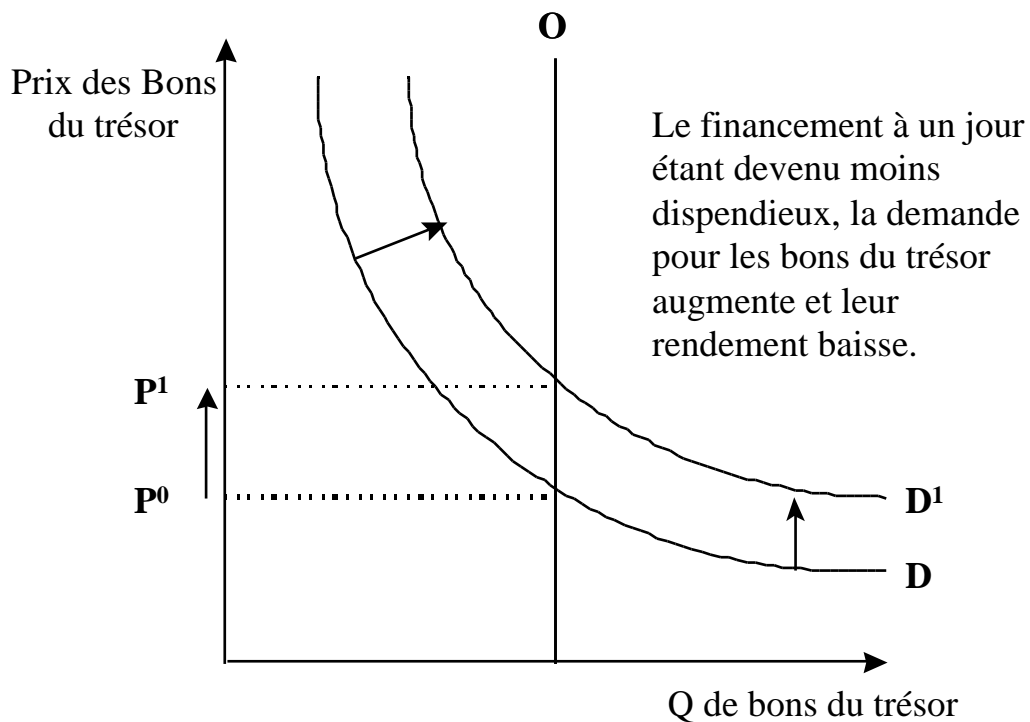
| Actifs | Passifs + Avoir |
|--------------------------------------|---------------------------------|
| • Réserves Internationales de Change | • Dépôts du gouvernement ↓ |
| • Bons du Trésor | • Dépôts des membres de l'ACP ↑ |
| • Obligations | • Billets et Pièces |
| | • Avoir Net |

| Actifs | Passifs + Avoir |
|-----------------------------|---------------------------------------|
| • Prêts | • Dépôts du gouvernement ↑ |
| • Bons du Trésor | • Dépôts du public et des entreprises |
| • Encaisses de règlements ↑ | • Avoir Net |

Cette opération, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous, a contribué à faire baisser le taux de financement à un jour :



Ainsi, à mesure que le taux à un jour se rapprochait du bas de la fourchette cible, il devenait de moins en moins dispendieux pour les courtiers de financer leur inventaire de bons du Trésor, ce qui faisait augmenter la demande pour ces titres (on se rappellera que les bons du Trésor peuvent avoir une échéance de 3,6 ou même 12 mois). De ce fait, le prix payé pour ces bons augmentait, ce qui en faisait baisser le rendement, et donc les taux d'intérêt à court terme. Graphiquement, cela se traduit comme suit :



Une fois que le taux à un jour a presque atteint le plancher de la fourchette et que les marchés financiers ne s'emballent pas, la Banque du Canada **abaisse sa fourchette** cible et recommence le même procédé, **ce qui contribue à continuer la baisse des taux d'intérêt**.

8a) Avec les progrès technologiques, la mobilité des capitaux s'est grandement accrue au cours des dernières années, ce qui permet aux investisseurs de transférer leurs fonds d'un pays à l'autre avec beaucoup de rapidité. Bien évidemment, les investisseurs recherchent avant tout un rendement compte tenu des risques courus (qui peut les blâmer ? !). De ce fait, il est possible que la hausse des taux aux États-Unis rendent les titres américains relativement plus attrayants que les titres canadiens aux yeux des bailleurs de fonds. Ainsi, ils achèteront une moins grande quantité de titres canadiens pour se tourner plutôt vers les titres de nos voisins du sud. La diminution de la demande pour les Bons du Trésor canadiens fera chuter leur prix et hausser leur rendement.

