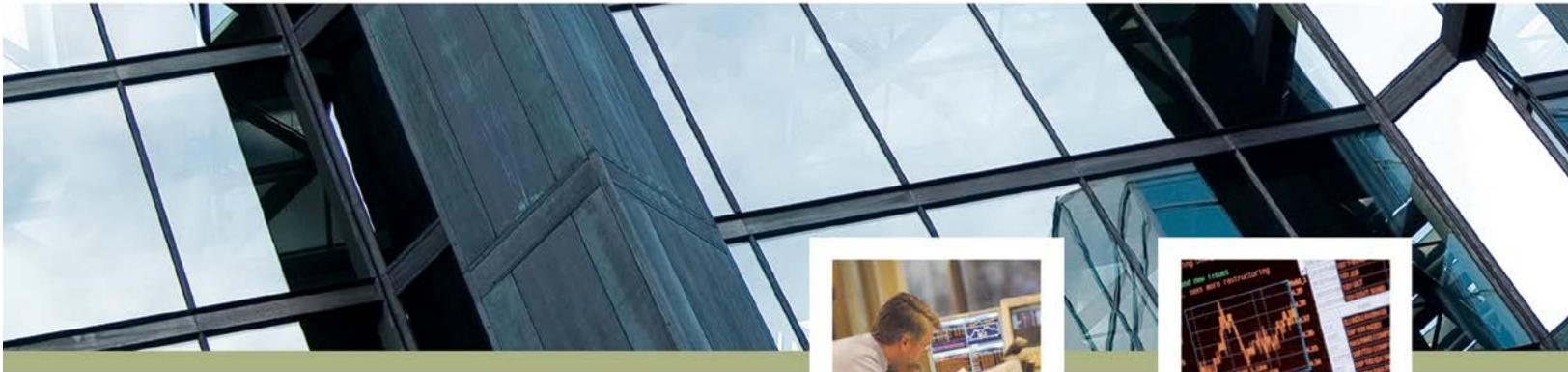




BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Revue du système financier

Juin 2013



---

La *Revue du système financier* de la Banque du Canada peut être consultée dans le site Web de la Banque, à l'adresse [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca).

**Pour de plus amples renseignements,  
veuillez communiquer avec le :**

Service d'information publique  
Département des Communications  
Banque du Canada  
234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;  
**1 800 303-1282** (sans frais en Amérique du Nord)  
Courriel : [info@banqueducanada.ca](mailto:info@banqueducanada.ca)  
Site Web : [banqueducanada.ca](http://banqueducanada.ca)

ISSN 1705-1290 (version papier)  
ISSN 1705-1312 (Internet)  
© Banque du Canada 2013



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

# Revue du système financier

---

Juin 2013

La section « Évaluation des risques » est produite sous la supervision du Conseil de direction de la Banque du Canada, qui réunit Stephen S. Poloz, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Agathe Côté et Lawrence Schembri.

Les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au 6 juin 2013.

---



# Table des matières

---

Préface .....	.iii
Vue d'ensemble .....	1
<b>Évaluation des risques</b>	
<b>Les conditions macrofinancières</b> .....	5
<b>Principaux risques</b> .....	9
Crise au sein de la zone euro .....	10
Faiblesse de la demande mondiale .....	17
Situation financière des ménages canadiens et marché du logement ..	20
Bas niveau des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées ..	28
<b>Préserver la stabilité financière</b> .....	34
<b>Rapports</b>	
<b>Introduction</b> .....	39
<b>Le point sur les normes de liquidité de Bâle III</b> <i>Tamara Gomes et Carolyn Wilkins</i> .....	41
<b>Incidence potentielle de la réglementation financière sur le marché des sûretés</b> <i>Jorge Cruz Lopez, Royce Mendes et Harri Vikstedt</i> .....	49
<b>Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada</b> <i>Toni Gravelle, Timothy Grieder et Stéphane Lavoie</i> .....	59
<b>Liste des abréviations utilisées</b> .....	69

---



## Préface

---

Le système financier contribue grandement au bien-être économique de tous les Canadiens. La capacité des ménages et des entreprises de détenir et de transférer en toute confiance des actifs financiers constitue en effet l'un des fondements de l'économie canadienne. Un système financier stable concourt à l'expansion de l'activité et à l'amélioration du niveau de vie. Sous cet angle, la stabilité financière traduit la résilience du système financier face à des chocs inattendus, résilience qui permet de maintenir le bon fonctionnement du processus d'intermédiation financière.

Conformément à l'engagement qu'elle a pris de favoriser la prospérité économique et financière du pays, la Banque du Canada s'attache à promouvoir activement la stabilité et l'efficacité du système financier. À l'appui de cet objectif, elle offre des services de banque centrale — notamment diverses facilités de trésorerie et de prêt de dernier ressort —, exerce une surveillance générale des principaux systèmes de compensation et de règlement au pays, effectue et publie des analyses et des recherches et collabore avec diverses organisations nationales et internationales à l'élaboration de politiques publiques. L'apport de la Banque sur tous ces plans vient compléter celui d'autres organismes fédéraux et provinciaux, qui ont chacun leur propre mandat et leur propre expertise.

La *Revue du système financier* est l'un des instruments par lesquels la Banque du Canada cherche à favoriser la résilience à long terme du système financier canadien. Elle rassemble les travaux que la Banque effectue régulièrement pour suivre l'évolution de ce système et déceler précocement les risques susceptibles d'en menacer la solidité globale. Partant de cette analyse, la *Revue du système financier* met en lumière les efforts que la Banque ainsi que d'autres autorités réglementaires nationales et internationales déploient afin de limiter ces risques. C'est pourquoi l'accent y est mis davantage sur l'évaluation des risques à la baisse que sur l'évolution future la plus probable du système financier. On y trouve également un résumé des travaux récents effectués par des spécialistes de la Banque sur certaines politiques touchant le secteur financier et sur certains aspects de la structure et du fonctionnement du système financier. De façon générale, le but de la publication est de promouvoir un débat public éclairé sur toutes les facettes du système financier.



## Vue d'ensemble

---

La présente section de la *Revue du système financier* résume le jugement des membres du Conseil de direction de la Banque du Canada sur les principaux risques menaçant la stabilité du système financier canadien et sur les mesures publiques requises pour les atténuer.

À l'échelle internationale, les conditions financières se sont améliorées au cours des six derniers mois, en dépit du rythme modéré de la reprise de l'économie mondiale. Les rendements des obligations d'État demeurent faibles dans un certain nombre de grandes économies et ont diminué de façon marquée dans les pays périphériques de la zone euro. Les rendements des obligations de sociétés se situent également à de bas niveaux dans la plupart des pays avancés, et certains indices boursiers ont atteint des sommets historiques. Ces évolutions sont attribuables à plusieurs facteurs, dont les mesures expansionnistes supplémentaires qui ont été adoptées par les banques centrales et une relative atténuation de l'incertitude à l'égard des politiques menées à l'échelle du globe.

Au Canada, le système financier demeure robuste. Les bilans des banques sont sains; celles-ci ont toujours facilement accès à des sources de financement à faible coût sur toute la gamme des échéances. Le levier d'endettement des sociétés canadiennes continue d'avoisiner les creux historiques, et les entreprises peuvent se procurer des fonds facilement à la fois auprès des banques et des marchés de capitaux. Néanmoins, le système financier canadien demeure vulnérable à un certain nombre de risques majeurs. Ces risques sont semblables à ceux que nous décrivions dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier* et résultent essentiellement du contexte extérieur (**Tableau 1**) :

- la dette souveraine et les tensions bancaires au sein de la zone euro;
- la faiblesse de la demande mondiale;
- le haut niveau d'endettement des ménages et les déséquilibres touchant certains segments du marché canadien du logement;
- une plus grande prise de risques, conséquence de la persistance de faibles taux d'intérêt.

Au cours des six derniers mois, des améliorations ont été constatées s'agissant de ces risques. Dans la zone euro, tout d'abord, les pressions sur les coûts de financement des entités souveraines se sont atténuées, principalement à la faveur de l'apport continu de liquidités réalisé par la Banque centrale européenne (BCE) et de l'engagement que celle-ci a pris d'adopter toute autre mesure nécessaire pour préserver l'intégrité de la zone euro. Aux États-Unis, le précipice budgétaire a été en grande partie évité,

**Tableau 1 : Principaux risques menaçant la stabilité du système financier canadien**

Crise au sein de la zone euro	↓
Faiblesse de la demande mondiale	↔
Situation financière des ménages canadiens et marché du logement	↓
Bas niveau des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées	↔
Niveau de risque global	↓

**Légende**

Niveau de risque	Évolution du risque* (depuis décembre)
Très élevé	↑ En hausse
Élevé	↔ Inchangé
Moyennement élevé	↓ En baisse
Modéré	⋮

\* Le trait discontinu indique que le risque n'a pas suffisamment augmenté ou diminué depuis la dernière parution de la *Revue du système financier* pour changer de catégorie.

ce qui diminue les risques extrêmes à court terme pesant sur la croissance économique mondiale. Quant au Canada, les déséquilibres dans le secteur des ménages ont connu une évolution constructive. En particulier, le taux de croissance des crédits aux ménages a continué de se contracter, au point d'être maintenant à peu près conforme à celui de leur revenu disponible, et, dans l'ensemble, l'activité sur le marché du logement s'est modérée.

Malgré ces progrès, il subsiste des risques pour la stabilité du système financier canadien. Au sein de la zone euro, la situation macroéconomique anémique rend de plus en plus difficile la mise en œuvre de l'assainissement budgétaire et des réformes structurelles, tandis que la fragmentation financière continue de mettre à mal la résilience du système financier. Le niveau élevé de la dette souveraine de certains pays avancés conjugué aux fragilités financières de la Chine continue de menacer la réalisation d'une croissance économique mondiale forte, durable et équilibrée. Au Canada, le niveau d'endettement des ménages demeure élevé, et certains segments du marché du logement présentent des signes de surévaluation et de surconstruction. Enfin, il est possible que le maintien prolongé de bas taux d'intérêt incite les investisseurs en quête de rendement à prendre des risques excessifs. Même s'il n'y a pour l'instant que peu d'éléments indiquant que la prise de risques soit excessive, l'évolution de certains segments risqués du marché des titres à revenu fixe doit être surveillée de près.

En tenant compte de l'ensemble de ces facteurs, le Conseil de direction estime que les risques pesant sur le système financier canadien ont quelque peu diminué depuis décembre dernier, mais que le niveau de risque global demeure élevé.

Les principales sources de risques exposées précédemment sont étroitement liées entre elles et se renforcent mutuellement. Dans la zone euro, la lassitude qu'éprouve la société à l'endroit des réformes en général est susceptible d'infléchir la volonté politique de procéder aux réformes budgétaires et structurelles requises. Dans une telle éventualité, les bilans des secteurs public et privé dans les pays concernés tarderaient à se redresser et seraient de ce fait plus vulnérables à une détérioration de l'humeur des marchés, ce qui pourrait donner lieu à de nouvelles difficultés de financement et à un resserrement des conditions de prêt. On observerait alors une recrudescence des interactions défavorables entre deux éléments sous

tension dans la zone euro, à savoir les équilibres budgétaires et les systèmes bancaires. Les liens commerciaux et financiers existants pourraient propager le choc à d'autres régions et provoquer une baisse de la demande mondiale encore plus grave et prolongée. Cela pourrait entraîner à son tour une correction plus marquée sur le marché canadien du logement. Voilà qui illustre les multiples façons dont diverses vulnérabilités pourraient interagir entre elles et finir par transmettre un choc au système financier canadien.

Pour atténuer les risques menaçant la stabilité des systèmes financiers canadien et international, les pouvoirs publics devront continuer d'intervenir à plusieurs niveaux. Dans la zone euro, il ne faudrait pas invoquer le relâchement, constaté depuis six mois, des tensions sur le marché des emprunts souverains pour reporter ou diluer les réformes financières et structurelles nécessaires. Il est au contraire primordial d'agir sans délai pour parvenir à une mise en œuvre complète de l'union bancaire entre les membres de la zone monétaire. Par ailleurs, tous les pays de la zone euro, qu'ils soient débiteurs ou créanciers, devront poursuivre les réformes structurelles ainsi que les réformes sur les marchés des produits qui visent à réduire encore les différences en matière de compétitivité, notamment en accroissant la souplesse du marché du travail et la mobilité de la main-d'œuvre. Ils devront enfin progresser dans leurs travaux visant les ajustements institutionnels à apporter pour établir une union budgétaire plus poussée. De son côté, la Chine devra poursuivre ses réformes structurelles et financières et assouplir davantage ses taux de change nominaux afin de contribuer à une croissance économique mondiale à la fois durable et équilibrée à moyen terme. Quant aux États-Unis et au Japon, ils devront adopter un programme de redressement crédible pour surmonter à moyen terme leurs propres problèmes budgétaires.

Au sein des économies avancées, les autorités monétaires auront à relever un défi de taille quand il leur faudra choisir la manière et le moment de mettre un terme aux mesures exceptionnelles visant leur système financier, qu'il s'agisse de programmes de relance monétaire ou d'apports de liquidités. Elles devront s'y prendre efficacement pour communiquer leurs stratégies à cet égard, afin de gérer les attentes dans le but de limiter autant que possible les conséquences indésirables de ce geste sur le système financier mondial.

Au Canada, les déséquilibres dans le secteur des ménages, qui se sont accumulés sur de nombreuses années, prendront un certain temps à se résorber. Étant donné que les taux d'intérêt finiront par revenir à la normale, les ménages doivent veiller à pouvoir rembourser leurs emprunts actuels et futurs jusqu'à l'échéance de ceux-ci. Toutes les institutions financières doivent s'assurer de la rigueur de leurs pratiques en matière de prêt et surveiller activement les risques auxquels elles s'exposent, conformément aux lignes directrices du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF). Quant aux autorités, elles continueront de suivre attentivement la situation financière des ménages et l'évolution du marché du logement au pays.

Les risques décrits dans la présente livraison de la *Revue* font ressortir la nécessité de renforcer la résilience du système financier. Des progrès marqués ont été réalisés à cet égard depuis décembre, au Canada et ailleurs. Notre pays applique les règles sur les fonds propres bancaires prévues dans Bâle III depuis le début de 2013, soit le commencement de la période de déploiement graduel convenue par l'ensemble des pays (celle-ci doit prendre fin en 2019). À l'échelle internationale, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a fait connaître les nouvelles exigences touchant le ratio

de liquidité à court terme, qui rehaussent les normes minimales imposées à cet égard aux banques, comme on l'explique dans un rapport de la présente publication (p. 41).

En mars, la liste des six banques ayant une importance systémique au Canada a été publiée, et, parmi les mesures à venir que le gouvernement fédéral a intégrées dans son budget de 2013, figure la mise en place d'un cadre exhaustif de gestion des risques visant ces institutions. Ce cadre prévoit des exigences de fonds propres plus élevées, une surveillance plus étroite, l'obligation de préparer des plans de reprise des activités et de résolution, des exigences de communication financière supplémentaires et un régime de recapitalisation interne aux termes duquel (en cas de défaillance d'une banque) les pertes seraient assumées par les créanciers avant que toute aide publique ne soit accordée. D'ici quelques mois, le Conseil de stabilité financière publiera une série de recommandations intégrées ayant pour objet de renforcer la surveillance et la réglementation du secteur bancaire parallèle.

Dans un autre ordre d'idées, le gouvernement du Canada a entrepris de réduire sa dépendance à l'égard des notes de crédit externes, comme en ont convenu les dirigeants du G20 en 2010. Ainsi, la Banque du Canada a mis sur pied un nouveau groupe chargé d'évaluer le risque de crédit présenté par les actifs qu'elle gère pour le compte du gouvernement fédéral (**Encadré 2**, p. 37).

L'infrastructure des marchés financiers continue d'être renforcée au pays comme à l'échelle mondiale. La Banque du Canada poursuit l'adoption de nouvelles normes internationales de gestion des risques pour les infrastructures d'importance systémique qu'elle surveille. Parallèlement, le service de contrepartie centrale pour le marché canadien des pensions (qui a été établi en 2012) a été élargi aux opérations au comptant et opérations de pension à contreparties anonymes. On continue également à enregistrer des progrès en ce qui concerne la compensation centralisée des dérivés de gré à gré : en avril, SwapClear (la plus importante contrepartie centrale mondiale du marché des dérivés de taux d'intérêt, qui est exploitée par LCH.Clearnet) a été désignée comme service d'importance systémique pour le système financier canadien et est maintenant assujettie à la surveillance de la Banque du Canada. Celle-ci exerce cette fonction dans le cadre d'un mécanisme de surveillance concertée<sup>1</sup>. Enfin, en ce qui concerne les exigences en matière de marges dans le cas des contrats de dérivés de gré à gré dont la compensation n'est pas effectuée par une contrepartie centrale, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont publié conjointement un cadre de politiques presque définitif, conçu en partie pour renforcer les mesures incitatives favorables à la compensation centralisée.

Malgré toutes ces réalisations, il reste encore beaucoup à faire. De toute évidence, la mise en œuvre des réformes du secteur financier n'est pas uniforme d'un pays à l'autre. Il incombe donc aux décideurs de veiller à ce que les normes mondiales convenues soient mises en œuvre intégralement, dans les temps et de façon uniforme.

---

<sup>1</sup> La Banque du Canada participe à un mécanisme multilatéral de surveillance concertée dirigé par la Banque d'Angleterre, l'organisme de réglementation dont SwapClear relève principalement.

# Évaluation des risques

---

La présente section expose l'évaluation que fait le Conseil de direction des principaux risques pesant sur le système financier canadien. Elle débute par un survol des conditions macrofinancières et se poursuit par un examen de ces risques. La *Revue du système financier* n'a pas pour objet d'anticiper l'évolution la plus probable du système financier, mais plutôt de mettre promptement en lumière les facteurs les plus menaçants pour la stabilité et de promouvoir des mesures correctives.

## Les conditions macrofinancières

La reprise économique mondiale se poursuit à un rythme modeste. Aux États-Unis, l'expansion est soutenue par un raffermissement de la demande privée qui vient plus que compenser l'effet modérateur de l'assainissement des finances publiques. La zone euro demeure en récession, l'activité économique étant bridée par l'austérité budgétaire, le bas niveau de la confiance et les conditions de crédit restrictives, en particulier dans les pays périphériques déjà fragilisés. En Chine, la croissance économique a ralenti par rapport aux taux vigoureux enregistrés antérieurement, ce qui pèse quelque peu sur les cours mondiaux des produits de base, tandis qu'au Japon, l'économie commence à réagir aux importantes mesures de relance adoptées. Au Canada, la croissance économique a été faible au second semestre de 2012, mais elle s'est redressée au premier trimestre de 2013.

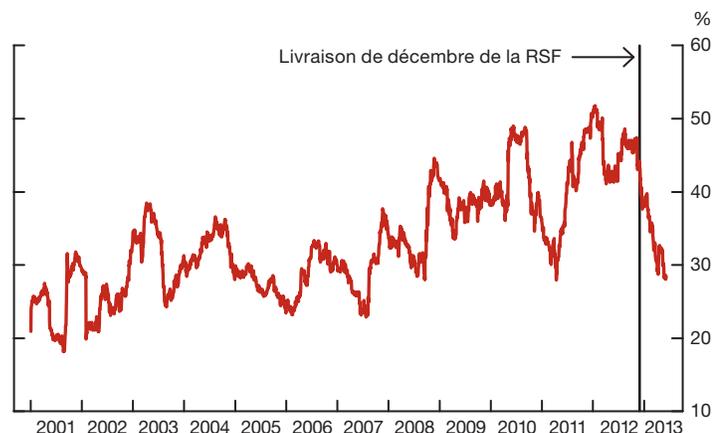
### *Les conditions financières mondiales se sont améliorées*

En dépit du rythme modéré de la reprise de l'économie mondiale, les conditions financières ont continué de prendre du mieux. Grâce aux mesures expansionnistes additionnelles mises en œuvre par les banques centrales, les rendements des obligations de sociétés se situent toujours à de bas niveaux dans la plupart des pays avancés. Les marchés boursiers ont également fait bonne figure dans les économies avancées, certains indices se hissant à des niveaux inégalés.

Les risques extrêmes à l'échelle du globe sont perçus comme ayant beaucoup diminué. Leur réduction est surtout attribuable à l'atténuation de l'incertitude entourant la politique budgétaire américaine et aux attentes persistantes voulant que la BCE apporte une aide supplémentaire si les conditions de financement dans les pays de la zone euro devaient se détériorer de façon marquée. Par conséquent, les coûts de financement ont baissé dans ces pays et les répercussions des difficultés économiques que traverse la région ont été limitées, autant dans la zone euro qu'ailleurs. Il en est résulté un net recul de la covariation des rendements des actifs

**Graphique 1 : La covariation des rendements entre les catégories d'actifs a baissé**

Estimation de la contribution de la première composante à la variation des rendements au moyen d'une analyse en composantes principales (fenêtre glissante de 90 jours ouvrés)



Nota : L'analyse en composantes principales est une méthode statistique décrivant le comportement d'une série de variables en fonction d'un petit nombre de composantes non corrélées. Nos données portent sur un vaste territoire géographique et comprennent 22 taux de rendement (normalisés pour que la moyenne soit de 0 et la variance de 1) des principales catégories d'actifs, comme les actions, les obligations, les produits de base et les produits de change. Si les rendements étaient parfaitement corrélés, la première composante serait liée à chacune des variables et expliquerait la totalité des variations observées; en l'absence de toute corrélation, la première composante ne serait liée qu'à l'une d'entre elles.

Sources : Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 6 juin 2013

(Graphique 1)<sup>2</sup>, les caractéristiques fondamentales des actifs pesant relativement plus lourd dans l'évolution des marchés que les changements de perception à l'égard des risques mondiaux.

Depuis la crise financière mondiale, certaines banques centrales ont fourni un soutien substantiel à l'économie au moyen de mesures de politique monétaire non traditionnelles (Graphique 2). Au Japon, ce soutien a pris la forme de mesures additionnelles audacieuses, qui ont eu une incidence notable sur les marchés financiers, en particulier sur les taux de change et les actions. Plus tôt cette année, la Banque du Japon a fait passer sa cible d'inflation de 1 à 2 % et a esquissé un plan pour atteindre cette cible en deux ans en doublant la taille de la base monétaire et en allongeant la durée moyenne de son portefeuille d'obligations de l'État japonais<sup>3</sup>. À la suite de ces mesures, le cours du yen est descendu à son plus bas niveau en quatre ans par rapport au dollar américain et l'indice boursier Nikkei 225 a considérablement progressé (Graphique 3). Le rendement des obligations à 30 ans a baissé, malgré l'accentuation des attentes d'inflation à moyen terme.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a accru ses achats de titres du Trésor à long terme et modifié ses indications prospectives, liant ses éventuelles hausses du taux directeur à des seuils précis pour les indicateurs

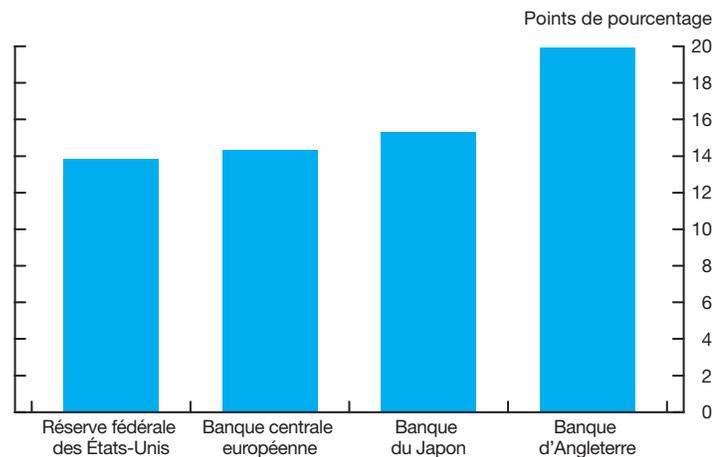
<sup>2</sup> La réduction de la covariation des rendements des actifs est attestée par la diminution de la contribution estimative de la première composante principale à la variation totale des taux de rendement d'une vaste gamme d'actifs financiers, illustrée au Graphique 1.

<sup>3</sup> La banque centrale nipponne a en outre changé de cible pour la conduite de sa politique monétaire, substituant la base monétaire au taux des prêts à un jour non garantis. Elle a aussi acquis davantage de titres de fonds négociés en bourse et de fiducies de placement immobilier.

économiques<sup>4</sup>. Par conséquent, les rendements des obligations du Trésor américain sont restés faibles et les volumes d'émission sur le marché primaire ont été robustes, les entreprises tirant parti des niveaux peu élevés des rendements (Graphique 4). Les solides bénéfiques des sociétés, en général, et le climat plus optimiste sur les marchés ont hissé les indices boursiers américains à des sommets historiques.

**Graphique 2 : Certaines banques centrales ont accentué de façon importante la détente monétaire en recourant à des mesures non traditionnelles**

Variation des actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs entre le 2<sup>e</sup> trimestre de 2007 et le 1<sup>er</sup> trimestre de 2013

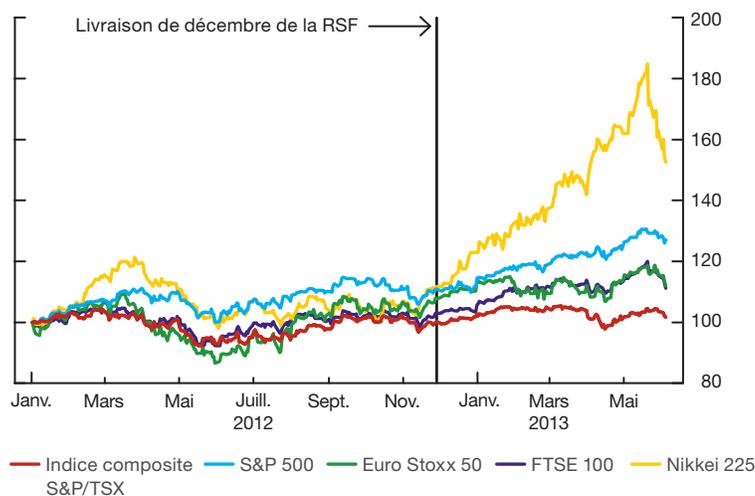


Sources : Réserve fédérale et Bureau d'analyse économique des États-Unis; Banque centrale européenne et Eurostat; Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon); Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

**Graphique 3 : Les marchés boursiers au Japon ont surclassé ceux des autres régions**

Indices boursiers (base 100 : 3 janvier 2012)



Source : Bloomberg

Dernière observation : 6 juin 2013

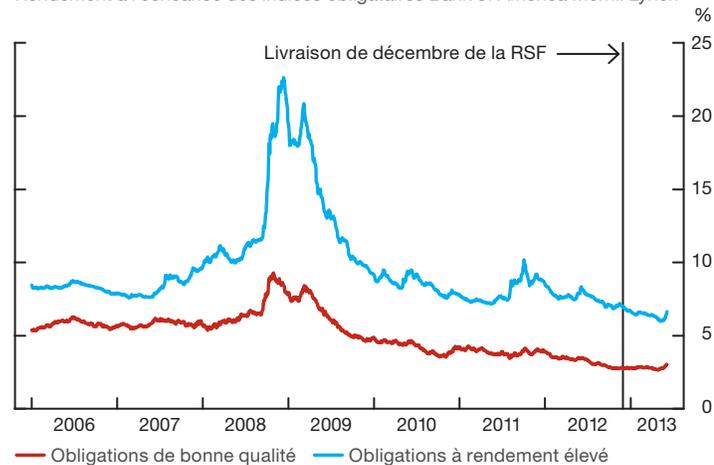
4 Le taux des fonds fédéraux devrait donc se maintenir à des niveaux exceptionnellement bas, du moins tant et aussi longtemps que le taux de chômage continue de dépasser 6,5 %, sous réserve que l'inflation projetée pour l'année suivante et l'année d'après reste inférieure à 2,5 % et que les attentes d'inflation à long terme demeurent bien ancrées. Voir le communiqué contenant la déclaration du Comité de l'open market de la Réserve fédérale à l'adresse : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>.

Les rendements des obligations d'État restent faibles dans les grandes économies de la zone euro et ont diminué dans les pays périphériques (Graphique 5). En dépit de l'amélioration des conditions de financement des entités souveraines, les marchés boursiers de la région n'ont pas fait aussi bonne figure que ceux de certaines autres économies avancées, en raison des perspectives de croissance plus sombres pour la zone euro. La fragmentation financière persiste également dans la région. Bien que la BCE ait abaissé son taux directeur à un niveau record de 0,5 % en mai, la transmission des bas taux d'intérêt aux emprunteurs privés a été inconstante d'un pays à l'autre.

Les marchés financiers canadiens sont restés vigoureux ces derniers mois. Les écarts de rendement sur les obligations de sociétés se sont resserrés et les émissions ont été soutenues, en partie sous la pression de la forte demande internationale à l'égard de ces titres. Par ailleurs, les résultats

#### Graphique 4 : Les rendements des obligations de sociétés libellées en dollars américains demeurent près des creux historiques

Rendement à l'échéance des indices obligataires Bank of America Merrill Lynch

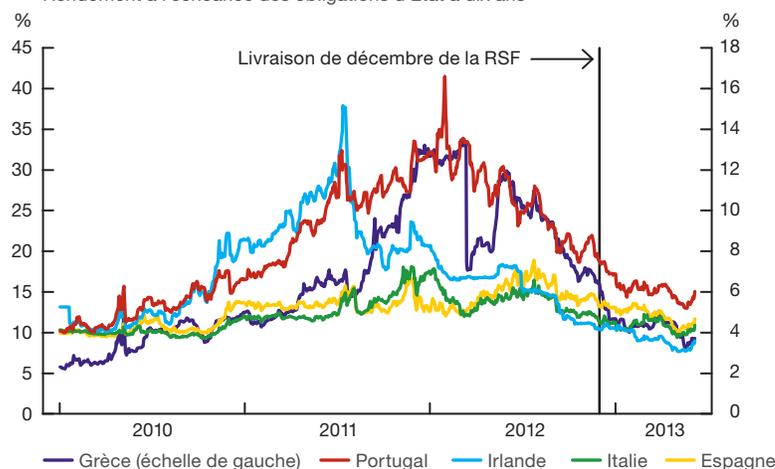


Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 6 juin 2013

#### Graphique 5 : Les coûts de financement des États de la périphérie de la zone euro ont diminué

Rendement à l'échéance des obligations d'État à dix ans



Source : Bloomberg

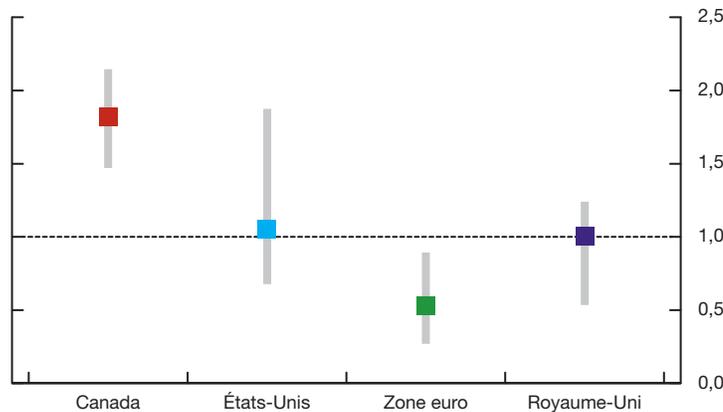
Dernière observation : 6 juin 2013

de l'enquête menée auprès des responsables du crédit par la Banque du Canada pour le premier trimestre de 2013<sup>5</sup> portent à croire que les conditions d'octroi des prêts aux entreprises se sont encore assouplies, principalement pour les grandes entreprises et les sociétés commerciales.

Les banques canadiennes continuent d'avoir facilement accès aux marchés du financement à des taux avantageux. Elles ont affiché de solides bénéfices depuis le début de l'année et leurs pertes sur prêts ont été modestes. Selon les nouvelles règles de Bâle III, le ratio médian de fonds propres de catégorie 1 sous forme d'actions ordinaires pour les six grandes banques canadiennes a été de 9 % au deuxième trimestre de 2013, un taux bien plus élevé que le minimum de 7 % exigé par le Bureau du surintendant des institutions financières<sup>6</sup>. Les actions des banques canadiennes se négocient à des prix supérieurs d'environ 90 % en moyenne à leur valeur comptable, un écart qui dépasse nettement ceux enregistrés dans bien des pays (Graphique 6).

**Graphique 6 : Les banques canadiennes sont évaluées plus favorablement que leurs homologues étrangères**

Ratios cours / valeur comptable maximal, médian et minimal des grandes banques, par région



Nota : Les carrés correspondent à la médiane du ratio cours / valeur comptable; les lignes verticales illustrent les ratios maximal et minimal d'un échantillon de banques représentatif de chacune des régions (6 banques pour le Canada, 8 pour les États-Unis, 9 pour la zone euro et 5 pour le Royaume-Uni).

Source : Bloomberg

Dernière observation : mai 2013

**Principaux risques**

Nous passons ici en revue les risques que le Conseil de direction de la Banque considère comme les plus importants pour l'évaluation de la stabilité du système financier canadien. Les principales sources de risques sont en gros celles que nous décrivons dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier* et résultent surtout du contexte extérieur. Bien que ces risques soient reliés entre eux et se renforcent mutuellement, notre analyse cherche à dégager les vulnérabilités sous-jacentes propres à chacun.

5 Les résultats de l'enquête du premier trimestre sont présentés dans le site Web de la Banque du Canada, sous l'onglet « Publications et recherches », à la rubrique « Périodiques ».

6 Les règles de Bâle III sur les fonds propres bancaires ont été mises en œuvre au Canada au début de 2013, soit au commencement de la période de déploiement graduel convenue à l'échelle internationale, laquelle doit prendre fin en 2019.

## Crise au sein de la zone euro

Le risque le plus important pour la stabilité financière au Canada prend encore sa source dans la zone euro. Divers facteurs interdépendants contribuent à l'accumulation des tensions dans cette région : la trajectoire potentiellement insoutenable des finances publiques dans certains États périphériques, les interactions défavorables entre la faiblesse de l'activité économique et les fragilités présentes au sein du secteur bancaire ainsi que les différences en matière de compétitivité dans cette zone monétaire.

Les dernières années ont été marquées par des craintes récurrentes, sur les marchés, de voir la crise regagner rapidement en intensité dans la zone euro et entraîner de graves conséquences pour le système financier mondial. Ces inquiétudes se sont cependant apaisées au cours des derniers mois — à la faveur surtout des mesures d'apport de liquidité au système financier mises en œuvre par la BCE et des engagements pris par cette dernière d'adopter toute autre mesure nécessaire pour préserver l'intégrité de la zone euro —, de sorte que les coûts de financement des États de la périphérie de la région se sont allégés. On note aussi une certaine amélioration de la compétitivité des pays périphériques et une réduction du déficit de leurs comptes courants.

Malgré ces évolutions favorables, des tensions macrofinancières et des problèmes structurels persistent. Le degré de fragmentation financière reste élevé dans l'ensemble de la zone euro et la réalisation de nouveaux progrès dans les réformes indispensables pour résorber les déséquilibres structurels fondamentaux et stimuler la croissance de la production potentielle a été limitée. La dégradation des perspectives économiques dans la région a par ailleurs accru la probabilité que la remise en état du système financier soit plus longue à effectuer. La persistance des tensions économiques et financières pourrait donc rendre les nécessaires réformes budgétaires et structurelles plus difficiles à mettre en œuvre.

Le Conseil de direction estime que, dans l'ensemble, même si les risques issus des tensions dans la zone euro ont quelque peu diminué, ceux-ci peuvent encore être qualifiés de « très élevés ».

### *Les conditions de financement des États et la résilience du système financier en zone euro se sont améliorées quelque peu*

Depuis décembre, le rendement des obligations d'État des pays périphériques en difficulté n'a cessé de baisser (**Graphique 5**). Le Portugal et l'Irlande ont profité de ce recul des coûts d'emprunt pour revenir sur les marchés obligataires. L'Espagne a pour sa part émis des obligations à long terme et bénéficié d'une forte demande aux séances d'adjudication de ses titres. Ce relâchement soutenu des pressions sur les marchés des titres souverains tient à un ensemble de facteurs, parmi lesquels les interventions et les déclarations de la BCE, certaines avancées dans la résolution des problèmes des systèmes bancaires des pays de la périphérie et la prorogation des échéances des prêts consentis au Portugal et à l'Irlande par la « troïka » (le Fonds monétaire international, la Commission européenne et la BCE) dans le cadre de programmes d'aide<sup>7</sup>.

Les conditions financières dans la zone euro semblent un peu plus robustes face aux chocs extérieurs. La réaction modérée des marchés à l'incertitude politique dans laquelle les élections législatives ont plongé l'Italie et aux

<sup>7</sup> Le communiqué de presse de l'Eurogroupe peut être consulté (en anglais) à l'adresse : [http://www.eurozone.europa.eu/media/402254/Eurogroup%20statement%20on%20PT%20and%20IE\\_\\_16%203%202013%20\\_2\\_.pdf](http://www.eurozone.europa.eu/media/402254/Eurogroup%20statement%20on%20PT%20and%20IE__16%203%202013%20_2_.pdf).

maladresses qui ont entouré les communications et la mise en œuvre des mesures relativement à la crise bancaire à Chypre témoigne dans une certaine mesure de cette robustesse accrue.

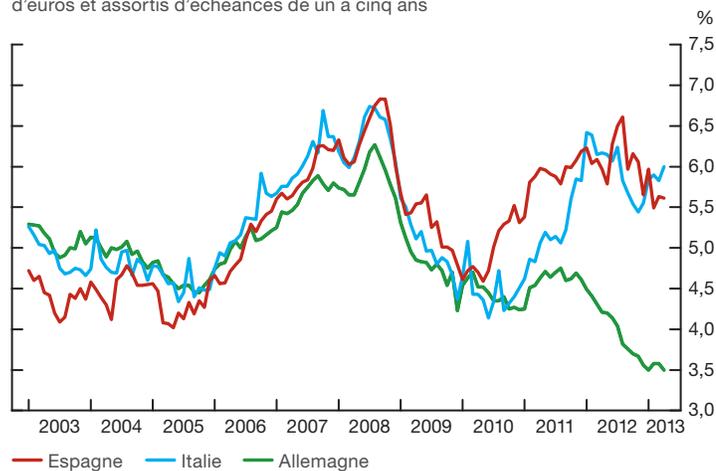
**Les défis associés aux interactions entre la faiblesse de l'activité économique, les équilibres budgétaires sous tension et la fragilité du système bancaire demeurent présents**

La probabilité à court terme qu'un risque extrême se matérialise a diminué, mais la prolongation de la récession dans la zone euro menace à plus long terme la stabilité financière. Depuis décembre, l'atonie du secteur de la fabrication, jusque-là limitée aux pays périphériques, se fait sentir dans les pays du cœur de l'Europe, y compris en Allemagne et en France. Les conditions du crédit bancaire n'ont cessé de se resserrer, les établissements de la zone euro durcissant leurs critères de prêt et limitant l'octroi de crédits afin de renforcer leurs fonds propres<sup>8</sup>. L'effet conjugué de la faiblesse de l'activité économique et du resserrement des conditions du crédit est perceptible dans les résultats d'enquête, selon lesquels on s'attend à de nouveaux replis de la demande de prêts émanant des entreprises et des ménages de la zone euro au premier semestre de 2013. Une reprise graduelle de l'activité économique est attendue plus tard cette année, mais d'importants risques à la baisse pèsent sur cette perspective.

Le système financier de la zone euro continue d'afficher un plus haut degré de fragmentation nationale qu'avant la crise. Les banques des États périphériques sont encore fortement exposées à la dette souveraine de leur propre pays, ce qui demeure une source de vulnérabilité en cas de recrudescence des inquiétudes au sujet du risque souverain. Ces banques ont également moins facilement accès au financement de marché. C'est ce qui explique que leurs marges d'intérêt restent comprimées, même si les taux auxquels elles prêtent aux petites et moyennes entreprises (PME) sont d'environ 230 points de base plus élevés en Italie et en Espagne qu'en Allemagne (Graphique 7). Les résultats de l'enquête sur l'accès des

**Graphique 7 : Des écarts subsistent entre les taux des prêts aux petites entreprises au sein de la zone euro**

Taux convenu annualisé; prêts dont la valeur nominale est inférieure à 1 million d'euros et assortis d'échéances de un à cinq ans



Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : avril 2013

<sup>8</sup> Voir les résultats de l'enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro publiés par la BCE en avril 2013 (disponibles en anglais seulement) : [http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey\\_201304.pdf?61b4c8c3d037a93c064d78746d54b735](http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_201304.pdf?61b4c8c3d037a93c064d78746d54b735).

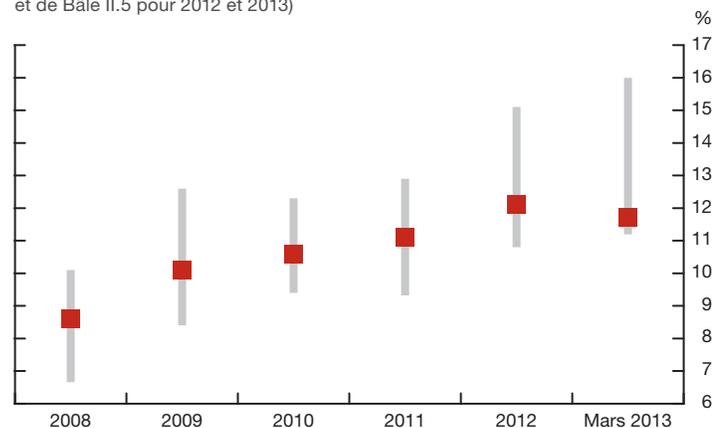
PME au financement dans la zone euro publiés par la BCE en avril 2013 indiquent également que les PME des économies périphériques n'ont qu'un accès limité au crédit<sup>9</sup>.

Dans cette conjoncture économique défavorable, les banques de la zone euro demeurent soumises à des tensions. Même si certains efforts de redressement des bilans ont été faits au cours des dernières années, notamment par l'augmentation du niveau des fonds propres, on observe encore de fortes disparités dans les progrès réalisés d'une banque à l'autre (Graphique 8). On constate aussi que l'encours des prêts improductifs reste élevé (Graphique 9). Si l'absence de vigueur de l'activité économique dans la région persiste plus longtemps qu'anticipé, le redressement des bilans bancaires pourrait accuser de nouveaux retards et se complexifier, ce qui prolongerait la période durant laquelle le système bancaire demeurerait vulnérable à des chocs défavorables (Encadré 1).

Le ralentissement du rythme auquel les comptes publics sont assainis dans certains États de la zone euro est une autre conséquence de la croissance économique moins dynamique qu'escompté<sup>10</sup>. Le Portugal a ainsi révisé ses cibles en matière de déficit, qui sont passées de 4,5 à 5,5 % du PIB pour 2013 et de 2,5 à 4,0 % du PIB pour 2014<sup>11</sup>. En Espagne, la cible fixée pour le déficit a été portée à 6,3 % du PIB pour 2013, alors qu'elle était initialement de 4,5 %. Si ces cibles ont été revues en réponse à la faiblesse de ces économies, leur révision laisse cependant entrevoir le maintien de l'endettement souverain à des niveaux élevés à moyen terme dans nombre de pays périphériques de la zone, en dépit des vastes plans d'assainissement annoncés par ces pays au cours de la dernière année (Graphique 10).

### Graphique 8 : Les ratios de fonds propres des banques de la zone euro présentent encore des disparités

Ratios de fonds propres de catégorie 1 maximal, médian et minimal des grandes banques de la zone euro (au sens de Bâle II pour la période allant de 2008 à 2011 et de Bâle II.5 pour 2012 et 2013)



Nota : Les carrés correspondent à la médiane du ratio de fonds propres de catégorie 1; les lignes verticales illustrent les ratios maximal et minimal de neuf grandes banques de la zone euro.

Source : Bloomberg

Dernière observation : mars 2013

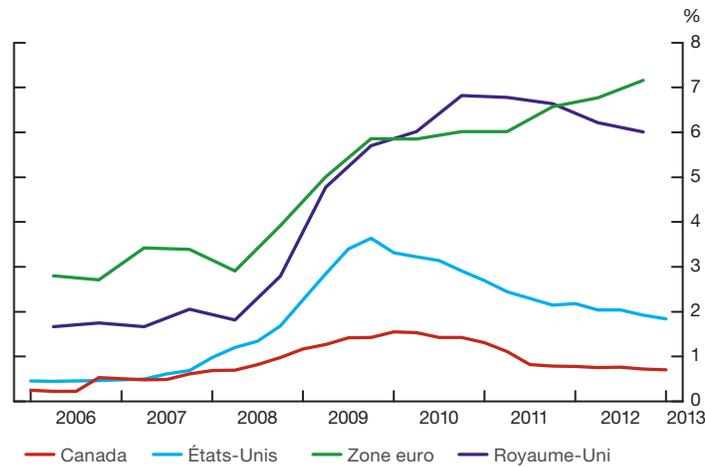
<sup>9</sup> Un certain nombre d'initiatives sont en cours pour remédier à la fragmentation financière dans la zone euro, et parmi celles-ci, des projets de consultations auxquelles participeraient la BCE et d'autres institutions européennes pour promouvoir le développement de marchés viables de titres adossés à des actifs garantis par des prêts à des sociétés non financières, ainsi que l'élargissement du rôle de prêteur de la Banque européenne d'investissement auprès des PME.

<sup>10</sup> La Commission européenne a accordé un délai supplémentaire à l'Espagne, à la France, au Portugal, aux Pays-Bas, à la Pologne et à la Slovaquie pour corriger leurs déficits excessifs. On trouvera de plus amples précisions à l'adresse suivante : [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/2013eccomm\\_fr.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/nd/2013eccomm_fr.pdf).

<sup>11</sup> Les deux révisions ont été entérinées par la tróika.

**Graphique 9 : Le volume des prêts improductifs dans les portefeuilles des banques de la zone euro reste élevé et continue d'augmenter**

Prêts improductifs en pourcentage de l'ensemble des prêts



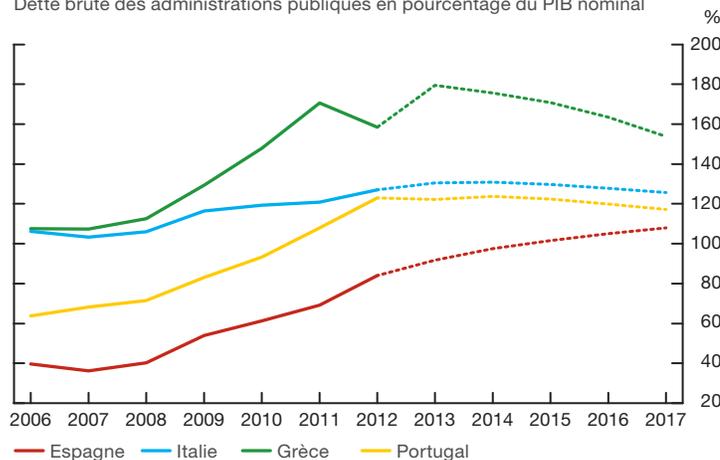
Nota : L'échantillon est composé de 6 banques pour le Canada, 8 pour les États-Unis, 9 pour la zone euro et 5 pour le Royaume-Uni.

Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et Bloomberg

Dernières observations : mars 2013 (États-Unis et Canada) et décembre 2012 (autres pays)

**Graphique 10 : La dette souveraine de certaines économies de la zone euro demeure élevée**

Dette brute des administrations publiques en pourcentage du PIB nominal



Nota : La dette brute des administrations publiques regroupe les créances sur tous les ordres de gouvernement. Les traits discontinus correspondent aux projections du Fonds monétaire international.

Source : FMI, *Fiscal Monitor*, avril 2013

Dernière valeur du graphique : 2017

**De sérieux risques pèsent encore sur la mise en œuvre des réformes**

Les progrès tangibles dans la mise en œuvre des réformes du système financier et des réformes structurelles nécessaires pour asseoir la zone euro sur une base solide ont été jusqu'à présent limités. La mise en place du mécanisme de surveillance unique et du Mécanisme européen de stabilité (MES)<sup>12</sup> se poursuit certes selon les calendriers précédemment annoncés, et dans lesquels il est prévu que la BCE assume la surveillance des grandes

<sup>12</sup> Le MES est un dispositif permanent de résolution des crises auquel peuvent recourir les pays de la zone euro. Il a été conçu pour fournir un soutien à la stabilité par le biais d'un ensemble d'instruments d'assistance financière à ses membres qui connaissent ou risquent de connaître de graves problèmes de financement.

## Encadré 1

**Risque bancaire et pays potentiellement vulnérables de la zone euro**

Le secteur bancaire ne présente pas les mêmes vulnérabilités dans tous les pays de la zone euro. Celles-ci sont évaluées ici à partir de deux principaux indicateurs : 1) la part du secteur bancaire au sein de l'économie; 2) la croissance des actifs de ce secteur par rapport au taux d'expansion de l'activité économique. Dans le cas de ce dernier indicateur, deux périodes sont examinées : les années 2002 à 2008, afin de mettre en lumière la croissance enregistrée par le secteur bancaire relativement au PIB avant la crise financière mondiale, et la période écoulée depuis, pour illustrer l'évolution observée par la suite. Une économie est jugée vulnérable si le ratio actuel des actifs bancaires à son PIB dépasse le ratio moyen de la zone euro ou si la hausse cumulative de ces actifs par rapport au PIB a été supérieure au rythme d'augmentation moyen en zone euro.

Ces paramètres sont à la fois simples et intuitifs, car les secteurs bancaires qui affichent ces caractéristiques ont tendance à être plus vulnérables à un nouvel affaiblissement de l'économie. La méthode a toutefois ses limites. Se servir, par exemple, des valeurs moyennes de la zone euro comme d'un « seuil de référence » est une simple approximation. Néanmoins, comme la taille moyenne du secteur bancaire en zone euro est plutôt importante au regard des critères internationaux<sup>1</sup>, elle fournit un seuil élevé pour repérer les pays où le système bancaire est vulnérable. Ces deux indicateurs fondés sur la taille sont complétés par le ratio réglementaire de fonds propres de catégorie 1 et le ratio des prêts improductifs.

Un certain nombre d'économies de la zone euro ont vu leur secteur bancaire se développer rapidement au cours des années qui ont précédé la crise<sup>2</sup>. À l'heure actuelle, le secteur bancaire de la plupart d'entre elles est considéré comme une source potentielle de vulnérabilité générale en cas de faiblesse prolongée de l'activité économique (comme l'illustrent les parties ombrées du **Tableau 1-A**). Rappelons cependant que le niveau des fonds propres et la qualité de crédit du secteur bancaire diffèrent d'un État à l'autre. Par exemple, les banques ont un niveau de fonds propres élevé en Finlande, alors qu'elles sont aux prises avec de hauts taux de prêts improductifs en Slovaquie. Cela donne à penser que le secteur bancaire de certains pays est mieux paré pour résister à une dégradation des conditions macroéconomiques. De plus, d'autres facteurs peuvent faire contrepoids dans certains États. Notamment, la situation budgétaire de plusieurs d'entre eux est relativement bonne, par comparaison à celle des pays qui ont bénéficié d'une aide officielle. La solidité des finances publiques aurait tendance à atténuer les interactions négatives qui sont susceptibles de survenir entre la situation des États et le secteur bancaire<sup>3</sup>. Quoi qu'il en soit, le fait que le secteur bancaire puisse être vulnérable dans la majorité des économies de la zone euro montre que des incidences importantes pourraient découler d'une réaction défavorable entre l'économie réelle et les banques.

(suite à la page suivante)

<sup>1</sup> Le ratio moyen des actifs bancaires au PIB est de 358 % en zone euro, contre environ 200 % au Canada et 96 % aux États-Unis. Dans le cas de ce dernier pays, le ratio moyen tient compte uniquement des actifs des banques commerciales.

<sup>2</sup> Voir au Tableau 1-A les taux d'augmentation du ratio du secteur bancaire au PIB de 2002 à 2008.

<sup>3</sup> Par exemple, le ratio de la dette brute des administrations publiques au PIB est de 21 % au Luxembourg, de 51 % en Finlande et de 70 % aux Pays-Bas.

banques de la zone euro et que le MES soit à même de recapitaliser directement les institutions financières d'ici mars 2014<sup>13</sup>. Mais le projet d'instauration à l'échelle de l'Union européenne d'un mécanisme de résolution supranational et d'un régime de garantie des dépôts, soit deux moyens fondamentaux pour éviter de la contagion entre un État et les banques implantées sur son territoire, n'a pas visiblement progressé. Le sauvetage bancaire à Chypre, en avril, — et l'incertitude initiale quant à la question de savoir si les dépôts non garantis, voire les dépôts garantis, seraient mis à contribution pour éponger les pertes — a attiré de nouveau l'attention sur les difficultés associées à la coordination des politiques au sein de la zone euro, notamment en ce qui a trait à l'instauration d'un dispositif de résolution efficace dans le cadre d'une union bancaire élargie. Le cas chypriote ne s'est pas soldé par une fuite des dépôts hors des pays périphériques, mais il pourrait avoir rendu la sortie des dépôts plus susceptible de se produire dans l'avenir si les tensions s'intensifient.

<sup>13</sup> Une proposition franco-allemande datée du 29 mai, qui devrait être présentée aux prochaines réunions du Conseil européen, en juin, pourrait influencer sur la date à laquelle le MES deviendra à même de recapitaliser les banques. Le texte de la proposition peut être consulté à l'adresse : <http://www.elysee.fr/communiqués-de-presse/article/contribution-franco-allemande/>.

## Encadré 1 (suite)

**Tableau 1-A : Identification des secteurs bancaires vulnérables dans la zone euro**

	Poids de l'économie dans le PIB de la zone euro (%)	Ratio des actifs bancaires au PIB à la fin de 2012 (%)	Taux de croissance du ratio des actifs bancaires au PIB de 2002 à 2008 <sup>b</sup>	Taux de croissance du ratio des actifs bancaires au PIB depuis 2008	Ratio de fonds propres de catégorie 1 (%)	Poids des prêts improductifs dans l'encours des crédits bruts (%)
Allemagne	28,9	306,8	6,2	-3,9	14,2	ND
Autriche	3,2	310,3	49,1	-17,2	12,9	2,8
Belgique	3,8	285,9	27,6	-22,3	14,8	3,5
Chypre	0,2	706,6	50,7	2,6	6,8	18,1
Espagne	11,0	334,5	63,7	6,7	9,6	7,1
Estonie	0,1	112,6	6,6	-17,3	19,3	2,6
Finlande	2,0	294,8	79,5	38,1	16,1	ND
France	21,1	420,3	47,9	5,3	13,2	4,4
Grèce	2,0	224,4	47,0	12,6	9,2	23,3
Irlande	2,0	703,3	105,7	-27,3	16,7	19,1
Italie	16,3	267,8	47,8	14,2	10,4	12,9
Luxembourg	0,4	2 160,3	4,5	-36,5	16,6	0,3
Malte	0,1	791,1	68,6	11,1	10,3	8,1
Pays-Bas	6,4	409,2	28,7	9,1	12,2	3,1
Portugal	1,8	333,6	26,7	19,0	11,3	9,8
République slovaque	0,8	83,9	12,2	-14,4	14,7	5,2
Slovénie	0,4	142,7	66,0	8,5	9,8	15,2
Moyenne de la zone euro		358,0 <sup>a</sup>	43,4	-0,7		

a. Moyenne non pondérée; à noter que le Luxembourg est exclu du calcul de cette moyenne.

b. La période visée va de 2005 à 2008 pour Chypre, Malte et la République slovaque et de 2004 à 2008 pour la Slovénie.

Nota : Les cases ombrées contiennent des valeurs qui sont supérieures à la moyenne de la zone euro.

Sources : Banque centrale européenne, banques centrales des pays, Eurostat et Fonds monétaire international (indicateurs de solidité financière : <http://fsi.imf.org>)

Dernières observations : 2012T4, sauf pour le ratio de fonds propres de catégorie 1 et le ratio des prêts improductifs en Belgique (T2), en Espagne (T2), en France (T2), en Irlande (T2) et en Italie (T2), ainsi que pour le ratio des prêts improductifs dans le cas du Luxembourg (T3)

Comme nous l'avons mentionné dans des livraisons antérieures, la mise en œuvre d'un cadre complet de politiques est elle aussi indispensable pour venir à bout des déséquilibres structurels dans la zone euro. Ces déséquilibres sont causés par les écarts de compétitivité substantiels entre les États périphériques et les grandes économies de la zone euro (l'Allemagne surtout) qui se sont formés avant la crise. Des progrès ont été accomplis à cet égard jusqu'ici, par exemple l'annonce par l'Espagne, plus tôt cette année, d'un projet de loi visant à réduire les coûts associés aux réglementations diverses pour les entreprises présentes dans plusieurs régions du pays<sup>14</sup>. La mise en application rapide de cette mesure et la réalisation d'autres réformes structurelles en Espagne et dans d'autres pays de la région restent pourtant nécessaires pour que d'autres avancées concrètes voient le jour, notamment l'adoption de mesures destinées à accroître la flexibilité du marché du travail et la mobilité de la main-d'œuvre à l'intérieur de la zone. L'amélioration des conditions de financement des États en difficulté ne doit pas servir de prétexte pour repousser ou diluer les réformes budgétaires et structurelles à entreprendre.