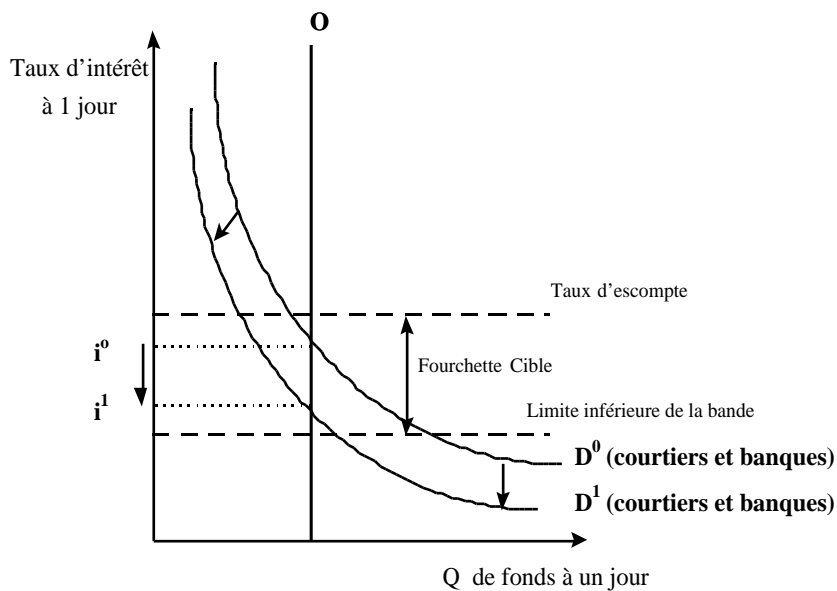
8b) Pour atténuer l'impact de cette diminution de la demande pour les bons du Trésor canadiens, la Banque du Canada peut procéder à des prises en pension. En effet, en faisant diminuer le coût du financement à un jour, elle contribue à stimuler la demande des courtiers pour les bons du Trésor canadiens et atténue de ce fait l'impact de la baisse initiale de la demande.

Jour 1 ⇒ La Banque du Canada conclue une prise en pension

Bilan de la Banque du Canada

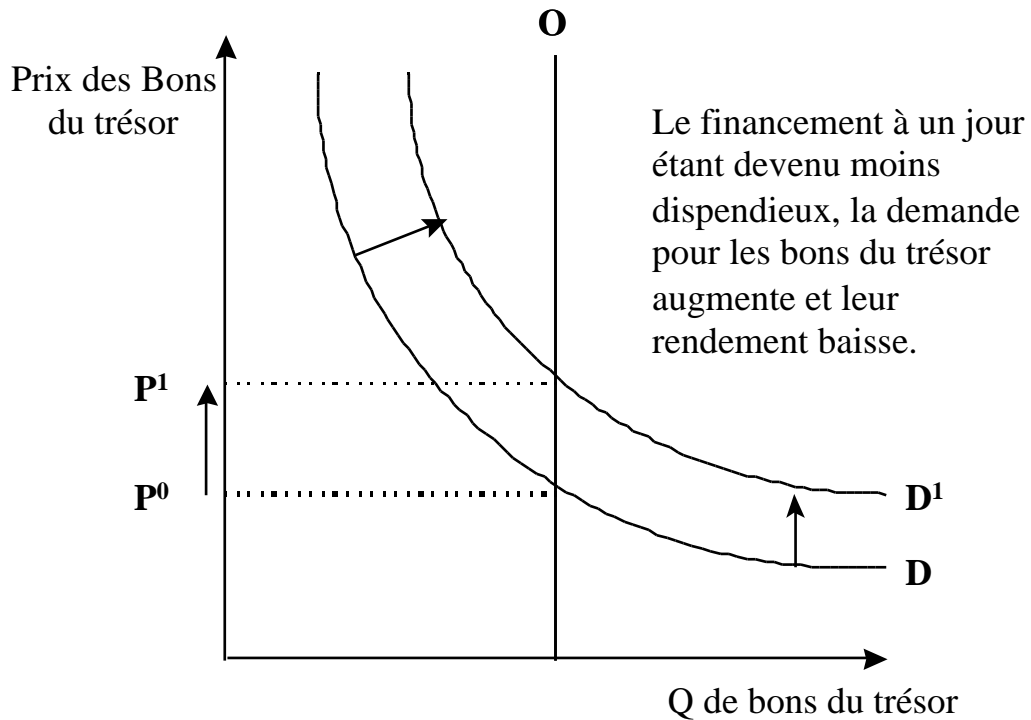
| Actifs | Passifs + Avoir |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Réserves Internationales de Change • Bons du Trésor ↑ • Obligations | <ul style="list-style-type: none"> • Dépôts du gouvernement • Dépôts des membres de l'ACP ↑ • Billets et Pièces • Avoir Net |

Sur le marché des fonds à un jour :



Jour 2 ⇒ La transaction se renverse mais peut être répétée au besoin

Sur le marché des bons du Trésor :



N.B. On se rappellera que les bons du Trésor peuvent avoir une échéance de 3, 6 et 12 mois.