<sup>14</sup> Une entreprise établie dans toutes les régions doit actuellement se conformer à 17 ensembles de règles. Aux termes du nouveau projet de loi, une seule réglementation les remplacerait.

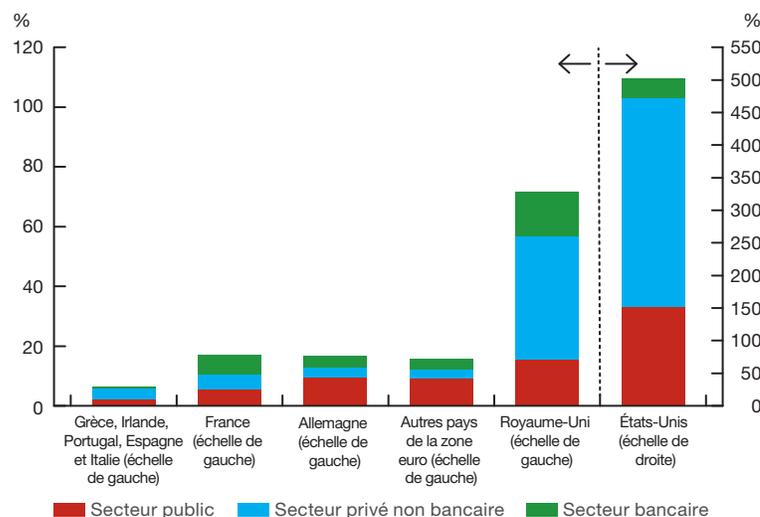
### Les institutions financières canadiennes demeurent vulnérables à une recrudescence des tensions en zone euro

Le système financier canadien a été peu touché jusqu'à maintenant par l'instabilité engendrée par la crise dans la zone euro et les déséquilibres sous-jacents. Cela tient en grande partie aux finances publiques relativement saines du Canada et au fait que son secteur bancaire est sain, bien doté en capital et peu exposé de façon directe aux créances sur des entités des pays périphériques de la zone euro (Graphique 11). Toutefois, si l'activité économique devait rester encore longtemps déprimée dans la zone euro, il pourrait en résulter un ralentissement du processus d'assainissement des finances publiques et des bilans bancaires et un affaiblissement de la volonté politique de réaliser les réformes requises. Dans cette hypothèse, les tensions pourraient réapparaître sur les marchés, sur fond d'incertitudes accrues entourant les politiques. Dans un tel contexte, un choc défavorable dans la zone euro aurait des répercussions importantes sur le système financier canadien par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux.

Dans l'éventualité où une détérioration marquée de l'activité économique en zone euro s'étendrait au reste du continent européen et au-delà, les banques canadiennes pourraient voir leurs bilans mis à mal au travers de leurs expositions directes à des entités de grande taille de la zone euro, mais aussi — et peut-être surtout — de leurs expositions croissantes à des entités britanniques et américaines exposées à leur tour à des entités de la zone euro. Leurs coûts de financement pourraient augmenter en raison de la montée des inquiétudes concernant le risque de contrepartie et d'une perte de confiance généralisée sur les marchés, ce qui se traduirait par un accroissement des

#### Graphique 11 : Les banques canadiennes sont peu exposées de façon directe aux créances sur des entités des pays de la périphérie européenne

Ventilation sectorielle des créances transfrontières des banques canadiennes mesurées en fonction du risque final et calculées en pourcentage des fonds propres de catégorie 1



Nota : L'exposition directe se limite aux créances directes des banques canadiennes sur l'étranger; elle ne tient pas compte des expositions conditionnelles ou éventuelles.

Dernières observations : expositions transfrontières – mars 2013 (toutes les banques); fonds propres de catégorie 1 (au sens de Bâle III) – mars 2013 (banques dont l'exercice se termine en décembre) et avril 2013 (banques dont l'exercice se termine en octobre)

Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes

coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens. Ce choc pourrait aussi ralentir l'activité économique intérieure au Canada par le canal de la réduction des échanges internationaux et entraîner un recul des revenus des institutions financières et un gonflement de leurs pertes sur prêts. À leur tour, ces effets pourraient être amplifiés par le fort degré d'interconnexion qui existe entre les banques canadiennes.

## Faiblesse de la demande mondiale

L'activité économique dans le monde continue d'être bridée par une demande insuffisante. Cette situation est en partie causée par un ajustement asymétrique des déséquilibres mondiaux des balances courantes qui se sont développés avant la crise financière. Depuis la crise, plusieurs pays importants qui enregistrent des déficits courants ont réduit leur endettement, alors que l'augmentation compensatrice de la demande intérieure nécessaire dans les pays affichant un excédent s'est fait attendre. Dans ce contexte, la lenteur de la croissance économique mondiale a contrarié le processus de redressement des bilans si bien que le système financier reste vulnérable aux chocs défavorables. Il en découle deux grands risques, analysés dans la livraison de décembre : 1) la période de faible demande pourrait se prolonger et rendre plus persistante la vulnérabilité du système financier; 2) des événements extrêmes pourraient survenir et provoquer à l'échelle mondiale une nouvelle récession. Au cours des six derniers mois, le second risque a nettement diminué, tandis que le premier a augmenté (et s'est en partie matérialisé).

Cette diminution des risques extrêmes à court terme, depuis la parution en décembre de la *Revue du système financier*, tient à une série d'évolutions positives. Aux États-Unis, les incertitudes autour du « précipice budgétaire<sup>15</sup> » ont été partiellement levées — même s'il est toujours possible que le plafonnement de la dette donne lieu à une confrontation perturbante — et la demande privée se raffermi. Au Japon, des mesures audacieuses ont amélioré les perspectives de croissance économique. Enfin, dans la zone euro, comme cela est expliqué plus haut, le risque d'une intensification à court terme de la crise financière s'est atténué.

Toutefois, il existe un risque que la reprise mondiale soit plus lente qu'on ne l'anticipe en ce moment. La récession en zone euro pourrait être plus longue et la reprise plus faible qu'escompté. Aux États-Unis, les difficultés budgétaires à moyen terme pourraient nuire à l'activité économique. Au Japon, la croissance pourrait s'essouffler si les réformes structurelles nécessaires pour corriger les déséquilibres budgétaires et favoriser une croissance à long terme étaient reportées ou diluées. Enfin, la Chine pourrait pour sa part connaître une modération de la croissance, déclenchée ou accentuée par les vulnérabilités du secteur financier.

Globalement, selon la Banque, les risques que la faiblesse de la demande mondiale fait peser sur le système financier canadien restent moyennement élevés, tout comme en décembre.

### *Les risques à court terme qui entourent la croissance économique mondiale ont diminué*

Dans l'ensemble, la situation s'est améliorée aux États-Unis, le marché du logement et le bilan des ménages ayant enregistré des progrès notables. Les allègements fiscaux apportés par l'*American Taxpayer Relief Act* de 2012 ont

<sup>15</sup> Le terme « précipice budgétaire » désigne un ensemble de dispositions fiscales sur le point d'expirer et de mesures de réduction des dépenses qui devaient entrer en vigueur automatiquement en janvier 2013.

permis d'éviter en bonne partie le précipice budgétaire, et cela a atténué une des principales incertitudes planant à court terme sur l'expansion de l'économie américaine, qui était signalée dans la livraison de décembre. Malgré tout, l'incertitude autour des perspectives budgétaires américaines fait encore peser certains risques à court terme sur la croissance de l'économie, aussi bien aux États-Unis que dans le reste du monde. Le principal motif d'inquiétude concerne le plafonnement, aux termes de la loi, de la dette publique, qui, si aucune solution n'est trouvée à temps, pourrait compromettre l'activité économique. Le plafond de la dette pourrait devenir contraignant au second semestre de 2013, ce qui rendrait son relèvement impossible sans un accord des élus et pourrait provoquer à brève échéance des compressions budgétaires plus importantes que ce qui est envisagé pour l'instant. Dans le pire des cas, le retard avec lequel le plafond de la dette serait haussé pourrait nourrir les craintes du marché de voir les États-Unis entrer en situation de « défaut technique », c'est-à-dire de non-respect de leurs engagements.

Malgré cette incertitude budgétaire persistante, les ménages américains ont réalisé des progrès considérables dans l'assainissement de leur bilan et la réduction de leur vulnérabilité face aux chocs négatifs : le ratio de la dette au revenu a fortement diminué depuis le sommet atteint à la fin de 2007, tandis que le ratio de la valeur nette au revenu se redresse après le creux de 2009. Cette amélioration repose sur la reprise du marché immobilier aux États-Unis, qui a continué de progresser au cours de la dernière année. Ainsi, les prix des maisons ont commencé à croître, après avoir reculé pendant cinq ans. Étant donné que le système bancaire américain reste largement exposé à ce marché, la poursuite de cette reprise permettra aux banques de diminuer davantage les fragilités de leur bilan.

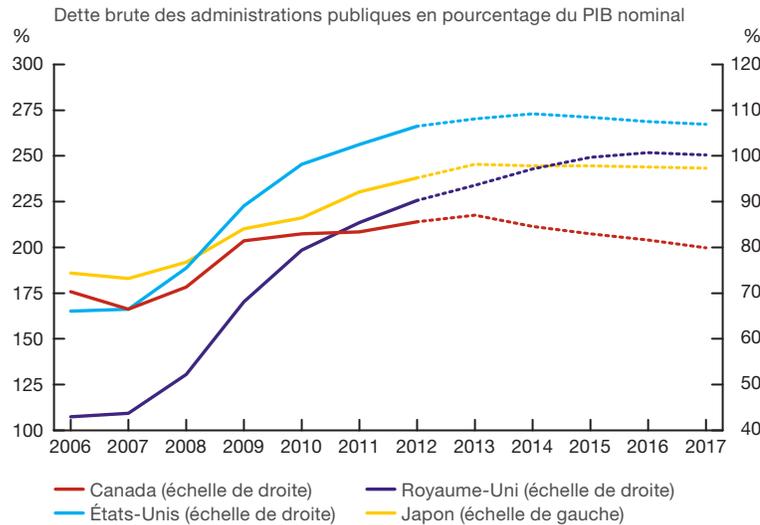
Au Japon, les mesures monétaires et budgétaires rendues publiques depuis décembre ont amélioré les perspectives de croissance à court terme. Outre les mesures de détente monétaire analysées plus haut, le gouvernement nippon a annoncé, en janvier, un programme de relance budgétaire d'un montant équivalant à environ 2,5 % du PIB. Ces actions ont raffermi les perspectives de croissance de la production réelle au Japon pour 2013 et 2014.

### *L'endettement public élevé peut être une source de risques à moyen terme pour l'expansion mondiale*

L'endettement public dans certaines grandes économies avancées devrait rester élevé à moyen terme (**Graphique 12**). Aux États-Unis, l'absence d'un plan de redressement budgétaire crédible à moyen terme est préoccupante. Au Japon, il existe un risque que le report des réformes structurelles destinées à corriger les déséquilibres des finances publiques et à favoriser une croissance sur le long terme puisse entraîner une stagnation prolongée de l'activité économique dans ce pays et maintenir la dette publique sur une trajectoire insoutenable.

Les niveaux de dette élevés que connaissent certaines économies avancées seront difficilement soutenables, et leur réduction exigera d'importants ajustements à moyen terme. Le risque d'un assainissement désordonné persiste, lequel pourrait être précipité par un changement de la perception des marchés à l'égard du risque souverain pour une ou plusieurs économies avancées et pourrait conduire à une hausse du coût du service de la dette ainsi qu'à un recul de l'activité économique. Un tel dénouement accentuerait la faiblesse actuelle de la demande mondiale.

**Graphique 12 : L'endettement public devrait demeurer élevé dans un certain nombre d'économies avancées**



Nota : La dette brute des administrations publiques regroupe les créances sur tous les ordres de gouvernement. Les traits discontinus correspondent aux projections du Fonds monétaire international.

Source : FMI, *Fiscal Monitor*, avril 2013

Dernière valeur du graphique : 2017

### *Une croissance moins rapide que prévu de l'économie chinoise pourrait affaiblir davantage la demande mondiale*

Pendant la crise financière et la récession internationale qu'elle a provoquée, la robuste croissance en Chine et dans d'autres économies émergentes a permis de modérer la baisse d'activité dans le monde. Si le rythme d'expansion de l'économie chinoise demeure solide comparativement à celui des pays avancés, il a néanmoins ralenti ces deux dernières années. Certains craignent que, sous l'effet d'un choc intérieur ou de facteurs extérieurs, l'activité en Chine connaisse une baisse plus marquée que ce qu'on projette actuellement. Ce tassement, s'il intervenait, aggraverait la faiblesse de la demande mondiale.

La lenteur des réformes du secteur financier chinois (parmi lesquelles figure la flexibilité limitée du taux de change) a alimenté les vulnérabilités au sein du système financier de ce pays, qu'il s'agisse des déséquilibres du marché du logement, de l'endettement des collectivités locales ou de l'opacité entourant le risque de crédit et les asymétries d'échéances dans un secteur bancaire parallèle en forte expansion<sup>16</sup>. Ces vulnérabilités sont étroitement liées, de sorte que la matérialisation de l'une pourrait provoquer la réalisation d'une autre et affaiblir l'activité économique aussi bien en Chine qu'ailleurs dans le monde. Une correction abrupte sur le marché chinois du logement serait, par exemple, lourde de conséquences pour l'économie réelle et le secteur financier, compte tenu de l'importance des biens immobiliers pour les ménages et le système financier chinois. Dans la mesure où certaines entités du système bancaire parallèle sont exposées substantiellement à l'immobilier, il leur serait plus difficile d'honorer leurs engagements en matière de rendements, ce qui entraînerait des problèmes

<sup>16</sup> On trouvera un portrait du secteur bancaire parallèle de la Chine dans l'article « Shadow Banking in China: Expanding Scale, Evolving Structure », publié par la Banque fédérale de réserve de San Francisco à l'adresse <http://www.frbsf.org/banking-supervision/publications/asia-focus/2013/april/>.

de liquidité, voire, dans le pire des cas, des retraits massifs de fonds liés à la perte de confiance des investisseurs. Le choc initial sur le marché du logement pourrait être alors amplifié. L'activité économique en Chine pourrait aussi être freinée par des facteurs extérieurs. Par exemple, si la récession dans la zone euro était plus longue et le retour de la croissance plus graduel qu'on ne l'envisage actuellement, l'activité d'exportation des entreprises chinoises serait affaiblie. Ce tassement, s'il n'était pas contrebalancé par une hausse des dépenses publiques, serait ressenti dans l'ensemble de l'économie. Bien que les autorités disposent d'une marge de manœuvre sur le plan budgétaire pour compenser les effets des chocs, elles pourraient se montrer hésitantes à cet égard pour ne pas risquer d'accentuer les fragilités du système financier que nous avons décrites plus haut.

### *Un nouvel affaiblissement de la demande mondiale pourrait induire une détérioration du bilan des banques canadiennes*

Les banques canadiennes ont accru ces dernières années leur résilience face aux chocs négatifs en haussant le niveau et la qualité de leurs fonds propres et en améliorant la gestion de leurs liquidités. Un affaiblissement de la croissance de l'économie mondiale se répercuterait tout de même sur le système financier du Canada de plusieurs façons. En premier lieu, la diminution des exportations vers les régions touchées aurait pour effet de brider l'activité économique au Canada, de faire augmenter le chômage et d'accroître les pertes sur prêts des banques. Le canal du commerce serait particulièrement important si les États-Unis enregistraient une baisse de régime. Un ralentissement de la croissance en Chine entraînerait une diminution des prix des matières premières qui pourrait avoir une incidence considérable sur l'économie canadienne. En second lieu, un repli marqué de la croissance mondiale pourrait provoquer une liquidation généralisée des actifs à risque, notamment des instruments de crédit, des actions et des produits de base. Un choc économique mondial causé par la matérialisation des risques auxquels est exposé le système financier chinois pourrait accentuer la volatilité sur le marché des actifs de référence, comme les titres du Trésor américain, étant donné que la Chine en détient de grandes quantités. La volatilité accrue et une baisse générale de la confiance des marchés alourdiraient les coûts de financement des banques canadiennes. À son tour, cet effet pourrait donner lieu à un renchérissement des emprunts et à un resserrement des conditions de crédit pour les entreprises et les ménages canadiens, tout en créant des interactions défavorables entre le recul de l'activité économique et les tensions au sein du système financier.

### **Situation financière des ménages canadiens et marché du logement**

Le haut niveau d'endettement des ménages et les déséquilibres touchant certains segments du marché du logement demeurent les principaux facteurs de risque internes pour la stabilité financière du Canada. L'expérience internationale récente montre que les vulnérabilités du secteur des ménages, en particulier celles qui tiennent à une exposition à effet de levier au marché du logement, peut être un facteur clé du déclenchement ou de l'aggravation de phénomènes économiques et financiers défavorables.

Depuis la livraison de décembre de la *Revue du système financier*, les déséquilibres des finances des ménages et du marché du logement ont connu une évolution constructive. Le rythme d'accumulation de la dette des ménages a continué de fléchir et est maintenant à peu près en phase avec la croissance de leur revenu disponible. Le marché du logement a évolué

de manière encourageante et largement conforme aux projections de la Banque; l'activité de revente s'est stabilisée après avoir chuté par rapport aux sommets historiques qu'elle avait atteints; les mises en chantier ont marqué le pas et les prix des maisons ont cessé d'augmenter dans la plupart des grands centres urbains.

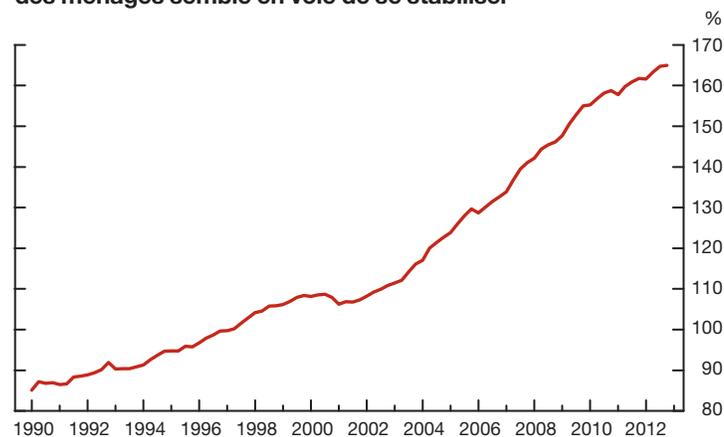
Malgré ces progrès, des préoccupations subsistent. Le niveau d'endettement reste élevé et les simulations de crise effectuées par la Banque indiquent que les ménages sont vulnérables à des chocs économiques négatifs. En outre, dans certains segments de marché, les prix des maisons sont encore excessifs et des signes de surconstruction persistent. La résolution de ces déséquilibres, qui se sont accumulés sur de nombreuses années, prendra du temps. On s'attend à ce qu'ils se résorbent graduellement, mais il est également possible que leur correction soit plus soudaine.

Dans l'ensemble, le Conseil de direction estime que les risques liés aux hauts niveaux d'endettement des ménages et aux déséquilibres du marché du logement ont diminué, mais font toujours partie de la catégorie des risques dits « moyennement élevés ».

### *La croissance de l'endettement des ménages continue de ralentir*

Au quatrième trimestre de 2012, le ratio de la dette au revenu disponible des ménages n'avait guère varié comparativement au trimestre précédent (Graphique 13)<sup>17</sup>.

**Graphique 13 : Au Canada, le ratio de la dette au revenu disponible des ménages semble en voie de se stabiliser**



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2012T4

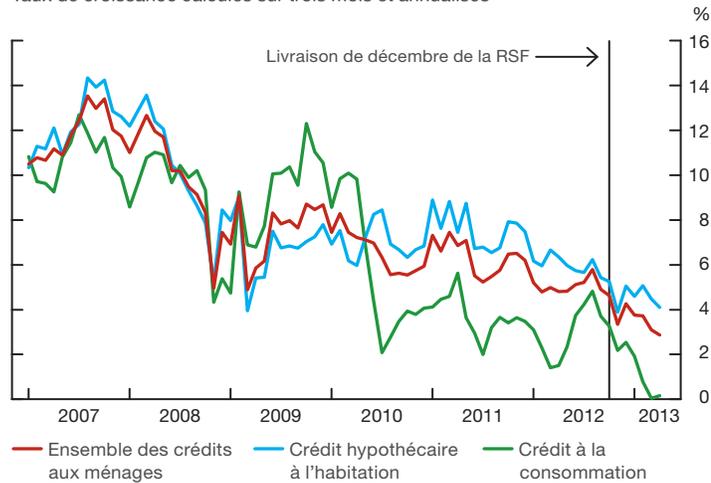
<sup>17</sup> Depuis que les chiffres des comptes du bilan national ont été publiés pour le quatrième trimestre de 2012, les données historiques du revenu disponible ont été révisées à la hausse. À moins qu'il y ait encore d'autres révisions historiques, il se pourrait donc que la progression affichée par le ratio de la dette au revenu disponible au cours des deux ou trois dernières années ait été quelque peu surestimée dans le Graphique 13.

Les données obtenues depuis décembre montrent que la croissance du crédit a continué de ralentir, conformément aux prévisions (**Graphique 14**). Par conséquent, l'écart du ratio crédit des ménages / PIB s'est tassé<sup>18, 19</sup> (**Graphique 15**).

La tendance à la baisse observée ces dernières années dans la croissance du crédit aux ménages est imputable à plusieurs facteurs, dont les effets cumulatifs du resserrement des règles de l'assurance hypothécaire, du renforcement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires annoncées par le BSIF en 2012, de la sensibilisation croissante

**Graphique 14 : Le rythme de progression des crédits aux ménages a encore ralenti depuis décembre**

Taux de croissance calculés sur trois mois et annualisés

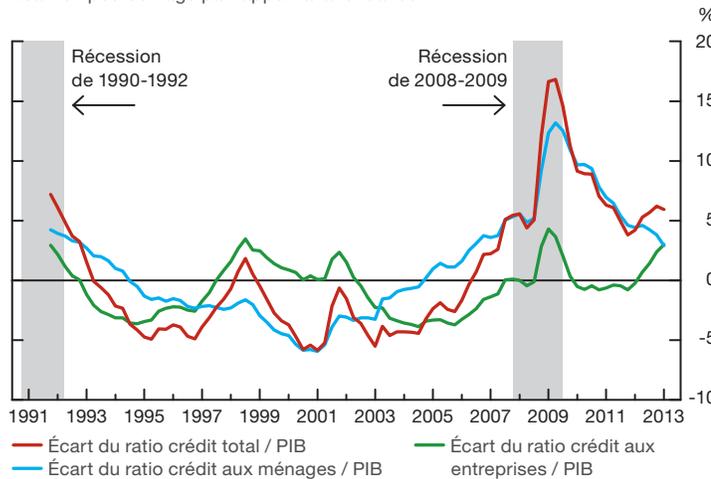


Source : Banque du Canada

Dernière observation : avril 2013

**Graphique 15 : L'écart du ratio crédit aux ménages / PIB s'est amenuisé**

Écart en pourcentage par rapport à la tendance



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

<sup>18</sup> L'écart du ratio crédit/PIB s'entend de l'écart en pourcentage entre le ratio crédit/PIB et une estimation de sa tendance.

<sup>19</sup> L'écart du ratio crédit *total* / PIB n'a presque pas changé au cours des deux derniers trimestres, le ralentissement de la croissance du crédit aux ménages ayant été à peu près compensé par l'accélération de l'expansion du crédit aux entreprises. Des données internationales montrent que l'écart du ratio crédit *total* / PIB peut aider à détecter un éventuel creusement des déséquilibres dans le secteur bancaire. Pour obtenir des précisions sur le calcul de cet écart, voir l'Encadré 3 de la livraison de juin 2011 de la *Revue du système financier*.

des ménages aux risques liés à un endettement élevé et de la possibilité d'un resserrement évoquée par la Banque du Canada<sup>20</sup>.

La Banque s'attend à ce que le ratio de la dette au revenu disponible des ménages ne s'écarte pas sensiblement des niveaux actuels au cours de l'année.

### Le marché du logement perd encore de son élan...

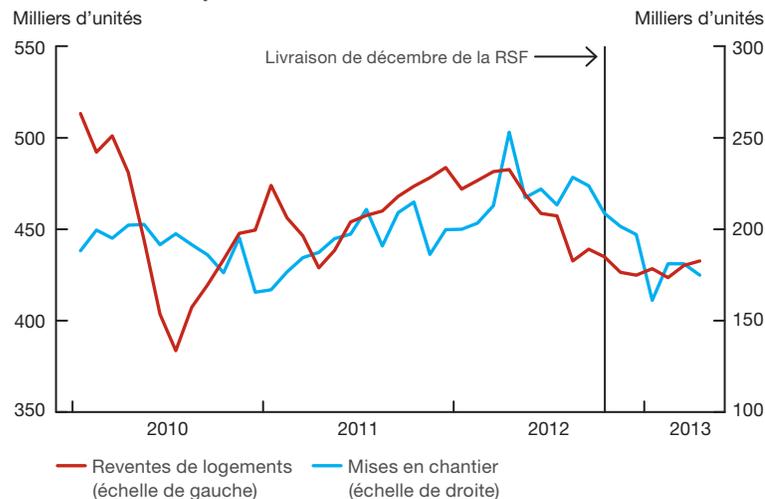
L'investissement résidentiel a été élevé au regard de ses niveaux historiques pendant près d'une décennie. On remarque cependant un repli de l'activité sur le marché du logement depuis le milieu de 2012, notamment en raison des modifications apportées aux règles relatives à l'assurance hypothécaire. Depuis décembre, le ralentissement est devenu plus généralisé : le tassement de l'activité sur le marché de la revente au deuxième semestre de 2012 a été soutenu et le fléchissement s'est maintenant étendu aux mises en chantier (Graphique 16). En phase avec le ralentissement de l'activité sur le marché de l'habitation, les prix des maisons ont cessé de monter dans la plupart des grands centres urbains (Graphique 17).

### ... mais des déséquilibres persistent dans certains segments du marché

L'évolution récente du marché du logement a été encourageante et globalement conforme au scénario de référence de la Banque, lequel prévoit une résorption graduelle des déséquilibres dans ce secteur. Des indicateurs simples continuent cependant de tendre vers une certaine surévaluation dans le marché du logement : les prix des maisons sont élevés au regard du revenu (Graphique 18) et la question de l'accessibilité à la propriété pourrait devenir préoccupante lorsque les taux d'intérêt commenceront à revenir à la normale (Graphique 19).

En outre, l'activité de construction demeure solide dans certains segments du marché, malgré le repli de la demande globale de logements au cours de la dernière année, et le nombre total de mises en chantier reste

**Graphique 16 : Les mises en chantier et l'activité sur le marché de la revente ont ralenti depuis le milieu de 2012**



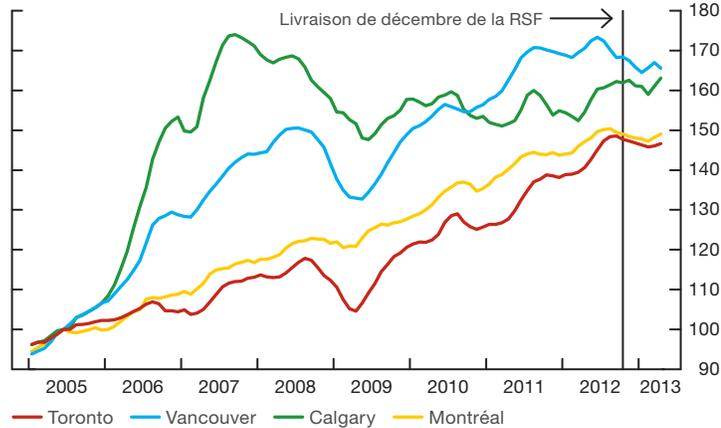
Sources : Association canadienne de l'immeuble et Société canadienne d'hypothèques et de logement

Dernière observation : avril 2013

<sup>20</sup> Voir l'Encadré 2 de la livraison de décembre 2012 de la *Revue* pour consulter une liste des principales modifications apportées depuis 2008 aux règles relatives aux prêts hypothécaires assurés bénéficiant de la garantie de l'État. Les lignes directrices renforcées du BSIF sont entrées en vigueur à la fin de 2012 et au début de 2013.