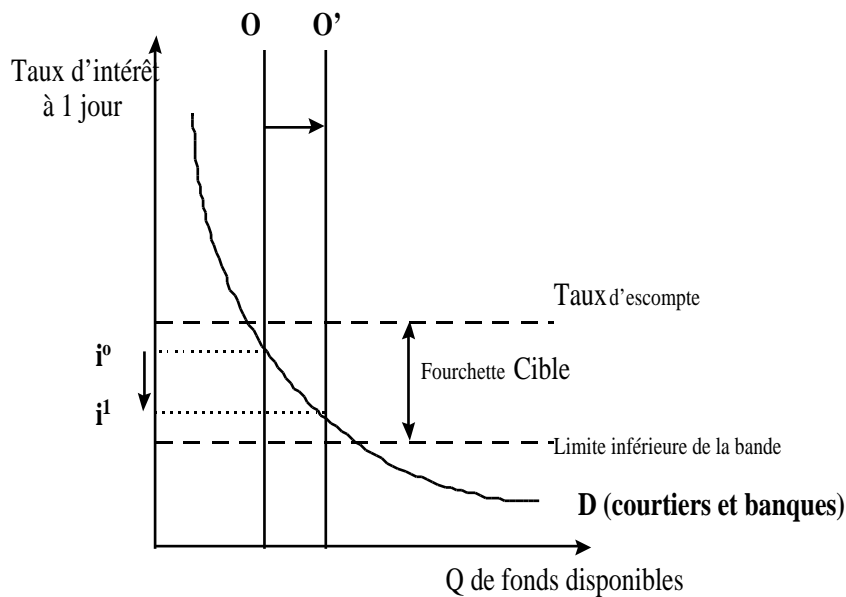
9a) La révision à la baisse des projets d'investissement engendre une diminution de la demande globale. Pour ramener la demande globale à son niveau initial, la Banque du Canada doit donc favoriser un assouplissement des conditions monétaires. Pour ce faire, elle cherchera à faire diminuer les taux d'intérêt à court terme. La méthode la plus utilisée consiste à transférer les dépôts du gouvernement de son compte à la banque centrale vers ses comptes dans les banques à charte.

Bilan de la Banque du Canada

Bilan de la Banque à charte

| Actifs | Passifs + Avoir | Actifs | Passifs + Avoir |
|---|---|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Réserves Internationales de Change • Bons du Trésor • Obligations | <ul style="list-style-type: none"> • Dépôts du gouvernement ↓ • Dépôts des membres de l'ACP ↑ • Billets et Pièces • Avoir Net | <ul style="list-style-type: none"> • Prêts • Bons du Trésor • Encaisses de règlements ↑ | <ul style="list-style-type: none"> • Dépôts du gouvernement ↑ • Dépôts du public et des entreprises • Avoir Net |

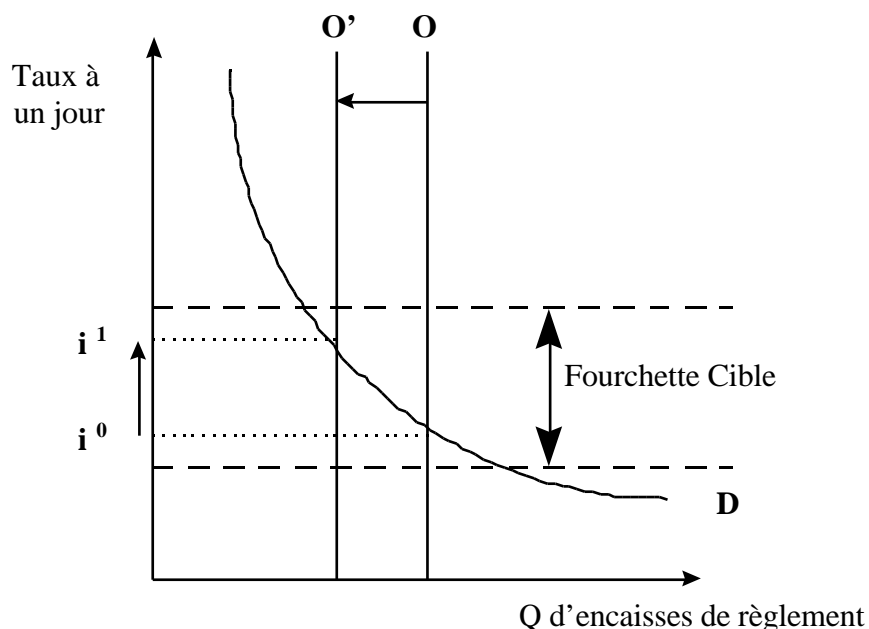
On constate donc une hausse du volume des encaisses de règlements. Cela se traduit par une baisse sur le marché des fonds à un jour :