**Graphique 17 : Les prix des maisons se sont stabilisés dans la plupart des grands centres urbains**

Indices des prix des maisons (base 100 des indices : juin 2005)

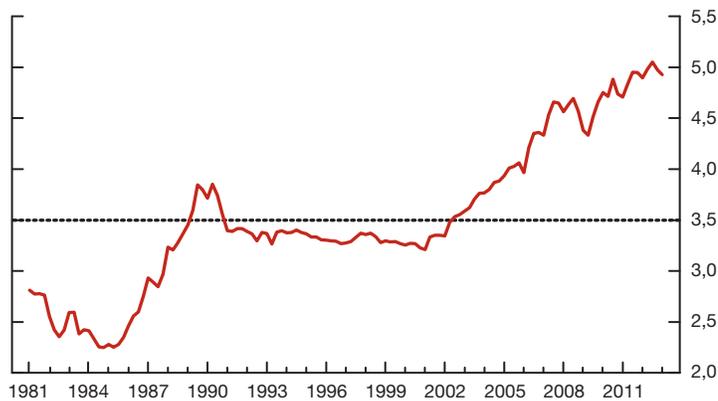


Source : Teranet-Banque Nationale

Dernière observation : avril 2013

**Graphique 18 : Au Canada, les prix des maisons sont élevés par rapport au revenu disponible...**

Ratio du prix des maisons au revenu



Nota : Le trait discontinu correspond à la moyenne observée depuis 1981.

Sources : Teranet-Banque Nationale, Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

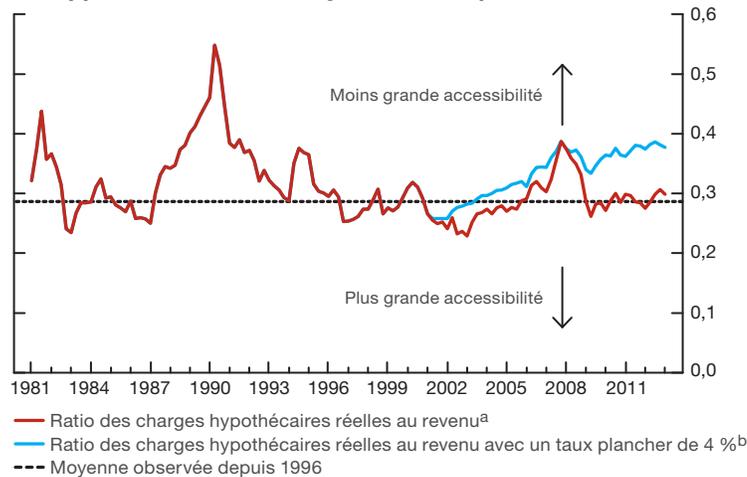
Dernière observation : 2013T1

nettement supérieur à sa moyenne historique par rapport à la population (Graphique 20). Ce phénomène est presque entièrement attribuable aux logements multiples (qui incluent les logements en copropriété)<sup>21</sup>. Sur le marché de la copropriété à Toronto, le nombre de logements invendus avant la mise en chantier et avant l'achèvement des tours d'habitation est demeuré près des niveaux élevés observés depuis le début de 2012<sup>22</sup>. Si les investisseurs, qui représentent l'une des composantes de la demande, ont stimulé la construction sur le marché des logements en copropriété au point d'excéder les besoins démographiques, ce marché peut être davantage

<sup>21</sup> La courbe correspondant aux logements multiples en construction dans le Graphique 20 prend en compte la croissance de la population, mais non les autres facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché de la copropriété. Parmi ces autres facteurs, on trouve une évolution des préférences vers la copropriété (attribuable en partie aux tendances démographiques), une offre limitée de terrains et la présence accrue des appartements en copropriété sur le marché de la location. Il est peu probable toutefois que ces facteurs puissent expliquer le gros de l'écart des logements multiples en construction par rapport à leur moyenne historique.

<sup>22</sup> L'Encadré 3 qui figure dans la livraison de décembre 2012 de la *Revue du système financier* traite spécifiquement de ce marché.

**Graphique 19 : ... et l'accessibilité à la propriété reculerait si les taux d'intérêt se rapprochaient de leur moyenne historique**



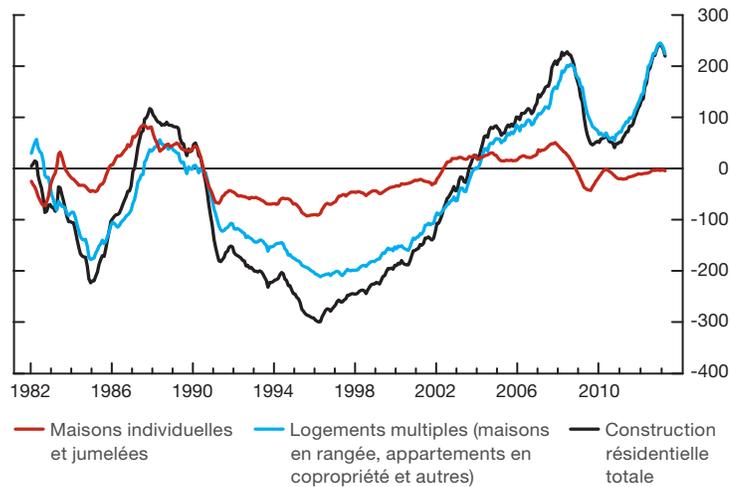
- a. Estimation des charges hypothécaires qu'assumerait l'acheteur typique d'une première maison, calculées sur la base des taux d'intérêt en vigueur et du prix des maisons, puis rapportées au revenu disponible par travailleur.
- b. Afin d'illustrer à quel niveau s'établirait la mesure de l'accessibilité si les taux d'intérêt avoisinaient des valeurs plus conformes aux normes historiques, un plancher de 4 % (la moyenne des taux hypothécaires réels enregistrée depuis 1996) a été défini pour le taux d'intérêt réel. Lorsque la valeur observée pour une période donnée est inférieure à 4 %, c'est ce dernier taux qui a été utilisé.

Sources : Teranet-Banque Nationale, Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2013T1

**Graphique 20 : Le nombre de logements multiples en construction dépasse encore de beaucoup sa moyenne historique**

Écart calculé par rapport à la moyenne historique; nombre d'unités par 100 000 habitants âgés de 25 ans et plus; principales régions métropolitaines



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : avril 2013

exposé aux revirements d'humeur des acheteurs<sup>23</sup>. De plus, si les logements en chantier n'étaient pas absorbés par la demande lorsqu'ils seront terminés dans les 12 à 30 prochains mois, l'écart entre l'offre et la demande deviendrait plus prononcé, ce qui accroîtrait le risque d'une correction soudaine des prix et de l'activité dans la construction résidentielle.

Toute correction de prix des logements en copropriété pourrait s'étendre à d'autres segments du marché de l'habitation, les acheteurs et les vendeurs adaptant leurs attentes. Une telle correction entraînerait une diminution de l'avoir net des ménages, de la confiance et des dépenses de consommation, qui aurait des répercussions négatives sur le revenu et l'emploi. Il s'en suivrait un affaiblissement de la qualité du crédit des portefeuilles de prêts des banques et un possible resserrement des conditions du crédit pour les ménages et les entreprises. Cette chaîne d'événements pourrait avoir un effet de rétroaction défavorable sur le marché du logement, en y provoquant un rajustement excessif des prix.

Les microdonnées sur les bilans des ménages fournissent d'autres précisions sur la vulnérabilité de certains ménages canadiens à des chocs négatifs. Les indicateurs sommaires de la vulnérabilité, par exemple la proportion des ménages dont le ratio du service de la dette dépasse 40 %, ont été relativement stables au cours des dernières années. Toutefois, cette situation découle du contexte actuel de faibles taux d'intérêt, qui explique que le fardeau du service de la dette reste stable malgré l'accroissement de l'endettement<sup>24</sup>. Lorsque les taux d'intérêt augmenteront, les ménages verront vraisemblablement leurs ratios du service de la dette s'accroître, ce qui les rendra plus vulnérables à un choc de revenu<sup>25</sup>.

### *Les arriérés de paiement sur les prêts aux ménages augmenteraient de façon marquée selon une simulation de crise faisant intervenir un choc sur le marché du travail*

Afin d'illustrer la vulnérabilité du secteur des ménages canadiens à un choc défavorable sur le marché du travail, nous avons effectué une simulation de crise semblable à celle qui est présentée dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier*. Le scénario de choc postule une hausse de trois points de pourcentage du taux de chômage et un allongement de la durée moyenne du chômage de six semaines. Conformément à la détérioration présumée des conditions du marché du travail, le scénario comporte aussi des reculs de l'expansion du crédit, de la progression du revenu et des prix des actifs financiers, ainsi qu'une majoration de 220 points de base des primes de risque sur les prêts aux ménages<sup>26</sup>. Le taux directeur est maintenu constant pour montrer ce qui se passerait en l'absence de la mise en œuvre de mesures d'atténuation par les autorités monétaires.

---

**23** Les investisseurs, en particulier ceux ayant un horizon d'investissement à court terme, peuvent être plus disposés, par rapport aux ménages qui achètent une maison comme résidence principale, à vendre des actifs immobiliers afin de limiter les pertes dans l'éventualité d'une détérioration de l'humeur du marché du logement.

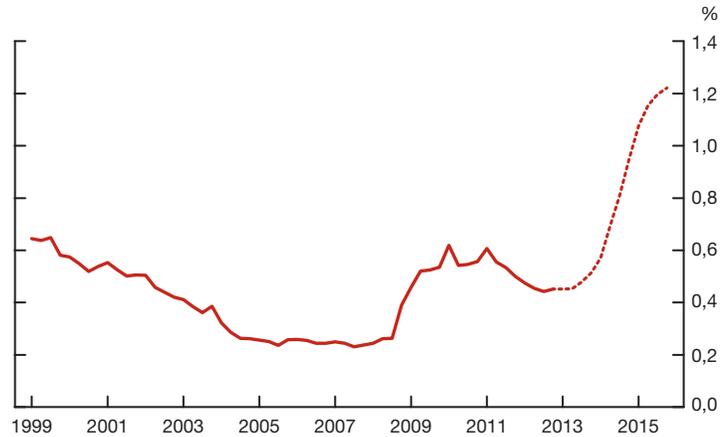
**24** En phase avec l'accroissement du ratio global de la dette au revenu des ménages, le pourcentage de ceux qui sont fortement endettés (définis comme étant les ménages ayant un ratio dette / revenu brut supérieur à 250 %) a augmenté considérablement au cours des dernières années, passant de 10,5 % en 2009 à 13,5 % en 2012.

**25** L'exposition des ménages au risque de taux d'intérêt demeure élevée : malgré le fort regain de popularité des prêts hypothécaires à taux fixes observé depuis le début de 2012, environ le tiers de la dette actuelle des ménages est financé à des taux variables.

**26** Les profils hypothétiques de ces variables sont comparables à ceux présentés au Tableau 2 de la livraison de décembre 2012 de la *Revue du système financier*. Le taux de chômage augmente de trois points de pourcentage entre les troisième trimestres de 2013 et de 2014 et demeure à ce niveau jusqu'à la fin de la période de simulation (quatrième trimestre de 2015). La majoration des primes de risque exerce des pressions à la hausse sur les coûts d'emprunt pour les nouveaux prêts hypothécaires et prêts à la consommation.

**Graphique 21 : Une hausse de trois points de pourcentage du taux de chômage ferait plus que doubler la part des prêts aux ménages en souffrance**

Prêts aux ménages en souffrance depuis plus de 90 jours en pourcentage de l'encours total des prêts



Nota : Le trait discontinu correspond aux résultats de la simulation de crise.

Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2015T4

La simulation indique que la proportion de ménages « vulnérables » (à savoir ceux dont le ratio du service de la dette dépasse 40 %) pourrait passer de 6 ½ % environ en 2012 à plus de 8 % en 2015. De plus, la part des prêts en souffrance (un indicateur clé de la santé des bilans bancaires) pourrait plus que doubler pour passer de quelque 0,5 % au début de 2013 à 1,2 % à la fin de 2015 (Graphique 21)<sup>27</sup>. Ces résultats sont dans l'ensemble inchangés par rapport à la simulation de crise présentée en décembre.

Comme la simulation repose nécessairement sur un certain nombre d'hypothèses simplificatrices<sup>28</sup>, les résultats sont purement indicatifs et ne constituent pas une évaluation complète de tous les canaux de risque possibles. Néanmoins, elle fait ressortir la nécessité pour les banques de peser soigneusement le risque global que présente leur portefeuille de prêts aux ménages. En outre, les ménages doivent évaluer leur capacité à rembourser tout au long de la durée de leurs emprunts, surtout parce que les taux des prêts finiront un jour par revenir à un niveau plus normal. Pour leur part, les décideurs publics doivent continuer de surveiller l'évolution du secteur du logement. De fait, la Banque collabore de près avec d'autres autorités fédérales pour évaluer les risques liés à la situation financière du secteur des ménages et au marché du logement.

<sup>27</sup> Il n'y a pas de données relatives à la valeur des prêts en souffrance (y compris ceux hors bilan) pour les années antérieures à 1997. Cependant, dans le cas du nombre de prêts hypothécaires en souffrance figurant dans les bilans — lequel a tendance à évoluer de pair avec la valeur des prêts hypothécaires en souffrance et du total des prêts en souffrance —, on dispose de données qui remontent jusqu'au début des années 1990. Ces données indiquent que la proportion des prêts hypothécaires en souffrance a atteint un sommet de 0,7 % en 1992, comparativement à 1,2 % selon notre scénario de simulation de crise. Aux États-Unis, les prêts aux ménages en souffrance ont atteint un sommet à près de 9 % du total des prêts aux ménages au début de 2010.

<sup>28</sup> Le modèle utilisé ne tient pas compte de la possibilité que les ménages aient recours à la limite préautorisée sur leurs lignes de crédit personnelles et leurs cartes de crédit pour combler leurs besoins financiers durant une période de chômage. S'il est vrai que, ce faisant, ces ménages s'endetteraient davantage et se rendraient encore plus vulnérables à des chocs futurs, cela pourrait cependant leur éviter de devenir insolvables à court terme. Par ailleurs, le modèle ne prévoit pas que les ménages puissent éviter l'insolvabilité en vendant des actifs relativement peu liquides.

## Bas niveau des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées

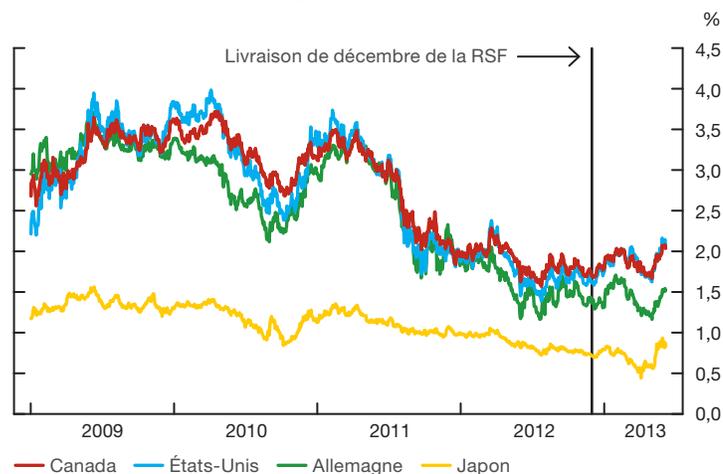
Les taux d'intérêt à long terme demeurent bas dans les économies avancées (Graphique 22). Cette situation rend compte des mesures exceptionnelles de politique monétaire prises par les grandes banques centrales, ainsi que d'une croissance modeste et de pressions inflationnistes modérées à l'échelle mondiale. Bien que ce contexte de bas taux d'intérêt soit nécessaire pour soutenir la reprise économique mondiale, il peut au fil du temps engendrer des risques pour la stabilité du système financier.

Ces risques se manifestent d'au moins deux façons qui sont interreliées. Premièrement, les investisseurs institutionnels qui ont des engagements de longue durée (comme les sociétés d'assurance vie et les régimes de pension à prestations déterminées) voient leurs bilans soumis à des pressions. Deuxièmement, les investisseurs sont fortement incités à rechercher des rendements additionnels, ce qui peut fausser la formation des prix des actifs réels ou financiers et les exposer à des risques qu'ils ne comprennent peut-être pas entièrement, notamment en ce qui a trait à la suppression par les banques centrales de leurs programmes d'achats d'actifs. Depuis décembre, les attentes relatives à une période prolongée de bas taux d'intérêt ont continué de confronter les caisses de retraite et les sociétés d'assurance vie à des défis, les amenant à rajuster continuellement leurs stratégies de placement et leurs modèles d'affaires. Bien qu'il existe peu d'indices d'une prise de risque excessive, certains faits nouveaux (concernant par exemple les marchés des obligations à rendement élevé et des obligations de sociétés où sont présentes les entreprises moins bien notées) justifient une surveillance continue.

À la lumière de ces facteurs, le Conseil de direction estime que les risques pesant sur la stabilité financière au Canada en raison de la persistance de bas taux d'intérêt continuent d'être modérés et restent sensiblement les mêmes qu'en décembre.

### Graphique 22 : Le rendement des obligations d'État à long terme demeure bas

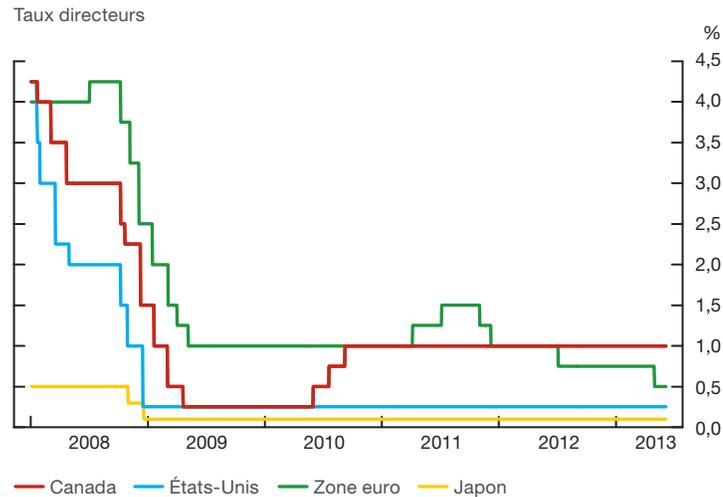
Rendement à l'échéance des obligations à dix ans



Source : Bloomberg

Dernière observation : 6 juin 2013

**Graphique 23 : Les taux directeurs des économies avancées se situent à des niveaux historiquement bas**



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon

Dernière observation : 6 juin 2013

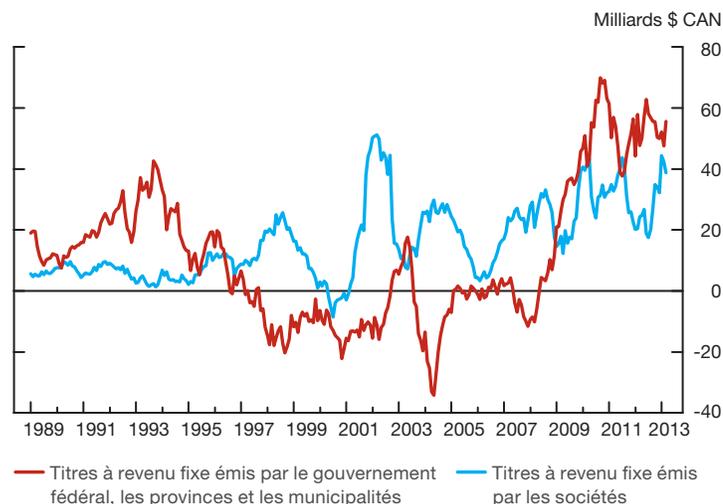
### *On s'attend à ce que les taux d'intérêt dans les grandes économies avancées demeurent bas pendant une longue période*

Les banques centrales des grandes économies avancées ont encore assoupli les conditions monétaires ou ont maintenu leur politique de détente. Depuis la parution de la *Revue du système financier* de décembre, elles ont réduit leurs taux directeurs ou les ont maintenus à leurs bas niveaux (Graphique 23). Dans plusieurs économies avancées, les banques centrales ont continué de communiquer des indications prospectives au sujet de leurs taux, prenant notamment un engagement conditionnel à les garder à un niveau bas. De plus, comme cela est expliqué dans la section « Conditions macrofinancières » de la présente livraison de la *Revue*, les autorités monétaires aux États-Unis et au Japon ont élargi leurs programmes d'achats d'actifs. Ces mesures de politique monétaire non traditionnelles ont contribué à un accroissement des liquidités dans le système financier mondial et soutenu une hausse générale des prix des actifs risqués, conséquence du rééquilibrage des portefeuilles des investisseurs et de leur quête de rendements plus élevés.

Bien que, depuis décembre, les taux d'intérêt à long terme aient quelque peu augmenté au Canada, ils demeurent bas. Ces bas niveaux tiennent vraisemblablement aux perspectives modérées en matière de croissance et d'inflation au Canada et dans le monde, de même qu'aux effets de débordement de la politique de détente monétaire des États-Unis et à la poursuite des entrées de capitaux provenant des non-résidents (Graphique 24).

**Graphique 24 : Les acquisitions nettes de titres canadiens à revenu fixe par des non-résidents se sont accrues ces dernières années**

Somme mobile sur 12 mois



Nota : Les titres à revenu fixe émis par les sociétés comprennent ceux des entreprises publiques.

Source : Statistique Canada

Dernière observation : mars 2013

**Les résultats trimestriels des caisses de retraite et des sociétés d'assurance vie se sont améliorés depuis décembre 2012, bien que les bas taux d'intérêt continuent de soumettre les bilans de ces entités à des tensions**

Du fait de l'amélioration des conditions financières observée ces six derniers mois, tant les caisses de retraite que les sociétés d'assurance vie du Canada ont enregistré de meilleurs résultats trimestriels. Au premier trimestre de 2013, la capitalisation de nombreux régimes de pension à prestations déterminées s'est nettement améliorée, alimentée par la hausse du rendement des placements et les cotisations accrues versées par les employeurs<sup>29</sup>. Pour la même période, les grandes compagnies canadiennes d'assurance vie ont continué de faire état de bénéfices positifs, soutenus par de fortes ventes dans le secteur de la gestion de fortune, en particulier en Asie, et par des montants records de fonds sous gestion. En outre, les assureurs vie continuent de faire état de ratios de fonds propres réglementaires élevés, largement supérieurs aux montants minimaux imposés par le BSIF.

Cependant, le contexte de bas taux d'intérêt ne cesse d'exercer des pressions sur les bilans des caisses de retraite et des sociétés d'assurance vie, la durée de leurs engagements étant généralement plus longue que celle des actifs conventionnels disponibles sur les marchés financiers. Ces deux types d'institutions ont pris des mesures pour gérer le risque de taux d'intérêt auquel elles sont exposées. Dans le cas des caisses de retraite, les promoteurs adoptent de plus en plus des stratégies de placement guidées par le passif pour atténuer les effets des variations des taux sur la situation de capitalisation de leurs régimes<sup>30</sup>. Certains grands régimes de pension canadiens ont aussi recours

<sup>29</sup> Pour un complément d'information, voir le communiqué de Mercer Canada (2013), *Les régimes de retraite canadiens font un bond au premier trimestre de 2013*; Internet : <http://m.mercer.ca/press-releases/1518005?detail=D>. L'indice Mercer sur la santé financière des régimes de retraite, qui donne le ratio actifs-engagements d'un régime de retraite modèle, était de 87 % le 31 mars contre 82 % au début de l'année.

<sup>30</sup> Ces stratégies consistent généralement à allonger la durée moyenne du portefeuille du fonds en investissant une part accrue des actifs dans des titres à revenu fixe ayant une échéance plus éloignée.

au levier financier pour rehausser les rendements de leurs investissements et limiter l'incidence possible du risque de taux d'intérêt. De leur côté, les assureurs vie ont rééquilibré leurs modèles d'affaires en révisant les prix de certains produits, en supprimant d'autres produits et en mettant en œuvre des programmes de couverture de grande ampleur<sup>31</sup>.

Bien que les méthodes utilisées par les caisses de retraite et les sociétés d'assurance vie atténuent efficacement le risque de taux d'intérêt, certaines d'entre elles peuvent faire augmenter d'autres types de risques. Par exemple, les stratégies de placement guidées par le passif qui exploitent l'effet de levier peuvent exposer les régimes de pension aux risques de refinancement et de contrepartie. D'après des éléments d'information isolés, il semble que l'utilisation de ces stratégies à effet de levier par les fonds de pension n'ait pas sensiblement progressé au cours des six derniers mois.

### *La tolérance au risque des investisseurs a augmenté depuis décembre*

La persistance des bas taux d'intérêt crée des incitations pouvant amener les investisseurs à prendre plus de risques comme le montre notamment le resserrement des écarts de taux sur le marché américain des obligations de sociétés. Le niveau actuellement élevé des cours sur ce marché est soutenu par les bilans solides des entreprises<sup>32</sup> et des taux de défaillance bas. La majeure partie des récentes émissions obligataires a servi à refinancer la dette existante à des taux plus faibles, ce qui a amélioré le profil de risque des émetteurs. Le risque lié au refinancement a également diminué, les nouvelles émissions ayant pour la plupart des échéances plus éloignées.

Une longue période de bas taux d'intérêt peut toutefois conduire à une détérioration des normes de crédit. Au cours des six derniers mois, l'émission de prêts assortis de clauses moins strictes<sup>33</sup> aux États-Unis a connu une hausse marquée, même si, comme certaines observations semblent l'indiquer, les clauses demeurent généralement plus restrictives et les marges sur prêts plus élevées qu'avant la crise. De plus, les récentes émissions d'obligations à rendement réinvesti<sup>34</sup> et le niveau élevé d'acquisitions à effet de levier au premier trimestre de 2013 témoignent d'un recours accru au levier financier<sup>35</sup>. En outre, lorsque les taux d'intérêt demeurent bas, il est possible de sous-estimer le risque de défaillance. En réduisant le coût du service de la dette, ces taux peuvent en effet masquer des faiblesses sous-jacentes de la qualité du crédit et maintenir en activité certains emprunteurs très endettés. Des périodes prolongées de bas taux d'intérêt peuvent aussi inciter les banques à la patience, ce qui risque d'abaisser artificiellement les taux de défaillance.

<sup>31</sup> Du fait des normes comptables et actuarielles canadiennes, les assureurs canadiens doivent composer avec le bas niveau des taux d'intérêt depuis beaucoup plus longtemps que nombre d'assureurs étrangers. Il s'ensuit que l'incidence de la faiblesse des taux d'intérêt sur les revenus courants des assureurs est plus marquée au Canada que dans d'autres pays (en particulier aux États-Unis). Par conséquent, les sociétés d'assurance canadiennes ont adapté leurs modèles et leurs stratégies d'affaires plus rapidement à ce contexte que leurs homologues étrangères.

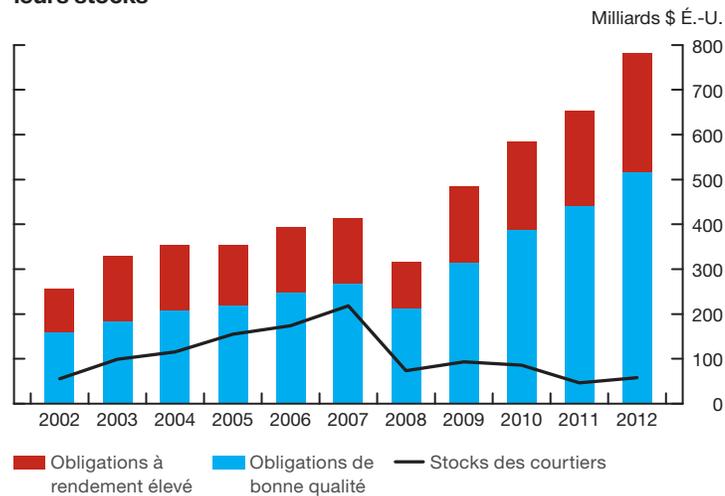
<sup>32</sup> Par exemple, le ratio « flux de trésorerie / emprunts » d'une société américaine typique à haut rendement est d'environ 12 %, ce qui est près du sommet de 14 % observé fin 2010-début 2011, et largement au-dessus du creux de 7 % enregistré avant la crise financière.

<sup>33</sup> Les clauses sont des obligations contractuelles établies dans le cadre d'un accord de prêt qui fixe pour l'emprunteur des normes précises de conduite et de rendement. Elles stipulent notamment le ratio de levier maximal qui ne doit pas être dépassé, et les ratios minimums de couverture de l'intérêt et des frais fixes qui doivent être maintenus tout au long de la durée du prêt. Dans le cas des prêts assortis de clauses moins strictes, certaines clauses traditionnelles ne sont pas incluses dans l'accord.

<sup>34</sup> Les intérêts d'une obligation à rendement réinvesti (*pay-in-kind*) sont versés sous forme d'obligations supplémentaires plutôt qu'en espèces. Habituellement, aucun paiement en espèces n'est effectué pour les titres supplémentaires avant l'échéance de l'obligation originale.

<sup>35</sup> La valeur des acquisitions à effet de levier annoncées au premier trimestre de 2013 était d'environ 50 milliards de dollars É.-U., ce qui représente un sommet trimestriel depuis 2007.

**Graphique 25 : Les portefeuilles obligataires détenus par les fonds communs de placement ont augmenté, tandis que les courtiers ont réduit leurs stocks**



Nota : Les stocks des courtiers comprennent les titres adossés à des actifs; leur valeur est fondée sur la dernière observation de l'année.

Sources : Bloomberg et Investment Company Institute

Dernière observation : 2012

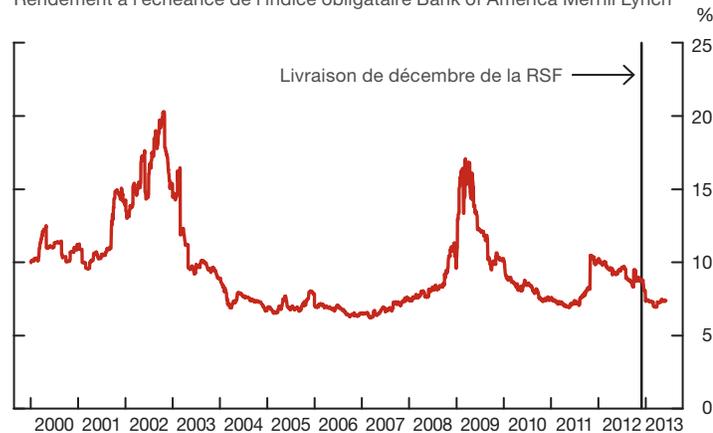
Le secteur américain des titres à haut rendement, où les rendements se situent près des creux historiques et ont reculé par rapport aux rendements des actions, soulève des préoccupations spécifiques<sup>36</sup>. Cette situation pourrait en effet indiquer que les obligations à rendement élevé font l'objet d'une valorisation exagérée par rapport à d'autres catégories d'actifs, notamment en raison de la quête de rendement. De plus, il n'est pas certain que les écarts observés actuellement sur ce marché soient suffisants pour rémunérer le risque de liquidité pris par les investisseurs. La liquidité des obligations à rendement élevé est généralement plus faible sur le marché secondaire et elle pourrait avoir encore diminué, les courtiers ayant réduit dans une large mesure leurs stocks d'obligations de sociétés depuis 2007 sous l'effet des pressions exercées sur leurs bilans et des changements apportés à la réglementation (Graphique 25). La participation accrue des fonds communs de placement et des fonds négociés en bourse peut aussi accentuer le risque de liquidité dans le secteur des titres à haut rendement. Comme certains de ces fonds fournissent aux investisseurs des liquidités immédiates alors que les actifs qu'ils détiennent peuvent être relativement illiquides, cette participation accrue pourrait contribuer à une liquidation massive d'actifs dans ce marché en cas de crise<sup>37</sup>.

<sup>36</sup> Bien que l'évolution du secteur américain des titres à haut rendement ne présente pas nécessairement une grave menace directe pour le système financier canadien, elle doit être suivie parce qu'elle pourrait être symptomatique de la prise de risque des agents sur d'autres marchés financiers, qui pourrait être difficile à cerner compte tenu des contraintes en matière de données et de mesures.

<sup>37</sup> L'évolution du secteur des fonds du marché monétaire aux États-Unis pendant la crise financière mondiale constitue un exemple éloquent des risques associés à ces types d'asymétrie en matière de liquidité. À la fin de 2008, les remboursements dans ce secteur ont grimpé en flèche, provoquant la vente des titres sur des marchés déjà soumis à des tensions, ce qui a fait baisser encore plus la valeur des titres. La Réserve fédérale a fini par intervenir pour contrôler les tensions qui augmentaient rapidement dans le secteur.

**Graphique 26 : Le rendement des obligations à rendement élevé libellées en dollars canadiens avoisine des creux historiques**

Rendement à l'échéance de l'indice obligataire Bank of America Merrill Lynch



Source : Bank of America Merrill Lynch

Dernière observation : 6 juin 2013

Les rendements sur le marché canadien des titres à haut rendement avoisinent des creux historiques (**Graphique 26**). Néanmoins, compte tenu de la petite taille de ce secteur<sup>38</sup>, le risque qu'il pose pour le système financier canadien est faible à l'heure actuelle, et on observe peu d'indices d'une dilution des clauses malgré l'élargissement de l'éventail des investisseurs ces dernières années<sup>39</sup>.

**Les répercussions d'une hausse des taux d'intérêt pour les investisseurs institutionnels dépendront du contexte macrofinancier**

Les taux d'intérêt mondiaux sont demeurés bas depuis la crise et devraient le rester encore un certain temps dans de nombreux pays, entraînant une augmentation des incitations poussant les investisseurs et les institutions financières à prendre des risques supplémentaires. Étant donné l'accentuation potentielle de ces vulnérabilités, une hausse des taux d'intérêt pourrait avoir une incidence plus prononcée sur le système financier que dans une conjoncture plus normale du cycle économique. Cet effet serait amplifié si les institutions financières et les autres investisseurs ne tenaient pas suffisamment compte d'une montée des taux dans leurs stratégies d'affaires et de placement.

La nature et l'ampleur du risque dépendent du contexte macrofinancier dans lequel se produirait une hausse des taux. Si l'augmentation survenait alors que la reprise économique est solide et le marché financier stable, les banques, les caisses de retraite et les sociétés d'assurance vie du Canada en tireraient un avantage net. Par exemple, les banques profiteraient d'une amélioration de leur marge nette sur intérêts, tandis que les assureurs vie verraient la valeur actuelle de leurs passifs non appariés aux actifs reculer du fait de l'accroissement des taux d'actualisation.

<sup>38</sup> Les émissions de titres d'emprunt à rendement élevé libellés en dollars canadiens totalisent environ 15 milliards de dollars, comparativement à quelque 1,4 billion de dollars pour les émissions en dollars É.-U.

<sup>39</sup> Les nouveaux investisseurs dans le secteur canadien des titres à haut rendement sont notamment les fonds spéculatifs, les fonds de bonne qualité autorisés à investir une petite portion de leur actif dans des obligations à rendement élevé, les fonds négociés en bourse et les fiducies de revenu converties en nouvelles entités.

L'incidence d'une hausse des taux d'intérêt sur le système financier serait défavorable si cette augmentation résultait de causes sans lien avec la croissance économique, telles qu'un incident touchant le crédit souverain ou une menace d'inflation. Les complications potentielles associées au retrait par les grandes banques centrales de leurs importants programmes d'achats d'actifs — surtout les complications qui découlent de la gestion des attentes — pourraient constituer un autre facteur à l'origine d'un accroissement des taux d'intérêt. Dans ce cas, la réévaluation rapide des prix sur les marchés des titres à revenu fixe et les marchés financiers en général pourrait donner lieu à une volatilité marquée sur les marchés et à de grosses pertes pour les investisseurs, et pourrait soumettre les bilans des banques, des régimes de retraite et des sociétés d'assurance vie à des pressions supplémentaires. Ces conséquences seraient amplifiées si les investisseurs cherchaient à se défaire en grand nombre de certaines catégories d'actifs en réaction à un changement dans les attentes relatives aux taux d'intérêt, en particulier s'il y avait peu de liquidité dans le marché secondaire pour soutenir une négociation ordonnée. La faiblesse résultante de l'activité économique aggraverait davantage les effets négatifs subis par les institutions financières.

## Préserver la stabilité financière

Les principaux risques qui guettent le système financier du Canada résultent d'un ensemble de facteurs : tensions dans la zone euro, faiblesse de la demande mondiale, vulnérabilité des ménages canadiens et des institutions financières à des chocs défavorables touchant les marchés du logement et du travail, et incidences possibles du bas niveau des taux d'intérêt sur la prise de risques dans les grandes économies. Au cours des six derniers mois, des améliorations ont été constatées en ce qui a trait aux tensions dans la zone euro et aux déséquilibres dans le secteur canadien des ménages. Le niveau de risque global pesant sur le système financier canadien a quelque peu diminué depuis décembre dernier, mais le Conseil de direction estime qu'il demeure élevé.

Un certain nombre de mesures pourraient aider à atténuer encore plus ces principaux risques. La zone euro a besoin d'un cadre d'action exhaustif, clair et crédible pour assurer la mise en œuvre complète de l'union bancaire entre les membres de la zone monétaire. Il s'agirait donc de réaliser, en temps opportun, le projet actuel de mécanisme de surveillance bancaire unique, auquel devront se greffer un système commun de garantie des dépôts et un régime transfrontalier efficace de résolution des défaillances des banques. Tous les pays de la zone euro, qu'ils soient débiteurs ou créanciers, devraient poursuivre les réformes structurelles et celles portant sur le marché des produits dans le but de continuer à rétrécir les écarts de compétitivité, y compris pour accroître la flexibilité du marché du travail et la mobilité de la main-d'œuvre. Il faudrait en outre déployer des efforts supplémentaires pour régler les questions soulevées par la surveillance budgétaire et la mutualisation des coûts de la crise financière. Il serait imprudent d'invoquer le relâchement des tensions observé ces six derniers mois sur le marché des titres souverains pour reporter ou diluer les réformes nécessaires dans la zone euro.

Aux États-Unis et au Japon, il convient d'adopter des programmes de redressement crédibles pour surmonter à moyen terme les problèmes budgétaires dans ces pays. De son côté, la Chine devra poursuivre la réforme de son secteur financier et assouplir ses taux de change nominaux afin de favoriser une croissance économique durable et équilibrée à l'échelle mondiale.

Au sein des économies avancées, les autorités monétaires auront à relever un défi de taille quand il leur faudra choisir le moment et la manière de mettre un terme aux mesures exceptionnelles visant leur système financier, qu'il s'agisse de programmes de relance monétaire ou d'apports de liquidités. Il leur sera essentiel de communiquer efficacement leurs stratégies à cet égard, afin de réduire autant que possible les conséquences imprévues pour le système financier mondial. Il leur faudra, en particulier, gérer les attentes avec précaution avant et pendant le processus de désengagement.

Au Canada, les déséquilibres dans le secteur des ménages, qui se sont accumulés sur de nombreuses années, prendront un certain temps à se résorber et exigeront une vigilance soutenue. Depuis la publication de la *Revue du système financier* en décembre, les lignes directrices encadrant les activités de souscription des prêts hypothécaires annoncées en juin 2012 par le BSIF ont été intégralement appliquées par toutes les institutions financières fédérales. Les pratiques des banques en matière de gestion des risques et la résilience du marché hypothécaire canadien s'en trouveront ainsi encore améliorées. Dans son budget de 2013, le gouvernement du Canada a annoncé des changements destinés à limiter le recours à l'assurance de portefeuille<sup>40</sup> et à interdire l'utilisation de prêts hypothécaires garantis par l'État afin d'y adosser des véhicules de titrisation qui ne sont pas parrainés par la Société canadienne d'hypothèques et de logement<sup>41</sup>. Ces mesures amélioreront la discipline du marché dans le domaine du crédit hypothécaire résidentiel et réduiront l'exposition des contribuables au secteur du logement.

Afin d'atténuer davantage les risques, les ménages doivent s'assurer de leur capacité de rembourser leur dette compte tenu de leur revenu disponible, même en période de hausse des taux d'intérêt. Les institutions financières, quant à elles, doivent veiller à ce que leurs pratiques en matière de prêt soient rigoureuses et surveiller activement les risques auxquels elles s'exposent, conformément aux lignes directrices du BSIF concernant la souscription des prêts hypothécaires. Enfin, les autorités canadiennes continueront de suivre attentivement les vulnérabilités liées au secteur des ménages, le marché du logement et l'exposition des banques à ces vulnérabilités.

Les risques décrits dans la présente livraison de la *Revue* font ressortir la nécessité de renforcer la résilience des systèmes financiers national et mondial afin qu'ils résistent aux chocs défavorables. Des progrès marqués ont été réalisés à cet égard depuis le mois de décembre, au pays et ailleurs. Le Canada applique les règles sur les fonds propres bancaires prévues dans Bâle III depuis le début de 2013, soit le commencement de la période de déploiement graduel convenue à l'échelle internationale, laquelle doit prendre fin en 2019, et les banques canadiennes déclarent désormais leur ratio de fonds propres suivant les nouvelles règles. En mars, le BSIF a publié la liste des six banques sous réglementation fédérale ayant une importance systémique<sup>42</sup> et a établi pour ces institutions un supplément de 1 % en actions ordinaires. Ces banques ont jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2016 pour respecter cette exigence de fonds propres additionnelle. Le budget fédéral de 2013 prévoyait également la mise en place d'un cadre détaillé de gestion des risques visant les institutions d'importance systémique nationale, cadre qui

<sup>40</sup> Il s'agit ici de la souscription, par les institutions financières, d'assurances pour leurs portefeuilles de prêts hypothécaires au rapport prêt-valeur peu élevé.

<sup>41</sup> Pour un complément d'information, le lecteur peut se reporter à l'adresse : <http://www.budget.gc.ca/2013/doc/bb/brief-bref-fra.html>.

<sup>42</sup> Ce sont la Banque Canadienne Impériale de Commerce, la Banque de Montréal, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque Nationale du Canada, la Banque Royale du Canada et la Banque Toronto-Dominion.

doit inclure des exigences de fonds propres plus élevées, une surveillance plus étroite, l'obligation de préparer des plans de reprise des activités et de résolution, des exigences de communication financière supplémentaires et un régime de recapitalisation interne aux termes duquel (en cas de défaillance d'une banque) les pertes seraient supportées par les créanciers avant que toute aide publique ne soit accordée. Au Québec, l'Autorité des marchés financiers a désigné le Groupe Desjardins comme institution financière de régime provincial ayant une importance systémique.

Par ailleurs, le gouvernement du Canada a entrepris de réduire sa dépendance à l'égard des notes de crédit externes, comme en ont convenu les dirigeants du G20 en 2010. Plus particulièrement, la Banque a constitué le nouveau Groupe chargé de la notation du crédit, qui appuiera le Comité de notation du risque, composé de représentants de la Banque du Canada et du ministère des Finances. Le Groupe aura pour rôle d'évaluer le risque de crédit présenté par les actifs que la Banque gère pour le compte du gouvernement du Canada (Encadré 2).

En 2012, une contrepartie centrale pour le marché canadien des pensions sur titres a été mise en place afin de renforcer la résilience de ce marché de financement essentiel. Depuis la parution de la *Revue* en décembre, les services de compensation assurés par la contrepartie centrale ont été étendus aux opérations au comptant et aux opérations de pension à contreparties anonymes<sup>43</sup>. Entre-temps, la Banque du Canada poursuit la mise en application des nouvelles normes internationales de gestion des risques à l'égard de ses activités de surveillance des infrastructures de marché d'importance systémique. De nouveaux progrès ont été accomplis au pays quant à l'engagement des dirigeants du G20 à faire en sorte que la compensation de tous les contrats de dérivés de gré à gré standardisés soit assurée par des contreparties centrales. Les institutions canadiennes confient graduellement leurs opérations sur dérivés de taux d'intérêt au service SwapClear de LCH.Clearnet, situé à Londres. En avril, SwapClear, la plus importante contrepartie centrale mondiale du marché des dérivés de taux d'intérêt, a été désignée comme service d'importance systémique pour le système financier canadien et est maintenant assujettie à la surveillance de la Banque du Canada. Celle-ci exerce cette fonction dans le cadre d'un mécanisme multilatéral de surveillance concertée. En permettant une maîtrise efficace du risque systémique au sein de ce marché essentiel, la surveillance concertée de SwapClear aura pour effet d'accroître la résilience du système financier canadien.

À l'échelle internationale, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a publié les nouvelles exigences touchant le ratio de liquidité à court terme, qui rehaussent les normes minimales relatives à la liquidité de financement des banques. Ces normes sont décrites dans un article de la présente livraison, en page 41. Le Comité de Bâle et l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont fait paraître conjointement un cadre d'action presque définitif concernant les exigences en matière de marges dans le cas des contrats de dérivés de gré à gré dont la compensation n'est pas effectuée par une contrepartie centrale. Enfin, le Conseil de stabilité financière travaille à l'élaboration d'une série de recommandations intégrées ayant pour objet de renforcer la réglementation et la surveillance du secteur bancaire parallèle<sup>44</sup>. Ces recommandations seront rendues publiques à l'automne de 2013.

<sup>43</sup> On trouvera de plus amples renseignements sur la contrepartie centrale pour les opérations sur titres à revenu fixe et les différentes étapes de sa création dans le rapport intitulé « La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe », paru dans la livraison de juin 2012 de la *Revue*, p. 49-56.

<sup>44</sup> Un article en page 59 de la présente livraison porte sur le secteur bancaire parallèle au Canada.

## Encadré 2

## Un nouveau processus interne d'évaluation du crédit pour réduire la dépendance à l'égard des notes de crédit externes

Plus tôt cette année, la Banque du Canada a mis sur pied le Groupe chargé de la notation du crédit au sein de son Bureau de surveillance des risques financiers. Le Groupe a pour mandat d'évaluer les risques de crédit (ou de défaillance) associés aux actifs et aux autres expositions financières que la Banque gère pour le compte du gouvernement du Canada. Il apporte son soutien au Comité de notation du risque, parrainé conjointement par la Banque et le ministère des Finances, qui note les contreparties aux opérations de négociation et de placement du Compte du fonds des changes<sup>1</sup> ainsi qu'aux opérations de placement des soldes de trésorerie du Receveur général.

Les notes attribuées à l'interne serviront à établir des conditions d'admissibilité et des limites de crédit dans le cadre de la politique de gestion des risques du gouvernement. Elles sont destinées à remplacer ou à compléter les notes fournies actuellement par les agences de notation suivantes : DBRS, Fitch, Moody's et Standard & Poor's. Cette initiative s'inspire des pratiques exemplaires récentes adoptées par les gestionnaires de fonds publics à l'échelle internationale et est conforme aux recommandations contenues dans les Principes pour réduire la dépendance à l'égard des agences de notation financière, publiés par le Conseil de stabilité financière en 2010. Les principes du Conseil ont pour objet de limiter le recours systématique aux notes des agences de notation en encourageant les banques, les investisseurs institutionnels et les autres opérateurs des secteurs public et privé à élargir l'éventail des évaluations des risques qu'ils mènent<sup>2</sup>. La diversification des méthodes d'analyse du crédit peut accroître la stabilité financière mondiale en mettant un frein à la pratique consistant à intégrer les notes des agences de notation dans les directives de placement et la réglementation du secteur financier, pratique qui peut avoir pour effet de déclencher de fortes variations dans les prix des titres lorsque les agences modifient leurs notes.

Pour l'évaluation du risque de crédit, des modèles ont été mis au point à partir de méthodes de notation provisoires fondées sur les travaux d'autres évaluateurs du risque de crédit et les résultats de recherche dans le domaine. Les analyses prospectives du crédit portant sur des contreparties et des émetteurs individuels font appel à toute une gamme d'outils, y compris différents scénarios macroéconomiques et des tests de résistance. Les notes accordées reposent sur les renseignements accessibles au public et sont à l'usage interne de la Banque du Canada et du ministère des Finances. À partir

de cette analyse du Groupe chargé de la notation du crédit, le Comité de notation du risque a commencé à attribuer des notes internes (provisoires) aux États souverains, aux organismes supranationaux et autres émetteurs dont les titres composent le portefeuille du Compte du fonds des changes. En 2014, on commencera à accorder des notes internes à toutes les contreparties aux opérations de placement et de négociation du Receveur général et du Compte du fonds des changes. Cette mise en œuvre graduelle vise à permettre l'acquisition d'une culture du risque de crédit au fur et à mesure que l'on se familiarisera avec les méthodes de notation, les modèles d'évaluation et la notation interne, de manière à juger de leur robustesse.

Les notes internes remplaceront ou compléteront celles des agences dans la plupart des cas. Ces nouvelles notes ne seront donc nullement fondées sur des notes de crédit externes, mais elles seront exprimées selon une échelle reprenant les symboles familiers qu'emploient les agences de notation (par exemple, « Aaa » ou « AAA »). L'échelle interne est mise en correspondance avec celles des agences de notation, de sorte qu'avec le temps, les méthodes entraînant la modification des notes internes pourront être évaluées et la précision des notes attribuées pourra être comparée à celle des notes venant des agences.

### Gouvernance

Le nouveau processus d'évaluation du crédit, de concert avec d'autres éléments de la politique de gestion des risques du gouvernement, est régi par un protocole d'entente entre la Banque et le ministère des Finances. Ce protocole, publié le 24 avril 2013 (<http://www.fin.gc.ca/treas/Goveev/mou-trm-fra.asp>), prévoit que : 1) le Bureau de surveillance des risques financiers évalue de façon autonome les risques de crédit des portefeuilles du Compte du fonds des changes et du Receveur général; 2) les notes internes sont établies en toute indépendance par le Comité de notation du risque; 3) les méthodes de notation sont approuvées par le Comité de gestion financière, qui conseille le ministre des Finances en matière de stratégie et de politiques.

Le Groupe chargé de la notation du crédit et le Comité de notation du risque jouent un rôle important dans l'amélioration du cadre de gestion des risques liés aux portefeuilles du Compte du fonds des changes et du Receveur général. Cette capacité grandissante d'évaluer à l'interne le risque de crédit offre des avantages d'ordre plus général, car elle confère à la Banque de nouveaux outils d'évaluation des risques, aussi bien nationaux qu'internationaux, susceptibles de menacer la stabilité financière du Canada.

1 Le Compte du fonds des changes représente la partie la plus importante des réserves de change officielles du Canada.

2 On trouvera plus de précisions à l'adresse suivante : [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101027.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf) (en anglais seulement).

Malgré toutes ces réalisations, il reste encore beaucoup à faire. Il incombe aux décideurs de veiller à ce que les normes mondiales convenues soient mises en œuvre intégralement, dans les temps et de façon uniforme, du fait que l'introduction des réformes du secteur financier est plutôt inégale d'un pays à l'autre. À l'heure actuelle, seuls 14 des 27 pays membres du Comité de Bâle ont adopté dans leur forme définitive des réglementations conformes à Bâle III. En outre, dans le cadre de son Programme d'évaluation de la concordance des réglementations, le Comité de Bâle a publié, en janvier 2013, une étude mettant en évidence une variation considérable dans les méthodes appliquées par les banques mondiales pour évaluer les actifs pondérés en fonction des risques contenus dans leur portefeuille de négociation. Puisque cette variation est susceptible de miner la crédibilité des ratios de fonds propres bancaires déclarés, le Comité de Bâle poursuit ses travaux à partir de ses constatations et devrait faire connaître les moyens d'action envisageables en juillet. Enfin, le rapport d'examen par les pairs des régimes de résolution, publié par le Conseil de stabilité financière en avril 2013, montre qu'il faudra consentir d'autres efforts en vue d'adopter des lois et de conférer aux autorités les pouvoirs voulus pour permettre une résolution ordonnée des défaillances d'institutions d'importance systémique.

# Rapports

---

La section « Rapports » aborde des questions intéressantes des diverses composantes du système financier.

## Introduction

La présente section de la *Revue du système financier* contient trois rapports : le premier traite des nouvelles normes internationales destinées à renforcer la gestion du risque de liquidité dans les banques; le deuxième, de l'incidence des changements réglementaires sur le marché des sûretés; et le troisième, d'aspects de l'évolution du secteur bancaire parallèle canadien qui doivent être suivis de près à cause des risques systémiques qu'ils peuvent présenter.

Dans le rapport ayant pour titre **Le point sur les normes de liquidité de Bâle III**, Tamara Gomes et Carolyn Wilkins présentent les plus récentes modifications apportées au ratio de liquidité à court terme défini dans le cadre du dispositif de Bâle III. Elles exposent les raisons à l'origine des changements et expliquent comment la mise en œuvre du ratio révisé conduira à une amélioration des pratiques de gestion du risque de liquidité dans les banques. Les auteures font en outre le bilan des travaux en cours en vue d'achever la conception du ratio structurel de liquidité à long terme, en s'attachant à dégager les principaux éléments devant être pris en compte pour atteindre l'objectif fixé, soit faire reposer l'activité bancaire sur des sources de financement plus stables.

Le second rapport, **Incidence potentielle de la réglementation financière sur le marché des sûretés**, présente une analyse effectuée par Jorge Cruz Lopez, Royce Mendes et Harri Vikstedt au sujet des répercussions des changements cycliques et structurels sur le marché des sûretés, à l'échelle mondiale et au Canada. Les auteurs examinent en particulier les effets que les réformes des dérivés de gré à gré et les règles de Bâle III en matière de liquidité auront sur la demande des actifs pouvant servir de sûretés. Ils concluent que l'accroissement de la demande est maîtrisable étant donné : la répartition efficiente des sûretés que permettent les mécanismes d'établissement des prix; l'offre actuelle et l'offre estimative future d'actifs de haute qualité; le calendrier pluriannuel prévu pour l'adoption des nouvelles réglementations; et la capacité des autorités de réglementation et des participants au marché d'assouplir les critères d'admissibilité des sûretés en fonction des risques ou d'offrir des services de transformation de sûretés fondés sur une approche prudente.

Dans le rapport ayant pour titre **Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada**, Toni Gravelle, Timothy Grieder et Stéphane Lavoie décrivent la structure et l'évolution des

principales activités de ce secteur et en cernent les risques systémiques potentiels. Ils constatent que le secteur bancaire parallèle canadien, mesuré aussi bien en proportion du système bancaire classique que par rapport à l'ensemble de l'économie, est de plus petite taille que son pendant américain. Sa composition est relativement traditionnelle aussi, une large part de ses activités étant menée par des institutions réglementées, ou faisant intervenir l'une d'elles, et jouissant d'une garantie explicite de l'État. Néanmoins, les auteurs concluent qu'il convient de suivre de près certains aspects de l'évolution de ce secteur. Ce sont notamment la croissance vigoureuse du recours des prêteurs hypothécaires spécialisés à la titrisation des créances assurées; l'utilisation grandissante des opérations de pension par certaines caisses de retraite pour créer un effet de levier; et le financement d'actifs à long terme, tels que le crédit hypothécaire à l'habitation, par l'émission de papier commercial adossé à des actifs à court terme.

# Le point sur les normes de liquidité de Bâle III

Tamara Gomes et Carolyn Wilkins

## Introduction

Les banques sont au cœur du financement de l'activité économique de par leur rôle d'intermédiaire entre les épargnants et les emprunteurs, et la transformation des échéances qu'elles assurent dans le cadre de ce rôle concourt à l'allocation efficiente des ressources au sein de l'économie. Leurs activités d'intermédiation les exposent cependant à un certain nombre de risques, entre autres le risque de liquidité de financement. Comme la crise financière qui s'est amorcée en 2007 l'a clairement illustré, la mauvaise gestion du risque de liquidité peut causer de graves problèmes aux établissements bancaires, contribuer à la propagation de tensions financières à l'ensemble du système financier et finalement conduire à l'interruption de l'intermédiation financière.

Le présent article s'intéresse à ce qui a motivé l'élaboration du volet liquidité du dispositif de Bâle III, à savoir tenter de répondre aux insuffisances de la gestion du risque de liquidité révélées par la crise financière. Il examine l'évolution du ratio de liquidité à court terme durant la période d'observation fixée pour l'évaluation de cette norme, y compris les modifications qui viennent de lui être apportées, ainsi que les questions encore en suspens. Enfin, il fait le point sur les travaux de construction du ratio structurel de liquidité à long terme en dégageant les objectifs et les principales considérations qui devraient être prises en compte dans la formulation et le calibrage définitifs de ce ratio.