La baisse du taux à un jour fait diminuer le coût

du financement des courtiers en valeurs mobilières, stimulant leur demande pour les bons du Trésor. L'augmentation de la demande des bons du Trésor met des pressions à la hausse sur le prix payé, entraînant donc une chute du rendement sur ces titres, et donc des taux d'intérêt. En effet, le taux sur les bons du Trésor constituant une sorte de plancher pour les taux à court terme, les taux prêteurs affichés par les banques devrait diminuer.

9b) À revenu constant, une diminution de l'épargne signifie une hausse de la consommation et donc une hausse de la demande globale. Afin de ramener cette dernière à son niveau initial, la Banque du Canada souhaitera un resserrement des conditions monétaires. Pour ce faire, elle cherchera à obtenir une hausse des taux à court terme. On pourrait alors considérer le mécanisme inverse de celui proposé en **a)**. Le volume des encaisses de règlements diminuerait, entraînant une hausse du taux à un jour. Considérons plutôt un autre mécanisme : la cession en pension. La Banque propose l'opération suivante aux banques. Elle leur vend des bons du Trésor avec une promesse de rachat le lendemain à un prix supérieur. C'est comme si les banques prêtaient à la Banque du Canada pour 24h, à un taux égal à la différence entre le prix payé au rachat et celui payé à la vente, le tout divisé par le prix payé à la vente. Si ce taux d'intérêt implicite est supérieur au taux courant sur le marché à un jour, les banques acceptent la proposition et offre donc moins de liquidité à prêter sur ce marché.



Le taux à un jour augmentant, les courtiers doivent se financer à un taux plus élevé. Leur demande pour les bons du Trésor chutant alors, le prix moyen payé sur ces titres baisse, faisant augmenter leur rendement. Les taux prêteurs à court terme haussent donc dans le sillage du rendement sur les bons du Trésor.

9c) En soi, cette appréciation engendre un resserrement des conditions monétaires. La demande globale diminue donc avec la chute des exportations nettes. Pour ramener la demande globale à son niveau initial, la banque centrale voudra assouplir les conditions monétaires. Elle pourrait y parvenir en faisant comme en **a)**, mais nous considérerons plutôt le mécanisme de prise en pension. La Banque propose aux courtiers en valeurs mobilières des bons du Trésor à un certain

prix pour leur revendre ces titres à un prix plus élevé le lendemain. Pourquoi les courtiers accepteraient-ils cette opération ? Parce qu'ils obtiennent ainsi des fonds liquides pour une période de 24h. Ces fonds leur coûteraient un taux d'intérêt implicite égal à la différence entre le prix payé lors du rachat et le prix obtenu à la vente. Si ce taux est inférieur au taux courant sur le marché à 1 jour, l'opération en vaut la peine. Dans ces conditions, la demande des courtiers sur le marché des fonds à un jour diminue et le taux à un jour également. La transmission de cette impulsion sur les échéances à court terme se déroule comme en **a**).

10) En principe, lorsque la croissance du PIB réel est égale ou inférieure à la croissance du PIB potentiel, il ne devrait pas y avoir d'accélération des pressions inflationnistes. Ainsi, puisque

$$Y_n/Y_n = Y / Y +$$

la Banque du Canada ne souhaiterait pas voir la croissance nominale dépasser la somme du taux de croissance du PIB potentiel et du sommet de sa fourchette cible pour l'inflation (Y_n / Y_n devrait donc être inférieure à $Y_p / Y_p + \text{max} = 6\%$). Si elle anticipe 7%, elle voudra un resserrement des conditions monétaires. Elle peut obtenir le resserrement par la méthode des transferts des dépôts du gouvernement fédéral.

Bilan de la Banque du Canada

Bilan de la Banque à charte

| Actifs | Passifs + Avoir | Actifs | Passifs + Avoir |
|-------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|
| •Réserves Internationales de Change | •Dépôts du gouvernement ↑ | •Prêts | •Dépôts du gouvernement ↓ |
| •Bons du Trésor | •Dépôts des membres de l'ACP ↓ | •Bons du Trésor | •Dépôts du public et des entreprises |
| •Obligations | •Billets et Pièces | •Encaisses de règlements ↓ | •Avoir Net |
| | •Avoir Net | | |

C'est l'opération inverse de celle observée en **9a**). La suite est comme en **9b**).