Plusieurs pays, dont le Canada, ont réagi aux lacunes de la gestion du risque de liquidité mises au jour par la crise en renforçant leurs recommandations prudentielles et leurs activités de surveillance à cet égard. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a pour sa part entrepris de renforcer les normes et principes internationaux de mesure et de gestion du risque de liquidité. Le document intitulé *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, publié en décembre 2010 (Comité de Bâle, 2010b), examine en profondeur les pratiques des banques en

matière de gestion des risques liés à la liquidité de financement<sup>1</sup>. Le volet liquidité de Bâle III est centré sur deux normes : le ratio de liquidité à court terme et le ratio structurel de liquidité à long terme, qui servent deux objectifs distincts mais complémentaires. Le premier ratio doit favoriser la résilience à court terme aux chocs de liquidité défavorables en faisant en sorte qu'une banque dispose de suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour surmonter une grave crise qui durerait un mois. Quant au second, il est destiné à promouvoir la résilience à plus long terme du point de vue structurel, en encourageant les banques à se tourner davantage vers des sources de financement plus stables, notamment des instruments à plus long terme. Ce volet est complété d'un ensemble d'indicateurs de suivi à l'usage des organismes de surveillance.

Le Comité de Bâle a aussi établi une période d'observation, commencée en 2011, pour donner aux autorités le temps d'évaluer les normes de liquidité, surtout pour en atténuer les possibles conséquences non souhaitées sur le fonctionnement des marchés et sur l'activité économique. De fait, à la suite de l'analyse réalisée sur la période 2011-2012, le Comité a apporté d'importantes modifications au ratio de liquidité à court terme, qui ont été publiées en janvier 2013 (Banque des Règlements Internationaux [BRI], 2013) après avoir été entérinées par le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire, l'instance de gouvernance dont relève le Comité. Quelques aspects de la nouvelle norme, parmi lesquels la mise au point d'un cadre d'information publique et l'analyse des liens entre le ratio de liquidité à court terme et l'octroi de liquidités par les banques centrales, seront précisés

<sup>1</sup> Ce comité mène depuis longtemps des travaux consacrés à la gestion du risque de liquidité dans les banques. À titre d'exemple, en 1992, le Comité de Bâle publiait un tout premier cadre de gestion et de mesure de ce risque. Plus récemment, le Groupe de travail sur la liquidité, un sous-groupe du Comité qui a vu le jour en 2006, a rédigé des rapports visant à actualiser et à étayer ces documents (Comité de Bâle, 2000 et 2008).

d'ici la fin de 2013. Les travaux relatifs à ce ratio tirant à leur fin, le Comité concentre maintenant ses efforts sur la poursuite de l'élaboration du ratio structurel de liquidité à long terme, en vue de son parachèvement d'ici la fin de 2014<sup>2</sup>.

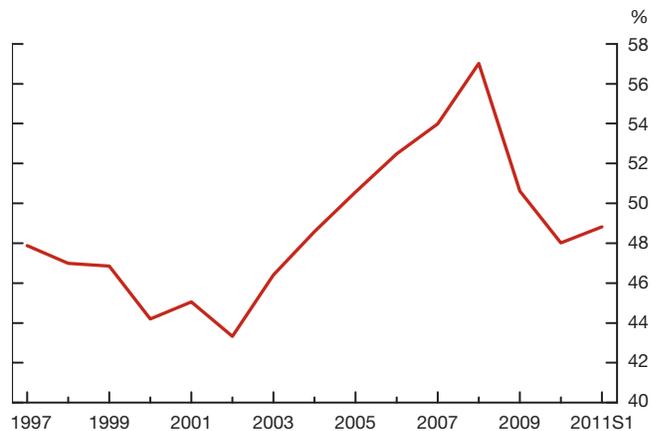
## L'expérience de la crise financière

Les interactions entre liquidité de financement et liquidité de marché ont engendré des dynamiques hautement procycliques durant la crise financière. Ces interactions pernicieuses entre la nécessité pour les banques de générer les flux de trésorerie dont elles ont besoin pour faire face à leurs engagements (la liquidité de financement) et leur capacité à effectuer des opérations sur les marchés financiers sans faire varier les cours de façon marquée (la liquidité de marché) ont déclenché des spirales de liquidité néfastes qui ont mis en péril la stabilité financière mondiale<sup>3</sup>. Cette dynamique s'est manifestée avec une acuité particulièrement sévère dans les grandes économies, aux États-Unis et en Europe par exemple. Elle s'est également fait sentir au Canada, mais de manière beaucoup moins intense (Gomes et Khan, 2011).

Dans les années qui ont précédé la crise, deux grandes tendances ont fragilisé la structure de financement d'un certain nombre d'établissements. D'abord, les banques s'en sont remises de plus en plus aux marchés de gros à court terme au détriment de sources plus stables de financement comme les dépôts des particuliers ou l'endettement à long terme. En l'espace de six ans seulement (entre 2002 et 2008), la part du financement à court terme mobilisé sur les marchés de gros est ainsi passée d'environ 44 % à près de 60 % de l'ensemble des ressources des banques internationales (Graphique 1). Cette dépendance croissante a été en partie alimentée par l'accès facile à du financement à court terme relativement bon marché, reposant entre autres sur les titrisations (titres adossés à des actifs et papier commercial adossé à des actifs). S'ajoute à cela le fait que la majeure partie des opérations ont été conclues avec des contreparties au profil de liquidité fragile, ce qui a multiplié les interdépendances, les expositions mutuelles et les canaux de contagion.

En deuxième lieu, les banques ont accumulé de grandes quantités d'actifs qui se sont révélés moins liquides que prévu, en particulier les instruments résultant de créances titrisées (tels que les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles et autres titres

**Graphique 1 : Le recours des banques internationales au financement à court terme a connu un vif essor entre 2002 et 2008**



Nota : La part du financement à court terme a été calculée en soustrayant les dépôts des clients de l'ensemble du passif des 40 plus grandes banques commerciales du monde.

Source : Bankscope

Dernière observation : 2011S1

adossés à des actifs)<sup>4</sup>. Lorsque les conditions du marché se sont durcies, les banques n'ont plus été à même de monétiser (c.-à-d. de liquider ou de donner en garantie) ces actifs sur les marchés de financement privés, leur échéance plus lointaine et leur complexité contribuant à les rendre relativement illiquides.

Le financement de proportions croissantes d'actifs peu liquides par des sources de financement à court terme (et somme toute instables) a incité le Comité de Bâle à entreprendre l'élaboration du ratio de liquidité à court terme et du ratio structurel de liquidité à long terme. La Banque du Canada et le Bureau du surintendant des institutions financières ont participé activement à la création de ces normes, qui serviront à renforcer l'ensemble du dispositif de Bâle III et à augmenter la résilience des établissements bancaires et du système financier mondial.

## Ratio de liquidité à court terme

### Objectifs et élaboration

Le ratio de liquidité à court terme a pour but de renforcer la résilience des banques à d'éventuels chocs sur leur liquidité et, de ce fait, de limiter la nécessité du soutien des pouvoirs publics. Il impose la constitution d'un stock d'actifs liquides de haute qualité non grevés suffisant pour au moins permettre à la banque de survivre à une pénurie de financement jusqu'au 30<sup>e</sup> et dernier jour du scénario de tensions postulé, date à laquelle

<sup>2</sup> Voir BRI (2013). Les banques seront tenues de respecter le calendrier de mise en place progressive du ratio de liquidité à court terme, qui s'étend de 2015 à 2018. Quant au ratio structurel de liquidité à long terme, il sera mis en œuvre le 1<sup>er</sup> janvier 2018.

<sup>3</sup> Lire notamment Brunnermeier (2009) ainsi que Brunnermeier et Pedersen (2009).

<sup>4</sup> Par exemple, Acharya, Afonso et Kovner (2013) indiquent que l'encours du papier commercial adossé à des actifs est passé de 900 milliards de dollars É.-U. en 2006 à près de 1 200 milliards au milieu de 2007. Cet encours n'était plus que de 700 milliards au début de 2009.

## Encadré 1

## Définition du ratio de liquidité à court terme

Les trois grands groupes d'actifs suivants répondent à la définition d'actifs liquides de haute qualité et peuvent faire partie du numérateur du ratio :

- Le groupe des actifs de niveau 1 englobe la trésorerie, les réserves à la banque centrale et les équivalents de trésorerie, comme les titres de dette souveraine bien notés. Ces actifs peuvent constituer une part illimitée des actifs liquides et sont évalués à leur pleine valeur (aucune décote).
- Les actifs de niveau 2a comprennent les titres de dette publique jouissant d'une moins bonne note de même que les obligations sécurisées et obligations de sociétés non financières mieux notées. Ces actifs, qui sont soumis à une décote minimale de 15 %, ne doivent pas constituer plus de 40 % du stock d'actifs liquides.
- Les actifs de niveau 2b, dont l'inclusion dans le numérateur est laissée à l'appréciation des autorités de contrôle nationales, comprennent les obligations de sociétés

non financières moins bien notées et les actions de sociétés non financières de premier ordre (auxquelles s'appliquent respectivement une décote minimale de 50 %) ainsi que les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles de qualité élevée (soumis à une décote minimale de 25 %). Les actifs de niveau 2b ne doivent pas constituer plus de 15 % du stock d'actifs liquides.

Le dénominateur du ratio de liquidité à court terme correspond aux sorties totales moins les entrées totales de trésorerie attendues, dans le scénario de tensions considéré, durant les 30 jours calendaires suivants. Ces montants sont calculés en multipliant les encours par les taux de sorties et d'entrées prévus dans le scénario. Un plafond global correspondant à 75 % des sorties de fonds attendues est appliqué au total des entrées de fonds. On trouvera une description détaillée des catégories de flux de trésorerie entrants et sortants ainsi que des coefficients qui leur sont appliqués dans le document publié par le Comité de Bâle (2013).

la direction de l'établissement ou les responsables pruden­tiels auront dû décider des actions correctives appropriées ou de la soumission de la banque à un processus de résolution ordonné. Le ratio de liquidité à court terme est défini comme suit :

stock d'actifs liquides de haute qualité / total des sorties de trésorerie nettes dans les 30 jours calendaires suivants  $\geq 100$  %.

L'atteinte de l'objectif poursuivi par l'instauration du ratio de liquidité à court terme dépend dans une large mesure de la définition des « actifs liquides de haute qualité » figurant au dénominateur du ratio, d'une part, et, d'autre part, du calibrage des paramètres liés aux entrées et aux sorties de fonds (Encadré 1).

Depuis le début, en 2011, de la période d'observation fixée pour l'examen des normes, le Comité de Bâle a procédé à une analyse approfondie de l'ensemble des éléments de la conception du ratio et de son calibrage. Dans la mesure du possible, il a fait reposer cette analyse empirique sur l'expérience de la crise financière de 2007-2009.

Nombre des effets potentiels de l'instauration du ratio de liquidité à court terme sur les modèles de financement bancaire sont des conséquences *souhaitées*, dans la mesure où celui-ci est calibré de manière à inciter à une gestion plus prudente du risque de liquidité.

Bien que le relèvement des exigences prudentielles en matière de fonds propres et de liquidité puisse engendrer des coûts additionnels pour les banques, diverses études (p. ex., Comité de Bâle, 2010a; Conseil de stabilité financière et Comité de Bâle, 2010) prévoient qu'il en résultera d'importants bienfaits sous forme d'une atténuation de la procyclicité et d'une réduction de la probabilité et de la gravité des crises financières.

La période d'observation a été instituée dans le but de limiter les effets *non souhaités* du ratio de liquidité à court terme sur le bon fonctionnement des marchés financiers, l'octroi de crédit et l'économie réelle. De fait, plusieurs modifications importantes ont été apportées à la suite de l'analyse pour combler des lacunes qui, dans bien des cas, avaient été déjà relevées, en particulier par Northcott et Zelmer (2009) ainsi que Gomes et Khan (2011). Ces modifications devraient répondre à plusieurs objectifs : premièrement, faire en sorte que le ratio produise les effets escomptés tant dans des circonstances normales qu'en période de perturbations financières; deuxièmement, limiter l'apparition d'effets pervers sur les marchés d'actifs et les marchés de financement; troisièmement, atténuer les entraves éventuelles à la conduite des opérations de banque centrale; et, enfin, limiter les conséquences indésirables sur l'activité économique.

De manière générale, quatre grands changements ont été apportés à la version initiale du ratio de liquidité à court terme présentée en 2010. Le Comité de Bâle

a d'abord insisté sur le principe selon lequel le stock d'actifs liquides de haute qualité peut être mobilisé au besoin. Les règles de calcul de ce ratio précisent maintenant clairement que, bien que la gestion prudente du risque de liquidité passe par la constitution d'un stock d'actifs liquides de haute qualité en temps normal, les banques peuvent puiser dans ce stock en cas de besoin. Le Comité a également précisé que les autorités de surveillance devront évaluer la situation et prendre des mesures adaptées aux circonstances si le ratio passe sous le minimum requis. Ces précisions devraient atténuer le risque que des pressions émanant des autorités réglementaires et des marchés n'entraînent, à seule fin de satisfaire aux exigences prudentielles, une thésaurisation excessive de la liquidité en période de tensions.

En deuxième lieu, la définition d'actifs liquides de haute qualité a été élargie et s'étend maintenant à une gamme variée d'actifs, y compris ceux dont la liquidité a bien résisté, même en période de tensions. En font notamment partie les obligations de sociétés non financières moins bien notées, les actions de sociétés non financières de premier ordre et les titres adossés à des créances hypothécaires résidentielles de qualité élevée. Étant donné que ces actifs sont moins liquides et qu'un risque de crédit accru leur est associé, ils sont soumis à une décote plus importante et ne peuvent constituer plus de 15 % du stock d'actifs liquides de haute qualité. Ce changement offre aux banques les avantages de la diversification de leur stock d'actifs, soit une diminution de la concentration des risques au sein de leurs bilans et une possible réduction du risque de ventes en catastrophe et de grave dégradation de la liquidité de marché en période de tensions.

Troisièmement, le Comité de Bâle a calibré les taux d'entrées et de sorties pour le calcul du ratio de liquidité à court terme en se fondant sur l'expérience de la crise financière. Il a porté une attention particulière aux effets indirects potentiels, car le choix des coefficients influera sur les coûts relatifs de financement et, partant, sur la propension à vouloir mener certaines activités. Ainsi que nous l'avons évoqué plus haut, l'augmentation de coûts est en partie intentionnelle, comme en témoigne le taux de sorties de 100 % attribué aux financements non garantis provenant d'autres institutions financières<sup>5</sup>. Ces financements se précarisent durant les crises systémiques, ce qui explique la volonté de décourager le recours indu à cette source de fonds. Le calibrage est le même pour les flux entrants et sortants, à savoir que le taux d'entrées est aussi de 100 % pour la banque

prêteuse, ce qui est conforme aux hypothèses qui sous-tendent les pratiques des banques en matière de gestion des risques.

D'autres calibrages auraient pu occasionner un accroissement excessif du coût de services financiers essentiels et des répercussions négatives non souhaitées sur la création du crédit dans l'économie en général. Ainsi, le taux de sorties antérieurement retenu pour les lignes de liquidité était de 100 %, ce qui est nettement supérieur aux taux observés dans le passé. Le maintien de ce taux aurait pu entraîner des conséquences défavorables pour les sociétés non financières (Gomes et Khan, 2011), car de nombreuses entreprises comptent sur ces filets de sécurité pour émettre du papier commercial, et cette exigence aurait pu rendre prohibitifs leurs coûts de financement de marché dans le cadre de la gestion courante de leurs liquidités. On a donc réduit à 30 % le coefficient appliqué à ces lignes, lequel est plus conforme aux taux constatés dans les périodes de tensions examinées<sup>6</sup>. Ces considérations, conjuguées à l'étude des événements passés, ont incité le Comité à modifier les taux de sorties retenus pour d'autres éléments, notamment certains types de dépôts, des lignes de liquidité confirmées et des obligations découlant d'instruments de crédit commercial. D'autres calibrages préliminaires ne cadraient pas avec la conduite des opérations de politique monétaire et auraient pu l'influencer de façon inappropriée. C'est la raison pour laquelle le taux de sorties associé à toutes les opérations garanties par les banques centrales a été ramené à zéro.

Enfin, le Comité de Bâle a décidé que le ratio de liquidité à court terme serait instauré progressivement, à compter de janvier 2015 (où l'exigence minimale sera de 60 %), et qu'il deviendrait applicable dans son intégralité en janvier 2019. Cette mise en œuvre graduelle est harmonisée avec l'approche adoptée pour les exigences du dispositif de Bâle III sur les fonds propres. Il est aussi prévu que les pays qui bénéficient d'un soutien pour mener à bien des réformes macroéconomiques et structurelles puissent opter pour un calendrier de mise en œuvre distinct<sup>7</sup> (Comité de Bâle, 2013). Ces dispositions devraient permettre aux banques de renforcer leurs méthodes de gestion du risque de liquidité et de se conformer à la norme de liquidité sans que leur rôle de fournisseur de crédit à l'économie réelle en souffre. Parce qu'elles sont depuis longtemps soumises à la surveillance prudentielle de leur

5 Autrement dit, les banques réglementées doivent posséder des actifs liquides de haute qualité d'un montant correspondant à celui de ces opérations et échéant au plus tard dans les 30 jours.

6 Le taux de sorties détermine le montant d'actifs liquides de haute qualité que les banques doivent détenir en contrepartie des décaissements postulés dans le scénario de référence. Dans le cas des lignes de liquidité, les règles initiales prévoyaient que les établissements seraient tenus de posséder des actifs liquides de haute qualité d'un montant égal à celui des sorties de fonds attendues, en raison de la mobilisation de ces lignes. Selon les règles modifiées, les banques ne doivent plus détenir qu'un montant d'actifs liquides de haute qualité égal à 30 % des décaissements potentiels.

7 En particulier les pays qui s'engagent dans un programme d'aide multilatérale.

position de liquidité et à des obligations redditionnelles à cet égard, les banques canadiennes sont bien placées pour respecter ces exigences.

## Questions en suspens

Bien que la conception et le calibrage du ratio de liquidité à court terme aient été achevés dans leurs grandes lignes en janvier 2013, trois questions sont encore à l'étude (BRI, 2013) :

1. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire travaille à définir des exigences en vue d'améliorer la cohérence et la transparence de l'information publiée par les banques sur leurs pratiques de financement et de gestion de la liquidité. Conformément aux objectifs du troisième pilier de l'accord de Bâle sur les fonds propres, une communication financière accrue favorisera une discipline de marché propre à renforcer l'efficacité des réglementations prudentielles et réduira les risques associés au manque de transparence ayant contribué à l'incertitude pendant la crise. Le Comité devra mettre en balance ces avantages et les signaux négatifs que pourrait donner le marché en période de tensions financières.
2. Le Comité de Bâle envisage l'utilisation d'indicateurs de marché pour mesurer la liquidité, en complément aux mesures existantes, qui sont fondées sur les catégories d'actifs et les notations financières. Puisque les autorités de contrôle peuvent opter pour des exigences plus contraignantes que celles prévues au titre du ratio de liquidité à court terme, l'emploi de tels indicateurs permettra d'améliorer leur capacité d'évaluer les caractéristiques de liquidité des actifs pouvant actuellement être considérés comme des actifs liquides de haute qualité<sup>8</sup>.
3. Enfin, le Comité de Bâle analyse les interactions entre le ratio de liquidité à court terme et l'octroi de liquidités par les banques centrales.

Ces travaux devraient être terminés à la fin de 2013.

## Ratio structurel de liquidité à long terme

### Objectifs et élaboration

Le ratio structurel de liquidité à long terme a été conçu pour limiter l'exposition *ex ante* des banques au risque de liquidité de financement par la promotion d'un profil de financement plus stable au regard des échéances des actifs et des engagements hors bilan. Il vise à compléter le ratio de liquidité à court terme en incitant les établissements à apporter des changements

structurels à leur profil de financement au-delà de la période de 30 jours, favorisant ainsi la solidité du système bancaire sur le plan *structurel*. Plus précisément, le ratio structurel de liquidité à long terme a pour but de dissuader le recours excessif au financement de gros à court terme et d'encourager une meilleure gestion du risque de liquidité découlant des expositions hors bilan.

En allongeant la durée de leur profil de financement et en augmentant sa stabilité par diverses méthodes, les banques peuvent atténuer leur exposition au risque d'asymétrie des échéances. Le financement d'actifs à long terme (tels que des prêts hypothécaires) au moyen d'un passif de gros à court terme expose les établissements au risque de refinancement (impossibilité de reconduire un financement sans une hausse considérable des coûts) ou au risque de désengagement massif de la part des créanciers. Si l'un ou l'autre de ces risques se matérialisait, une banque pourrait ne pas être en mesure de financer ses opérations et de respecter ses engagements envers ses clients sans procéder au bradage d'actifs potentiellement illiquides.

Plusieurs formes de ratios structurels de liquidité permettent de surveiller et de gérer ces risques. À titre d'exemple, les banques et les autorités de contrôle ont souvent recours à l'analyse de l'asymétrie des échéances ou à l'examen d'un tableau des échéances afin de déceler les écarts entre les entrées et les sorties de trésorerie contractuelles qui pourraient susciter un risque de liquidité. Pour ce faire, elles utilisent notamment l'indicateur de l'asymétrie des échéances contractuelles qui figure parmi les outils de suivi du risque de liquidité prévus aux termes de Bâle III (Comité de Bâle, 2013). Il existe d'autres indicateurs plus simples comme : 1) le ratio des ressources de base, un simple rapport entre l'actif (non pondéré) et le financement stable<sup>9</sup>; et 2) la part du financement à court terme dans les ressources totales de la banque, qui limite le rôle du financement moins stable dans l'ensemble du financement.

Dans sa proposition de 2010 concernant le ratio structurel de liquidité à long terme, le Comité de Bâle a choisi une mesure qui prend en considération les facteurs de risque définis autant pour les actifs que pour les passifs ainsi qu'une vaste gamme d'activités de bilan et de positions hors bilan<sup>10</sup>. Selon la définition de ce ratio,

<sup>8</sup> Le premier pilier de l'accord de Bâle établit des exigences minimales; les autorités de contrôle peuvent toutefois choisir d'appliquer les normes plus strictes du deuxième pilier.

<sup>9</sup> Le ratio de ressources de base utilisé dans le régime prudentiel de la Nouvelle-Zélande (Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, 2011) en constitue un exemple concret.

<sup>10</sup> La mesure proposée a également pour objet de décourager un recours excessif aux emprunts auprès d'autres banques, lesquels peuvent intensifier les interconnexions et la contagion en période de tensions.

le montant de financement stable disponible doit être supérieur au montant de financement stable exigé :

financement stable disponible / financement stable exigé > 100 %.

Le « financement stable disponible » désigne les fonds propres, les actions privilégiées et les passifs ayant une échéance résiduelle d'au moins un an, de même que la part des dépôts et du financement de gros « d'une durée inférieure à un an qui serait durablement conservée en cas de tensions idiosyncrasiques (propres à l'établissement) » (Comité de Bâle, 2010b). Dans la version de 2010 du document, on a attribué une pondération à ces catégories de financement selon le niveau de stabilité établi pour chacune.

Le montant de financement stable exigé correspond à la somme des actifs non grevés, des expositions hors bilan et des autres activités. On applique à chacune de ces catégories un coefficient inversement lié au niveau de liquidité qu'on leur attribue, c'est-à-dire que plus l'actif est jugé liquide, moins le montant de financement stable exigé est élevé. L'encaisse immédiatement disponible se verrait ainsi affecter un coefficient de 0 % puisqu'elle est censée être accessible sur-le-champ, tandis que les prêts aux particuliers assortis d'une échéance résiduelle de moins d'un an recevraient un coefficient de 85 % car ils ne seront remboursés intégralement qu'à une date ultérieure.

La norme doit être respectée en tout temps et le ratio structurel de liquidité à long terme calculé doit être communiqué aux autorités au moins une fois par trimestre (voir Comité de Bâle, 2010b, pour des précisions). Un horizon d'un an a été retenu comme ligne de démarcation entre le financement stable (à long terme) et les ressources à court terme aux fins du calcul du ratio, en accord avec le fait que, dans la configuration actuelle des marchés, la majorité du financement obtenu sur le marché monétaire a une échéance maximale de douze mois.

Les travaux publiés sur le sujet indiquent que le respect de la nouvelle norme imposera des coûts aux banques, ce qui érodera leur rentabilité et pourrait faire augmenter le coût des prêts (Härle et autres, 2010; King, 2012). Cependant, les recherches donnent aussi à penser qu'une hausse du ratio structurel de liquidité à long terme réduirait les risques de faillites bancaires, surtout parmi les établissements les plus vulnérables (Vazquez et Federico, 2012; Comité de Bâle, 2010a). En renforçant les structures de financement stable *ex ante*, le ratio structurel de liquidité à long terme devrait raffermir la confiance dans les banques et diminuer la probabilité de crises financières.

## Facteurs importants à considérer dans l'élaboration d'une norme structurelle en matière de financement

Les travaux d'élaboration de la nouvelle norme structurelle devraient prendre en compte un certain nombre de facteurs clés d'ici la fin de la période d'observation afin d'en consolider les avantages et d'éviter les conséquences indésirables.

Premièrement, même si le ratio structurel de liquidité à long terme a pour vocation de restreindre les asymétries d'échéances *excessives*, il ne doit pas entraver indument la capacité des banques de transformer les échéances ni d'offrir du crédit et de la liquidité au système financier entendu au sens large (ménages, entreprises et marchés). Un certain degré d'asymétrie des échéances est indissociable de la fonction d'intermédiation des banques, et le recours aux emprunts à court terme peut présenter des avantages. Par exemple, la collecte des dépôts à court terme des particuliers, qui constitue le cœur de l'activité bancaire de détail classique, peut représenter une source stable de liquidité, contrairement au financement de gros à court terme. Les contrats à court terme assimilables à des titres de créance peuvent également imposer quelque discipline aux directeurs d'institutions financières et ils pourraient être la meilleure réponse du privé aux préoccupations en matière de gouvernance (Calomiris et Kahn, 1991; Diamond et Rajan, 2000 et 2001). De même, le financement à court terme peut inciter les créanciers à surveiller le comportement des directeurs de banque et, par le fait même, atténuer les problèmes de délégation et l'aléa moral (Diamond, 1984).

Quoi qu'il en soit, à mesure que la proportion du financement instable s'accroît au bilan d'une banque, le profil de financement structurel de cette dernière faiblit. Ainsi, une banque qui finance des prêts hypothécaires à long terme au moyen d'emprunts de gros à très court terme non garantis est plus exposée au risque de refinancement ou de désengagement massif qu'un établissement qui octroie des prêts hypothécaires à partir de dépôts stables et de créances à long terme. Le recours au financement à court terme peut aussi être excessif si la banque ne peut, en raison du nombre élevé de ses créanciers, modifier facilement la structure globale de ses échéances de financement (Brunnermeier et Oehmke, 2013). Sur un autre plan, on constate que l'instabilité des profils de financement est étroitement liée aux interventions des banques centrales visant à faciliter l'accès des institutions financières au refinancement en période de tensions (Farhi et Tirole, 2012).

D'un point de vue systémique, les banques peuvent fragiliser leur profil de financement si elles adoptent des stratégies risquées relativement à leur bilan parce

qu'elles ne font pas la distinction entre le risque que présentent leurs portefeuilles pour elles-mêmes et l'importance que revêtent leurs actifs pour l'ensemble du système financier (Morris et Shin, 2008). Par ailleurs, il se peut que le suivi assuré par les créanciers ne soit pas entièrement efficace (Kashyap, Rajan et Stein, 2008), à cause d'externalités négatives comme des ventes en catastrophe d'actifs ou si les créanciers sont moins enclins à exercer une surveillance que les actionnaires parce qu'ils seront de toute façon remboursés avant eux si l'institution vient à faire faillite. Dans le cas précis où la banque insolvable est d'importance systémique, les créanciers s'attendent à subir peu ou pas de pertes. Par conséquent, il pourrait être bénéfique de mettre en place une norme qui plafonne le degré d'asymétrie entre le financement stable exigé et le financement stable disponible. Les décideurs auront la difficile tâche d'établir la limite constituant un juste équilibre.

Deuxièmement, le ratio structurel de liquidité à long terme doit être établi de façon à soutenir la stabilité financière en diminuant le risque de financement auquel sont exposées les banques et en favorisant une dynamique stabilisatrice à l'échelle du système en période de tensions financières. Pendant la crise, la durée des financements des banques s'est raccourcie considérablement, les marchés à long terme n'étant plus accessibles qu'à une poignée d'entre elles, et ce, à un coût prohibitif. Les banques canadiennes ont elles aussi vu les échéances se raccourcir, malgré leur robustesse relative, mais dans une moindre mesure que les banques américaines et européennes<sup>11</sup>. Une norme structurelle en matière de financement ne devrait pas seulement tenir compte du comportement des banques en situation de tensions; elle devrait également faire en sorte que leurs actions ne viennent pas exacerber la procyclicité ni nuire aux efforts des autorités pour rétablir le fonctionnement des marchés.

<sup>11</sup> La Banque du Canada a même mis en place des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités, sur des périodes allant jusqu'à douze mois, afin d'atténuer les difficultés de financement. Pour des précisions, voir Zorn, Wilkins et Engert (2009).

Enfin, le ratio structurel de liquidité à long terme devrait viser la complémentarité avec les autres exigences prudentielles telles que le ratio de liquidité à court terme, les normes de fonds propres et le ratio de levier. Il y a lieu de penser qu'il en sera ainsi. King (2010) estime notamment qu'en haussant la proportion de leurs actifs liquides pour répondre aux nouvelles normes à ce chapitre, les banques seront mieux à même de se conformer aux exigences accrues en matière de fonds propres, puisque la part de leurs actifs pondérés en fonction des risques aura diminué en contrepartie. De plus, le ratio structurel de liquidité à long terme pourrait interagir avec d'autres initiatives réglementaires. Par exemple, étant donné que ce ratio favorisera l'émission de titres de créance à plus long terme, il pourrait faciliter la requalification des créances en actions en cas de défaillance. Mais comme les interactions et les incitations dépendront tant des particularités du calibrage de la norme que de sa conception générale, une évaluation plus poussée du ratio structurel de liquidité à long terme en relation avec les autres composantes clés du dispositif de Bâle serait avantageuse<sup>12</sup>.

## Conclusion

Le volet liquidité du dispositif de Bâle III comporte des mesures importantes destinées à accroître la résilience des banques aux chocs de liquidité à court terme, à favoriser la solidité de leur profil de financement du point de vue structurel et à les inciter à mieux évaluer et gérer le risque de liquidité. Les progrès réalisés dans la mesure et la gestion de ce risque, combinés aux autres grands volets de Bâle III, contribueront à réduire la probabilité de tensions financières et les répercussions de celles-ci. Les banques canadiennes sont d'ailleurs en bonne position pour se conformer aux nouvelles exigences.

<sup>12</sup> Par exemple, certains acteurs financiers croient que le ratio structurel de liquidité à long terme doit tenir compte des interactions avec le ratio de levier, mais aussi de possibles effets de seuil (Association for Financial Markets in Europe, 2012).

## Bibliographie

Acharya, V. V., G. Afonso et A. Kovner (2013). *How Do Global Banks Scramble for Liquidity? Evidence from the Asset-Backed Commercial Paper Freeze of 2007*, Stern School of Business, Université de New York.

Association for Financial Markets in Europe (2012). *Net Stable Funding Ratio*.

Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (2011). *Liquidity Policy*, département de la surveillance prudentielle, document n° BS13. Internet : <http://www.rbnz.govt.nz/finstab/banking/regulation/3675928.pdf>.

- Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2013). *Le Groupe des gouverneurs de banque centrale et des responsables du contrôle bancaire adopte la version révisée de la norme de liquidité applicable aux banques*, communiqué, 6 janvier.
- Brunnermeier, M. K. (2009). « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 77-100.
- Brunnermeier, M. K., et M. Oehmke (2013). « The Maturity Rat Race », *The Journal of Finance*, vol. 68, n° 2, p. 483-521.
- Brunnermeier, M. K., et L. H. Pedersen (2009). « Market Liquidity and Funding Liquidity », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, p. 2201-2238.
- Calomiris, C. W., et C. M. Kahn (1991). « The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements », *The American Economic Review*, vol. 81, n° 3, p. 497-513.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2000). *Sound Practices for Managing Liquidity in Banking Organisations*.
- (2008). *Principes de saine gestion et de surveillance du risque de liquidité*.
- (2010a). *An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements*.
- (2010b). *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*.
- (2013). *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools*.
- Conseil de stabilité financière et Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010). *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*.
- Diamond, D. W. (1984). « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *The Review of Economic Studies*, vol. 51, n° 3, p. 393-414.
- Diamond, D. W., et R. G. Rajan (2000). « A Theory of Bank Capital », *The Journal of Finance*, vol. 55, n° 6, p. 2431-2465.
- (2001). « Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking », *Journal of Political Economy*, vol. 109, n° 2, p. 287-327.
- Farhi, E., et J. Tirole (2012). « Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts », *The American Economic Review*, vol. 102, n° 1, p. 60-93.
- Gomes, T., et N. Khan (2011). « Renforcement de la gestion du risque de liquidité dans les banques : les nouvelles normes de Bâle III sur la liquidité », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-48.
- Härle, P., E. Lüders, T. Pepanides, S. Pfetsch, T. Poppensieker et U. Stegemann (2010). *Basel III and European Banking: Its Impact, How Banks Might Respond, and the Challenges of Implementation*, coll. « McKinsey Working Papers on Risk », n° 26.
- Kashyap, A. K., R. G. Rajan et J. C. Stein (2008). « Rethinking Capital Regulation », *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, actes du symposium tenu par la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming) en août 2008, p. 1-45.
- King, M. R. (2010). *Mapping Capital and Liquidity Requirements to Bank Lending Spreads*, document de travail n° 324, Banque des Règlements Internationaux.
- (2012). *The Basel III Net Stable Funding Ratio and Bank Net Interest Margins*, manuscrit.
- Morris, S., et H. S. Shin (2008). *Financial Regulation in a System Context*, Brookings Papers on Economic Activity, automne, p. 229-274.
- Northcott, C. A., et M. Zelmer (2009). « Une analyse des normes de liquidité dans un contexte macro-prudentiel », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-47.
- Vazquez, F., et P. Federico (2012). *Bank Funding Structures and Risk: Evidence from the Global Financial Crisis*, document de travail n° WP/12/29, Fonds monétaire international.
- Zorn, L., C. Wilkins et W. Engert (2009). « Mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-24.

# Incidence potentielle de la réglementation financière sur le marché des sûretés

Jorge Cruz Lopez, Royce Mendes et Harri Vikstedt

## Introduction

La crise financière de 2007-2009 a mis en évidence la nécessité de renforcer la résilience d'un certain nombre de marchés financiers. De fait, pendant la crise, les marchés des prêts non garantis et des produits dérivés de gré à gré en particulier se sont trouvés facilement paralysés ou vulnérables à des retraits massifs dans les institutions financières, ce qui a contribué à une détérioration de la liquidité et des conditions du crédit dans l'ensemble du système financier. Depuis 2009, les acteurs privés participant au marché s'appuient de manière croissante sur le nantissement pour couvrir leurs transactions financières (**Encadré 1**), en raison entre autres des nouvelles prescriptions réglementaires. Jusqu'à maintenant, les effets de cette évolution se sont surtout fait sentir dans le recul du recours au financement non garanti par rapport aux mécanismes de financement garanti tels que les opérations de pension et les obligations sécurisées.

De nouvelles règles ont pour but d'accroître l'utilisation de sûretés à l'appui de tout un éventail de transactions financières. Les éléments clés de ces réformes visent notamment à favoriser la compensation centralisée des dérivés de gré à gré standardisés et l'application de nouvelles exigences de dépôt de garantie initial dans le cas des contrats de dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale. En outre, des règles sont à l'étude afin de limiter la réutilisation des sûretés dans certaines transactions et d'imposer une décote minimale sur les instruments mis en gage dans des opérations de pension<sup>1</sup>.

Ce nouveau contexte réglementaire stimulera considérablement la demande d'actifs admissibles à titre de sûreté — en particulier les actifs liquides de haute qualité. Au même moment, les exigences de liquidité imposées aux banques aux termes de Bâle III pousseront également à la hausse la demande de ce type d'actifs<sup>2</sup>. On estime que, ensemble, ces réformes donneront lieu à un surcroît de la demande d'actifs liquides de haute qualité allant de 2 à 4 billions de dollars É.-U. au cours d'une période de mise en place graduelle qui durera plusieurs années.

Dans le présent rapport, nous analysons l'incidence des nouvelles réglementations sur la demande et sur l'offre d'actifs pouvant être mis en garantie. Nous concluons qu'à cet égard, l'augmentation de la demande ne sera probablement pas importante comparativement à l'encours d'actifs admissibles, que ce soit à l'échelle mondiale ou nationale. Néanmoins, la transition vers un système financier qui fait une plus large place au nantissement pourrait avoir des implications non négligeables pour la stabilité financière, implications qui doivent être appréhendées et surveillées soigneusement.

## Évolution de la demande et de l'offre

Les variations de la demande et de l'offre de sûretés peuvent être d'origine structurelle ou cyclique. Si la variation est d'origine structurelle, elle découle d'une modification persistante liée à des changements d'ordre réglementaire, opérationnel ou organisationnel sur les marchés. Par contre, si elle est d'origine cyclique, elle provient d'une modification transitoire dans la dynamique

<sup>1</sup> Les décotes appliquées aux sûretés sont fixées par les établissements qui reçoivent les actifs et permettent d'ajuster les prix pour tenir compte de la variation de la qualité du crédit, de la volatilité et de la liquidité des actifs mis en gage.

<sup>2</sup> On trouvera des précisions sur les normes de liquidité de Bâle III dans l'article intitulé « Le point sur les normes de liquidité de Bâle III », à la page 41 de la présente publication.

Encadré 1

### Qu'est-ce qu'une sûreté?

Les participants au marché financier se servent habituellement des sûretés pour se protéger contre le risque de crédit, en particulier dans le cadre des prêts garantis, des opérations de pension et des transactions sur produits dérivés. Selon la nature de l'opération et du risque encouru, la sûreté peut être fournie sous diverses formes, entre autres des espèces ou des titres d'État liquides, des obligations de sociétés, des actions ou même de l'or. Les banques utilisent également des prêts inscrits à leur bilan, notamment des prêts hypothécaires pour garantir des obligations, ou encore des prêts aux entreprises pour se procurer des liquidités de banque centrale.

Le présent rapport examine deux types de sûreté, dont les définitions se recoupent en partie et qui déterminent les catégories d'actifs pouvant être fournis aux fins d'un large éventail de transactions. La première définition est fondée sur les pratiques du marché et admet les actifs financiers présentant un faible risque de défaut : les actifs de haute qualité. La seconde, qui découle de la réglementation financière, englobe les actifs liquides de haute qualité (les actifs de haute qualité formant alors une sous-catégorie considérée suffisamment liquide pour satisfaire aux exigences du ratio de liquidité à court terme de Bâle III).

**Tableau 1 : Causes possibles d'une évolution de la demande et de l'offre de sûretés**

	Changements touchant la demande		Changements touchant l'offre	
<b>Causes structurelles</b>	Règles de Bâle III (ratio de liquidité à court terme)	↑	Assouplissement des critères d'admissibilité des sûretés	↑
	Réforme du marché des dérivés de gré à gré	↑	Limites visant le renantissement et la réutilisation des sûretés	↓
	Gestion des réserves de change	↑	Besoins de financement à long terme des emprunteurs souverains	↑↓
	Plus grande transparence du marché	↓	Besoins de financement à long terme du secteur privé	↑
			Innovation financière (p. ex., transformation des sûretés)	↑
<b>Causes cycliques (périodes de tension)</b>	Augmentation de l'aversion pour le risque	↑	Augmentation du risque souverain	↓
	Augmentation du risque de crédit	↑	Diminution de la titrisation	↓
	Diminution de l'activité sur le marché monétaire non garanti	↑	Réaction de l'autorité budgétaire	↑
	Réaction de l'autorité monétaire (demande d'actifs de haute qualité)	↑	Réaction de l'autorité monétaire (offre d'actifs liquides de haute qualité)	↑

Nota : Les flèches ↑ (↓) représentent la hausse (baisse) attendue de l'offre ou de la demande.

des marchés, attribuable à des fluctuations du cycle économique, à une intervention temporaire des autorités monétaires ou budgétaires ou à une détérioration de la situation financière des États et des entreprises. Le **Tableau 1** présente une liste des sources de variation de la demande et de l'offre de sûretés et indique dans quel sens les effets attendus devraient se faire sentir.

### Modification de la demande

La crise financière s'est accompagnée d'une contraction du financement non garanti, car de nombreuses institutions financières ont été forcées de mettre des actifs en gage pour se procurer sur les marchés des fonds en quantité suffisante. Pendant cette période, les investisseurs ont de plus en plus eu recours à cette pratique

afin de couvrir leurs expositions au risque de contrepartie, ce qui a eu pour effet net de faire grimper la demande de sûretés. Toutefois, dans la mesure où cette évolution est liée à des facteurs cycliques survenus pendant la crise, on s'attend à ce que ce mouvement s'inverse une fois que les variables macroéconomiques fondamentales s'amélioreront et que la confiance se raffermira sur les marchés.

La crise a tout de même fait apparaître des vulnérabilités structurelles au sein du système financier à travers l'assèchement de la liquidité de marché, qui a été provoqué en partie par les inquiétudes entourant la solvabilité des participants dans un contexte d'asymétrie d'information. Le vaste programme de réformes réglementaires mis en place à l'échelle mondiale en est le résultat. Deux

## Encadré 2

## Qu'entend-on par renantissement?

Le renantissement s'entend du droit d'un participant au marché de remettre en gage, de réaffecter ou d'investir les sûretés qu'il a reçues pour assurer la couverture d'une transaction financière. Le terme « réutilisation » (des sûretés) désigne aussi, plus largement, le renantissement de titres, mais assorti d'un transfert (provisoire) de propriété des actifs.

La possibilité de faire appel au renantissement pourrait réduire à la fois la demande globale de sûretés et les exigences de liquidité des opérateurs, puisque les actifs mis en gage pourraient de nouveau servir de sûreté à l'appui d'une

autre transaction. Cela pourrait faire baisser le coût de négociation et améliorer la liquidité de marché (Singh, 2011). Cependant, le renantissement pourrait également entraîner un accroissement du levier financier et de la procyclicité sur le marché, deux éléments susceptibles de miner la stabilité et la résilience du système financier. C'est pourquoi on envisage actuellement d'imposer certaines limites au renantissement dans le cadre des nouvelles réglementations<sup>1</sup>.

1 Singh (2010 et 2011) analyse les effets de la crise financière sur le renantissement et la réutilisation de sûretés.

volets de ce programme devraient engendrer une hausse permanente de la demande de sûretés : la réforme du marché des dérivés de gré à gré mise en œuvre actuellement dans les pays du G20 et les exigences de liquidité plus strictes imposées par Bâle III<sup>3</sup>.

### La réforme du marché des dérivés de gré à gré

Les pays du G20 se sont engagés à assurer la compensation centralisée des contrats de dérivés de gré à gré standardisés et à relever les exigences de fonds propres et de marge pour les contrats dont la compensation continuera d'être non centralisée (et ce, afin de fournir une incitation à l'appui de la standardisation et de la compensation centralisée de toutes les opérations sur dérivés bilatérales)<sup>4</sup>. Ils espèrent ainsi améliorer la transparence des marchés de dérivés du fait d'une plus grande normalisation des contrats et renforcer la stabilité et la résilience du système financier en réduisant le sous-nantissement, qui était endémique avant et pendant la crise financière (voir Cruz Lopez, à paraître).

On prévoit que les réformes donneront lieu à une augmentation permanente de la demande de sûretés, d'une part, en imposant un dépôt de garantie initial pour la plupart des opérations sur dérivés de gré à gré<sup>5</sup> et,

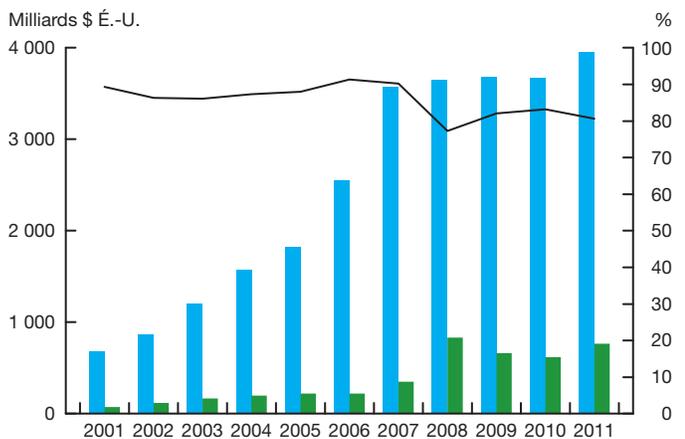
d'autre part, en limitant le renantissement (Encadré 2). En l'absence de données précises sur les opérations sur dérivés de gré à gré, il existe de nombreuses estimations de cette augmentation. Selon les études réalisées par la Banque des Règlements Internationaux (Heller et Vause, 2012) et le Fonds monétaire international (Singh, 2010), l'augmentation de la demande de sûretés liée au dépôt de garantie initial exigé pour la compensation centralisée des contrats de dérivés de gré à gré dans des conditions normales du marché pourrait se chiffrer entre 100 et 700 milliards de dollars É.-U. Dans leur étude d'impact quantitative (EIQ) de 2012, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) estiment que les exigences de dépôt de garantie initial pour les transactions qui continueront d'être compensées bilatéralement nécessiteront entre 0,7 billion et 1,7 billion d'euros au cours d'un calendrier de mise en œuvre de quatre ans. L'estimation minimum de 0,7 billion d'euros prend en compte un seuil d'exposition de 50 millions d'euros, proposé actuellement, en deçà duquel il ne serait pas obligatoire de fournir des sûretés (CBCB-OICV, 2012 et 2013).

Dans les conditions actuelles du marché, Cruz Lopez (à paraître) estime à environ 3 billions de dollars É.-U. le montant total des sûretés additionnelles (c'est-à-dire, le dépôt de garantie initial) qui serait nécessaire pour couvrir les expositions potentielles futures à l'échelle du globe, et ce, en l'absence de renantissement et toutes catégories d'actifs et de produits confondus (dérivés de gré à gré standardisés et non standardisés) (Graphique 1a). Au Canada, ce montant serait de 56 milliards de dollars CAN (Graphique 1b). L'estimation à l'échelle mondiale doit toutefois être considérée comme le montant maximum requis pour garantir l'ensemble des opérations effectuées sur le marché des dérivés de gré à gré, parce qu'elle prend en compte des produits auxquels la nouvelle réglementation pourrait ne pas s'appliquer. Elle s'en tient aux

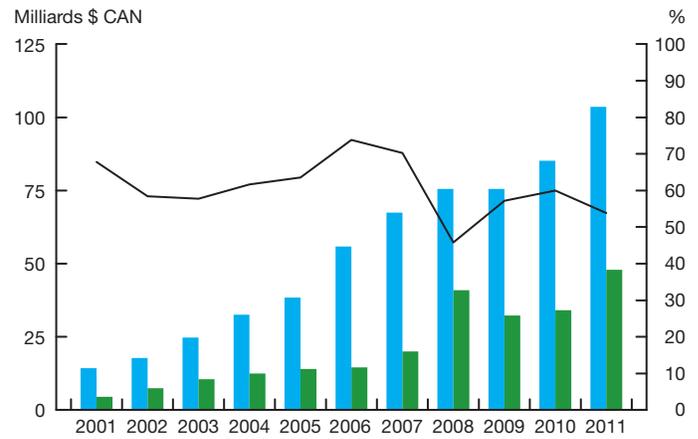
3 Dans le présent rapport, nous examinons seulement les changements réglementaires susceptibles d'avoir une incidence directe sur les marchés canadiens.

4 Les exigences relatives au dépôt de garantie initial pour les contrats négociés à l'échelle bilatérale sont en voie d'être arrêtées, et les normes minimales que doivent respecter les contreparties centrales en matière de gestion des risques ont été annoncées. Pour un complément d'information, voir les *Principes pour les infrastructures de marchés financiers* (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, 2012).

5 Toutefois, la nouvelle réglementation pourrait entraîner une baisse du montant des sûretés nécessaires (par rapport à ce que requièrent les opérations non compensées par une contrepartie centrale) puisque le recours à une contrepartie centrale pour les contrats standardisés permet de compenser plus efficacement les expositions au risque de crédit.

**Graphiques 1a et 1b : Expositions potentielles futures et actifs mis en gage actuellement sur le marché des dérivés de gré à gré****a. Marché mondial**

■ Expositions potentielles futures (échelle de gauche)  
■ Sûretés déjà affectées sur le marché des dérivés de gré à gré, en l'absence présumée de renattement (échelle de gauche)

**b. Marché canadien**

■ Pourcentage des expositions potentielles futures non couvertes (échelle de droite)

Nota : Dans les graphiques 1a et 1b, les lignes noires représentent le pourcentage des expositions potentielles futures qui ne seraient pas couvertes si la totalité des sûretés déjà affectées sur le marché des dérivés de gré à gré servaient de dépôt de garantie initial. Ce pourcentage donne ainsi une estimation du supplément de sûretés qui seraient requises au titre du dépôt de garantie initial si l'encours des positions sur ce marché était compensé par une contrepartie centrale. Dans le cas d'une opération sur dérivés de gré à gré, l'exposition potentielle future correspond à la perte maximale, en dollars, qu'un investisseur pourrait subir relativement à ses positions sur le marché au cours d'une période prédéterminée (habituellement les cinq à dix prochains jours), compte tenu d'une série de scénarios ou de distributions. Dans le contexte de la compensation centralisée, les expositions potentielles futures sont établies au moyen d'une analyse de scénarios, et un dépôt de garantie initial d'un montant équivalent est versé à la chambre de compensation pour la protéger contre des pertes éventuelles.

Sources : Cruz Lopez (à paraître), BRI (2012a et 2012b), ISDA (2012) ainsi que, pour le Graphique 1b, BSIF (2012)

Dernière observation : 2011

accords de compensation en place et n'intègre pas les avantages supplémentaires que procure la compensation par contrepartie centrale. Ces travaux montrent aussi que, comparativement à leurs homologues dans le reste du monde, les banques canadiennes garantissent depuis longtemps un plus gros pourcentage de leurs expositions et sont par conséquent dans une position relativement avantageuse pour se conformer à la réglementation sur les dérivés de gré à gré qui entrera bientôt en vigueur<sup>6</sup>.

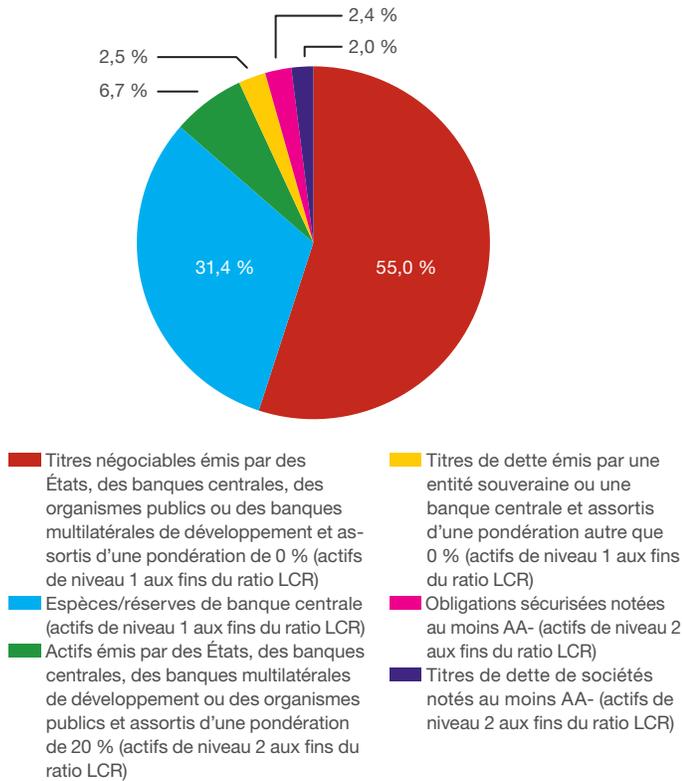
**Exigences de Bâle III en matière de liquidité**

Le ratio de liquidité à court terme mis en place par Bâle III vise à faire en sorte que les banques disposent de suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour couvrir leurs besoins pendant une période de tensions qui durerait trente jours. La mise en œuvre du ratio entraînera une augmentation structurelle permanente de la demande de ces actifs. Dans son étude d'impact quantitative de 2010, le Comité de Bâle estime l'augmentation de la demande d'actifs liquides de haute qualité induite par l'application du ratio à 1,8 billion d'euros — soit environ 3 % de l'encours des actifs détenus par les banques examinées dans l'étude

(voir aussi CBCB, 2010b et 2012a). Il faut toutefois savoir que cette estimation indique dans quel sens le ratio devrait influencer sur la demande de sûretés, mais qu'elle pourrait être largement supérieure au montant supplémentaire effectivement nécessaire pour respecter la norme. Il y a au moins trois raisons à cela. Premièrement, les révisions apportées à la définition du ratio depuis l'étude de 2010 donneront vraisemblablement lieu à une modération de la hausse estimative de la demande d'actifs liquides de haute qualité. Deuxièmement, les banques d'envergure mondiale détiennent déjà de gros montants de sûretés composées en grande partie de titres d'État négociables (Graphique 2). Or, comme ces portefeuilles d'actifs ne sont pas également répartis entre les différentes banques, les besoins en matière d'actifs liquides de haute qualité dont fait état le Comité présentent un biais potentiel à la hausse; en particulier, à mesure que les sûretés deviendront relativement rares, leur prix devrait augmenter, de sorte que les banques affichant actuellement un solde excédentaire seront incitées à négocier ou à échanger ces actifs avec celles qui n'en ont pas suffisamment. Troisièmement, pour rehausser leur ratio de liquidité à court terme, les banques peuvent soit raccourcir la durée de leurs actifs (prêts) soit allonger celle de leurs passifs (financement). Dans la mesure où elles recourront à l'une ou l'autre de ces solutions, le montant additionnel d'actifs liquides de haute qualité requis pourrait être plus bas.

<sup>6</sup> Les estimations avancées dans les études mentionnées dans la présente section sont statiques et très tributaires des hypothèses (p. ex., en ce qui concerne les conditions sur le marché, la structure du marché et le comportement des investisseurs après la mise en œuvre des nouvelles réglementations). Elles sont aussi très dépendantes des méthodes de calcul utilisées.

**Graphique 2 : Composition des portefeuilles d'actifs liquides de haute qualité des banques internationales**



Nota : Ratio LCR = ratio de liquidité à court terme mis en place dans le cadre de Bâle III

Source : CBCB (2012b)

Si l'on pose pour hypothèses, d'une part, qu'un seuil d'exposition de 50 millions d'euros est adopté, en-deçà duquel aucun dépôt de garantie initial n'est exigé pour les contrats dérivés non compensés par une contrepartie centrale, et, d'autre part, que les dérivés de change négociés de gré à gré ne sont visés par aucune exigence de marge initiale, nous estimons que le montant supplémentaire de sûretés lié à la réforme du marché des dérivés de gré à gré et à l'instauration du ratio de liquidité à court terme pourrait être de 2 à 4 milliards de dollars américains<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Pour estimer la limite supérieure (inférieure) de la demande de sûretés, nous additionnons 1,8 billion d'euros (900 milliards), qui correspondent au ratio de liquidité à court terme, 700 milliards de dollars É.-U. (100 milliards), qui correspondent au dépôt de garantie initial exigé pour les dérivés de gré à gré dont la compensation est centralisée, et 700 milliards d'euros, auxquels se chiffre le dépôt de garantie initial requis pour les transactions dont la compensation demeurera non centralisée. L'estimation de 900 milliards d'euros au titre du ratio de liquidité à court terme a été obtenue en supposant que les changements apportés aux règles relatives au ratio depuis l'EIQ de 2010 réduiraient de moitié le montant des premières estimations du CBCB (2010a). Tous les autres chiffres correspondent aux estimations maximales et minimales indiquées dans la section précédente. Pour nos calculs, nous avons utilisé un taux de change de 1,30 \$ É.-U./€.

## Réserves de change et politique de la banque centrale

Au cours des dernières années, le secteur public a également été demandeur d'actifs liquides de haute qualité aux fins de la gestion des réserves de change. Selon un rapport du Comité sur le système financier mondial (2013), l'encours des réserves de change est passé de 6,7 billions de dollars É.-U. à 10,5 billions entre la fin de 2007 et le deuxième trimestre de 2012. L'essentiel de la demande porte sur les titres de dette souveraine les mieux notés et émane des pays émergents. Par exemple, la proportion des titres de dette du gouvernement canadien détenus par des non-résidents a augmenté régulièrement, passant de 14,6 % en 2006 à 25,2 % en 2012, surtout en raison de la diversification des actifs qui composent les réserves. Même si son rythme de croissance s'est modéré, la demande étrangère d'actifs liquides de haute qualité pourrait se maintenir, au moins jusqu'à ce que les pays en développement puissent produire des actifs liquides de haute qualité en quantité suffisante pour satisfaire aux besoins de leur système financier (Fonds monétaire international, 2012).

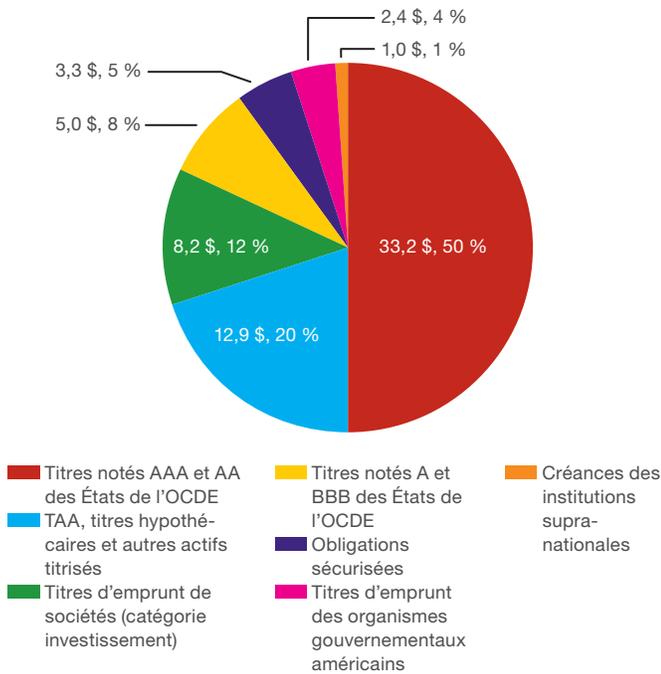
L'expansion considérable du bilan de certaines banques centrales a avivé les discussions autour de l'incidence que les mesures de politique monétaire non traditionnelles en place ont sur la demande de sûretés. Or, les banques centrales qui appliquent ces mesures mettent effectivement à la disposition des participants au marché un supplément d'actifs liquides de haute qualité (y compris des espèces) contre des actifs de haute qualité qu'elles acquièrent en élargissant les critères d'admissibilité en matière de sûretés, ainsi qu'en souscrivant d'autres engagements (réserves excédentaires) par des achats non stérilisés d'actifs.

## Modification de l'offre

Les sûretés peuvent être fournies par des entités publiques ou privées. Le **Graphique 3** et le **Graphique 4** détaillent l'encours des titres à revenu fixe susceptibles d'être affectés en garantie à l'étranger et au Canada. Les titres bien notés des émetteurs souverains (AAA et AA) forment la plus grande source de sûretés. Viennent ensuite, par le processus de titrisation, les titres du secteur privé, notamment les titres adossés à des actifs et les titres hypothécaires. Les obligations bien notées émises par les sociétés privées représentent moins de 20 % des sûretés et les obligations sécurisées environ 5 % au maximum, aussi bien dans le monde qu'au Canada. Les actions, dont la capitalisation boursière à l'échelle mondiale dépasse aujourd'hui 55 billions de dollars É.-U., constituent une autre source potentielle de sûretés.

### Graphique 3 : Encours des titres susceptibles de servir de sûretés dans le monde

Billions de dollars É.-U. et pourcentage du total



Nota : Dates : 2011T2 pour les données sur les titres d'emprunt d'État et de sociétés; fin de 2011 pour les créances des institutions supranationales et l'or; fin de 2010 pour les obligations sécurisées; 2011T3 pour les créances titrisées et les titres d'emprunt des organismes gouvernementaux américains; TAA = titres adossés à des actifs; OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques

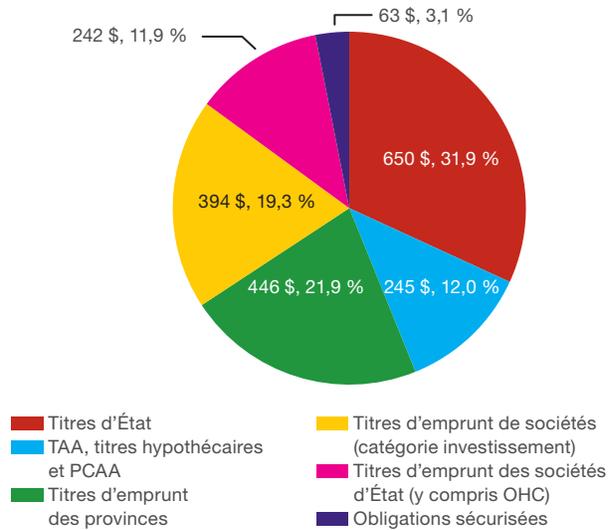
Source : Fonds monétaire international

Toutes choses égales par ailleurs, la dégradation récente de la note de certains États, en particulier européens, alliée à la baisse marquée des émissions d'actifs titrisés aux États-Unis, a tendance à faire baisser l'offre de sûretés. Toutefois, les émissions de titres par des emprunteurs souverains encore bien notés ont, dans l'ensemble, plus que compensé la chute de l'offre provoquée par le déclassement de pays relativement importants comme l'Italie et l'Espagne (Graphique 5).

L'accroissement de la demande de sûretés, estimé au maximum à 4 billions de dollars É.-U. (voir la section précédente), ne représente qu'une petite fraction du montant des actifs actuellement admissibles à cette fin (Graphique 3). Par comparaison, les titres de dette souveraine des États-Unis et du Japon ont fait augmenter l'encours des sûretés de 11 billions de dollars É.-U. depuis 2007 (Graphique 5). Les participants au marché ont, de plus, souvent la possibilité d'utiliser des espèces pour garantir des transactions sur les produits dérivés, ce qui accroît l'encours des sûretés disponibles. Par ailleurs, étant donné que les nouvelles réglementations seront mises en œuvre par étapes, sur plusieurs années,

### Graphique 4 : Encours des actifs de haute qualité négociables au Canada

Milliards de dollars canadiens et pourcentage du total (données ne portant que sur les titres libellés en dollars canadiens)

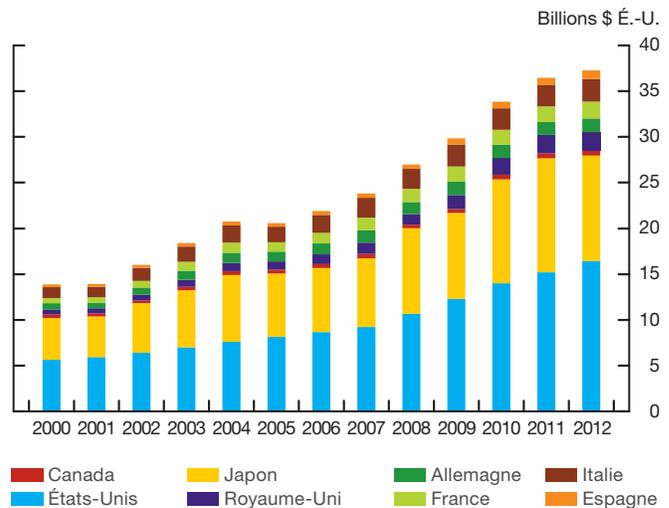


Nota : Dates : mars 2013 pour les données sur les titres d'emprunt d'État et de sociétés; janvier 2013 pour les obligations sécurisées; mars 2012 pour les titres d'emprunt des sociétés d'État; décembre 2012 pour les TAA, les titres hypothécaires et le PCAA (les titres hypothécaires englobent les titres hypothécaires garantis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* qui ne sont pas pris en compte dans les OHC); TAA = titres adossés à des actifs; PCAA = papier commercial adossé à des actifs; OHC = Obligations hypothécaires du Canada

Sources : Statistique Canada, Banque du Canada, Bank of America Merrill Lynch, DBRS et ministère des Finances

### Graphique 5 : Encours des titres d'emprunt d'État

Billions de dollars É.-U., données annuelles



Sources : Trésor américain, Statistique Canada, Eurostat, Deutsche Bundesbank, Agence France Trésor, Banque d'Italie, Banque d'Espagne et Haver Analytics Dernière observation : décembre 2012

leur incidence sur la demande sera graduelle, ce qui atténuera le risque de perturbations subites des marchés. Cette application progressive permettra aussi aux autorités de réglementation d'assurer le suivi de l'adoption des nouvelles règles.

En outre, de l'avis général, l'offre d'actifs liquides de haute qualité devrait continuer à augmenter dans un avenir prévisible et ainsi contrebalancer d'autres hausses de la demande. Le FMI (2012) prévoit par exemple que l'encours des titres de dette souveraine des économies avancées grimpera de 2 billions de dollars É.-U. d'ici 2016. D'après Singh (2013), les émissions nettes de titres de dette par les États et les entreprises jouissant d'une note AAA ou AA fourniront un apport annuel d'environ 1 billion de dollars É.-U. sur le marché; Levels et Capel (2012), de la banque centrale des Pays-Bas, estiment pour leur part que l'offre de sûretés de haute qualité progressera de 1 billion de dollars É.-U. au sein de la zone euro entre 2012 et la fin de 2013<sup>8</sup>.

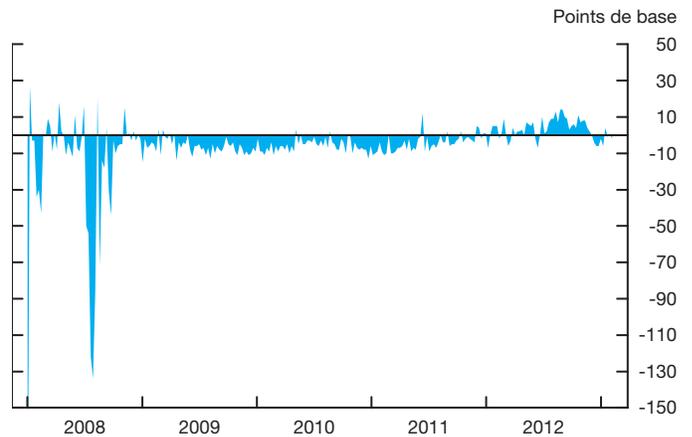
### Déséquilibres potentiels de l'offre et de la demande

Globalement, à l'échelle internationale, la croissance estimée de la demande de sûretés est beaucoup moins importante que l'offre potentielle. S'il est vrai que des événements particuliers peuvent causer un déséquilibre temporaire de l'offre et de la demande dans certains marchés, nous nous attendons à ce que tout écart persistant soit corrigé à terme par des ajustements endogènes de marché. L'important est de faire la distinction entre rareté relative et pénurie. Des hausses de la demande ou des contractions de l'offre, qu'elles soient structurelles ou cycliques, peuvent induire une rareté relative des sûretés, c'est-à-dire un déséquilibre provisoire de l'offre et de la demande. Toutefois, tant que leur fonctionnement n'est pas entravé, les marchés devraient pouvoir réaffecter avec efficacité des ressources peu abondantes, y compris les sûretés, par le jeu de la variation des prix. Par conséquent, seules des carences dans les mécanismes de prix peuvent donner lieu à de vraies pénuries; or, rien n'indique qu'il existe un dysfonctionnement des prix ou des frictions systématiques empêchant l'offre et la demande de s'équilibrer dans la plupart des économies développées (Gourinchas et Jeanne, 2012; Cœuré, 2012).

Lorsque les ajustements de marché se produisent brutalement, ils peuvent cependant engendrer des inquiétudes. Par exemple, pendant la faillite de Lehman Brothers en 2008, la montée du risque de crédit et de l'aversion pour le risque a provoqué une poussée des

**Graphique 6 : Hausse relative du prix des sûretés pendant la crise financière de 2007-2009**

Écart entre le taux des opérations de pension à un jour du Trésor américain et le taux effectif des fonds fédéraux, données hebdomadaires

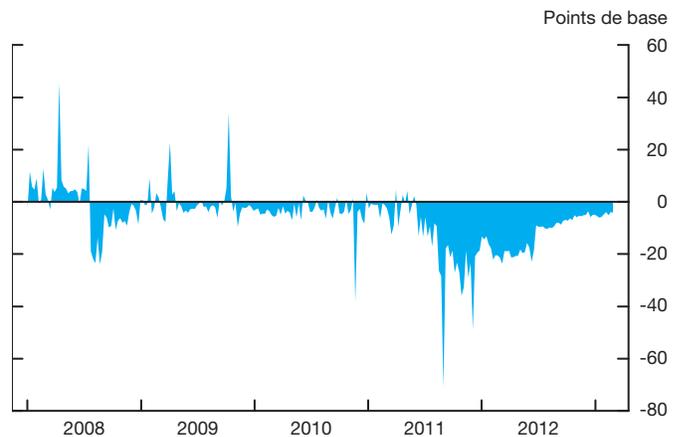


Source : Bloomberg

Dernière observation : 8 mars 2013

**Graphique 7 : Hausse relative du prix des sûretés pendant la crise de la dette souveraine en Europe**

Écart entre le taux des opérations de pension publié par la Fédération bancaire européenne et le taux européen moyen pondéré au jour le jour, données hebdomadaires



Source : Bloomberg

Dernière observation : 8 mars 2013

prix des titres du Trésor américain servant de sûretés (Graphique 6). Un mouvement similaire peut s'observer en Europe dans le contexte de la crise de la dette souveraine, à partir de l'été 2011 (Graphique 7). En pareilles circonstances, les autorités de réglementation et les acteurs de marché disposent d'outils pour aplanir la transition vers un nouveau point d'équilibre. Ainsi, lors de ces deux événements, les banques centrales ont élargi leurs critères d'admissibilité applicables aux sûretés afin de limiter le risque de liquidité associé à certains actifs et d'augmenter la quantité d'actifs acceptés comme sûretés de premier ordre de la part

<sup>8</sup> Levels et Capel (2012) considèrent que les actifs notés BBB- et au-dessus sont des sûretés de haute qualité. Pour elles, « le montant des actifs de haute qualité augmentera de 488 milliards d'euros en 2012 et de 304 milliards d'euros en 2013 » dans la zone euro. En se fondant sur un taux de change de 1,30 \$ É.-U./€, on obtient une hausse d'environ 1 billion de dollars É.-U.

des intervenants de marché et entre eux<sup>9</sup>. Il est attendu des institutions privées qu'elles remplissent un rôle analogue à celui des banques centrales lorsque ces dernières se désengageront de leurs mesures non traditionnelles. Il est possible, par exemple, que les dispositions plus strictes des nouvelles réglementations incitent les contreparties centrales à assouplir prudemment les critères d'admissibilité qu'elles appliquent aux sûretés<sup>10</sup>. Par ailleurs, les institutions qui ont accès à des actifs liquides de haute qualité non grevés pourraient fournir des services de transformation de sûretés pour répondre aux besoins d'investisseurs confrontés à une insuffisance de sûretés. Les grands détenteurs de titres d'emprunt d'État, notamment les fonds souverains, et les institutions qui ont d'importantes réserves de change peuvent également favoriser l'efficacité des marchés financiers en accroissant leurs opérations de prêt de titres si certaines sûretés en particulier viennent à manquer.

Enfin, du fait de la hausse de la valeur des sûretés, les établissements financiers sont incités à gérer leurs sûretés plus efficacement. La hausse perçue de la valeur relative des actifs de nantissement depuis 2007, par exemple, a conduit un nombre croissant d'établissements à adopter des systèmes de gestion des sûretés à l'échelle de leur entreprise pour utiliser au mieux ce type d'actif. Ces changements ont contribué à réduire les pressions exercées par l'augmentation de la demande et à libérer des sûretés auparavant rattachées à des opérations relativement inefficaces. Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra et qu'elle permettra un emploi optimal des sûretés.

## Conséquences pour la stabilité financière

Bien que les déséquilibres potentiels de l'offre et de la demande de sûretés décrits précédemment semblent maîtrisables au vu des projections actuelles, il convient de faire état de certaines répercussions du passage à un système financier où le nantissement occupe une place de plus en plus importante.

Tout d'abord, les exigences supplémentaires instaurées par les nouvelles réglementations en ce qui concerne les volants de liquidités et les sûretés sont censées renforcer la résilience des marchés financiers en diminuant les risques de liquidité et de crédit ainsi que le risque systémique. Cela devrait diminuer la probabilité de reports déstabilisants vers des valeurs sûres et de réaménagements abrupts et de grande ampleur au détriment du financement non garanti et au profit du financement garanti; ainsi, l'adoption des nouvelles politiques devrait réduire la procyclicité causée par des pénuries de liquidité et des incidents de crédit<sup>11</sup>.

Pendant les périodes d'extrême tension financière, l'accroissement relatif du volume d'actifs grevés que cause le nouveau cadre réglementaire peut toutefois amplifier une partie des effets négatifs des changements dans les prix des sûretés et les règles en matière de décote. Un recul des prix ou une hausse des décotes (découlant, par exemple, de la dégradation d'une notation, de la montée de l'aversion pour le risque et de la volatilité ou encore de la contraction de l'activité économique réelle) pourrait amener les intervenants à avoir besoin d'actifs supplémentaires pour répondre aux appels de marge ou reconstituer des volants de liquidités (Gorton, 2009). Des événements analogues peuvent également déclencher une cascade d'appels de marge, c'est-à-dire une situation où, dans le but de donner suite à des appels de marge, des établissements financiers cèdent une partie de leurs actifs et induisent ainsi d'autres replis des prix, eux-mêmes susceptibles de donner lieu à de nouveaux appels de marge (Brunnermeier et Pedersen, 2009). L'adoption de nouveaux volants de liquidités réduira toutefois le risque de matérialisation de ces cascades. En outre, la promotion de l'application de décotes d'un montant minimum tout au long du cycle rendrait beaucoup moins probable la variation brutale du montant des décotes (Comité sur le système financier mondial, 2010).

L'augmentation de la demande de sûretés liée à l'application des réglementations pourrait aussi modifier l'évaluation du prix relatif des actifs. Plus précisément, la prime exigée pour les actifs généralement admissibles (actifs les mieux notés) pourrait être plus élevée en période de turbulence financière, quand les sûretés sont le plus demandées, comme durant la crise financière. Cette segmentation des prix selon l'admissibilité des sûretés risque de créer des effets de seuil pour les actifs admissibles situés à la lisière de l'admissibilité, qui deviennent, ou pourraient devenir, non admissibles après une baisse de leur qualité de crédit (FMI, 2012).

<sup>9</sup> Pendant la crise financière, des banques centrales ont également autorisé les intervenants à emprunter des titres liquides (actifs liquides de haute qualité) contre des sûretés admissibles mais potentiellement moins liquides (actifs de haute qualité). Par exemple, la Réserve fédérale a lancé un dispositif de prêt de titres — Term Securities Lending Facility (TSLF) — en mars 2008 afin de fournir des apports de liquidité sur le marché des titres du Trésor américain et d'autres marchés où des actifs sont utilisés en nantissement. Grâce à la TSLF, les intervenants pouvaient, en contrepartie de sûretés admissibles, emprunter pour une durée d'un mois des titres du Trésor américain détenus par le System Open Market Account. Les prêts étaient attribués dans le cadre d'adjudications hebdomadaires. La Réserve fédérale a mis fin au dispositif en février 2010.

<sup>10</sup> Aux États-Unis, par exemple, la Bourse de Chicago a assoupli ses critères d'admissibilité en la matière pour inclure les obligations de sociétés avec une décote de 20 %.

<sup>11</sup> Dans ce cas, la procyclicité désigne les oscillations fréquentes et importantes de l'activité financière capables de provoquer ou d'aggraver une contraction de l'économie réelle.

Ces risques devraient toutefois être atténués par des politiques bien adaptées en matière de sûretés et par des décotes adéquates.

Dernier point, les réactions du marché à une hausse de la valeur relative des sûretés pourraient produire des externalités (Lawton, 2012). À titre d'illustration, le Conseil de stabilité financière (CSF) soulignait récemment que les participants au marché recouraient de plus en plus à des services de transformation de sûretés pour pallier les répercussions de la rareté de ces actifs (CSF, 2013)<sup>12</sup>. Bien que ce genre de réponse puisse aider à atténuer l'effet d'un changement structurel de la demande de sûretés, ces services pourraient tout de même, s'ils ne sont pas gérés avec prudence, avoir des conséquences inattendues. La transformation des sûretés pourrait renforcer l'interconnexion des institutions financières et la complexité des marchés financiers, deux aspects susceptibles de compliquer, pour les investisseurs et les autorités réglementaires, la surveillance de certaines vulnérabilités. De plus, ces services pourraient concentrer le risque de contrepartie sur un petit nombre de grandes institutions financières (Financial Services Authority, 2012). Quoi qu'il en soit, à l'heure actuelle, la transformation des sûretés n'est pas suffisamment répandue et n'occupe pas une place assez importante pour être préoccupante du point de vue de la stabilité financière (Stein, 2013), et l'essentiel pour le moment devrait être d'en suivre l'évolution (CSF, 2013). Enfin, tout accroissement du degré d'interconnexion qui découle de la transformation de sûretés est à replacer dans le contexte d'un recul probablement bien plus marqué de

l'interconnexion, auquel devrait conduire, par exemple, une implantation beaucoup plus grande de la compensation par contrepartie centrale.

## Conclusion

Deux crises récentes, la crise financière et la crise de la dette souveraine, ont montré qu'il était nécessaire d'apporter une réponse réglementaire aux faiblesses du système financier mondial. Quelques-uns de ces changements feront grossir la demande structurelle de sûretés, mais, de l'avis général, cette augmentation ne devrait pas entraîner de pénuries de grande ampleur. Quatre raisons au moins sont avancées : en premier lieu, l'ajustement des prix corrigera tout déséquilibre de la demande et de l'offre et incitera les acteurs de marché à réaffecter les sûretés avec efficacité pour combler leurs besoins respectifs. Ensuite, on s'attend à ce que les hausses récentes et à venir de l'encours des actifs liquides de haute qualité permettent de satisfaire en grande partie, sinon en totalité, au surcroît de demande prévu. Troisièmement, le calendrier pluriannuel de mise en œuvre des nouvelles réglementations devrait permettre d'éviter tout changement brusque dans le prix des sûretés ou les pratiques des intervenants de marché. Enfin, les autorités réglementaires et les participants au marché devraient être en mesure d'assouplir les critères d'admissibilité des sûretés en fonction des risques, ou d'offrir des services de transformation fondés sur une approche prudente, de façon à élargir l'éventail des actifs jugés sûrs ou à favoriser une allocation efficace des sûretés entre les participants.

Les autorités devraient cependant surveiller étroitement la transition vers un système financier où l'usage de sûretés sera plus présent, afin de pouvoir évaluer et atténuer les risques causés par les réactions du secteur privé devant l'éventualité d'une rareté des sûretés.

---

<sup>12</sup> Ces services reposent sur un rehaussement qui s'opère en échangeant des actifs qui ne peuvent être admis en garantie contre des actifs admissibles (ou des espèces). Ces services s'apparentent à des prêts de titres et à des opérations de pension.

---

## Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2012a). *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at End-December 2011*.

——— (2012b). *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at End-June 2012*.

Brunnermeier, M. K., et L. H. Pedersen (2009). « Market Liquidity and Funding Liquidity », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, p. 2201-2238.

Bureau du surintendant des institutions financières Canada (BSIF) (2012). *Données financières des banques*, tirées du site à l'adresse [http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index\\_f.aspx?ArticleID=554](http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index_f.aspx?ArticleID=554), 12 novembre.

Cœuré, B. (2012). *Collateral Scarcity – A Gone or Going Concern?*, discours prononcé dans le cadre du séminaire conjoint des banques centrales sur les garanties et les liquidités tenu à Amsterdam, 1<sup>er</sup> octobre.

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) (2010a). *Results of the Comprehensive Quantitative Impact Study*.
- (2010b). *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, document de consultation.
- (2012a). *Results of the Basel III Monitoring Exercise as of 30 June 2011*.
- (2012b). *Results of the Basel III Monitoring Exercise as of 31 December 2011*.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CBCB-OICV) (2012). *Margin Requirements for Non-Centrally-Cleared Derivatives*, document de consultation.
- (2013). *Margin Requirements for Non-Centrally-Cleared Derivatives*, deuxième document de consultation.
- Comité sur le système financier mondial (2010). *The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality*, coll. « CGFS Papers », n° 36.
- (2013). *Asset Encumbrance, Financial Reform and the Demand for Collateral Assets*, coll. « CGFS Papers », n° 49.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (2012). *Principes pour les infrastructures de marchés financiers*.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2013). *Meeting of the Financial Stability Board in Zurich on 28 January*, communiqué.
- Cruz Lopez, J. A. (à paraître). *Mind the Gap: Under-Collateralization in the Global and Canadian OTCD Markets*, document d'analyse, Banque du Canada.
- Financial Services Authority (2012). *Collateral Upgrade Transactions (Includes Liquidity Swaps)*, rapport consultatif, coll. « Finalised Guidance », n° FG12/06.
- Fonds monétaire international (FMI) (2012). « Safe Assets: Financial System Cornerstone? », *Global Financial Stability Report: The Quest for Financial Stability*, chapitre 3, p. 81-122.
- Gorton, G. B. (2009). « Information, Liquidity and the (Ongoing) Panic of 2007 », *The American Economic Review*, vol. 99, n° 2, p. 567-572.
- Gourinchas, P.-O., et O. Jeanne (2012). *Global Safe Assets*, Université de la Californie et Université Johns Hopkins. Manuscrit.
- Heller, D., et N. Vause (2012). *Collateral Requirements for Mandatory Central Clearing of Over-the-Counter Derivatives*, document de travail n° 373, Banque des Règlements Internationaux.
- International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) (2012). *ISDA Margin Survey 2012*. Internet : <http://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/margin-surveys/>.
- Lawton, D. (2012). *EMIR: The Bigger Picture and Looking Forward*, discours prononcé dans le cadre du congrès Tradetech, 22 novembre.
- Levels, A., et J. Capel (2012). « Is Collateral Becoming Scarce? Evidence for the Euro Area », *The Journal of Financial Market Infrastructures*, vol. 1, n° 1, p. 29-53.
- Singh, M. (2010). *Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market*, document de travail n° WP/10/99, Fonds monétaire international.
- (2011). *Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications*, document de travail n° WP/11/256, Fonds monétaire international.
- (2013). *The Changing Collateral Space*, document de travail n° WP/13/25, Fonds monétaire international.
- Stein, J. C. (2013). *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*, discours prononcé dans le cadre du symposium de recherche organisé par la Banque fédérale de réserve de St. Louis, 7 février.

# Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada

Toni Gravelle, Timothy Grieder et Stéphane Lavoie

## Introduction

La récente crise mondiale a illustré de quelle manière les chocs et les vulnérabilités émanant non seulement du secteur bancaire, mais également des segments moins réglementés du système financier, pouvaient compromettre la stabilité financière. Les activités qui génèrent des réseaux complexes d'expositions et d'interdépendances entre diverses composantes du système fragilisent aussi ce dernier. La crise a rappelé aux autorités, tant nationales qu'étrangères, l'importance de l'adoption d'une approche globale pour la surveillance et l'évaluation des faiblesses potentielles du système financier mondial, y compris du secteur bancaire parallèle, appelé aussi « finance parallèle ». Cela est d'autant plus important que la réforme de la réglementation financière en cours — qui est indispensable pour atténuer la menace que de nouveaux excès compromettent la stabilité future du système — fera augmenter les coûts assumés par les banques et limitera leurs activités jusqu'à un certain point, ce qui pourrait encourager encore davantage la migration des opérations d'intermédiation du crédit vers le secteur non réglementé.

On assimile souvent la finance parallèle aux activités d'intermédiation du crédit se déroulant, en partie du moins, à l'extérieur des circuits bancaires traditionnels. Ces activités, si elles sont menées adéquatement, peuvent donner accès à des modes de financement sur le marché qui constituent un substitut valable aux emprunts bancaires, et contribuer ainsi à soutenir l'économie. En outre, elles peuvent être une source d'innovation et concourir à accroître l'efficacité et la résilience du système financier.

Les travaux internationaux consacrés à la finance parallèle portent essentiellement sur les moyens de corriger les faiblesses révélées par la crise et de prévenir la résurgence des risques systémiques. Ceux du Conseil de stabilité financière s'inscrivent dans deux grands axes complémentaires : le premier est un examen annuel

destiné à évaluer les tendances observées mondialement dans le système bancaire parallèle et les risques potentiels qui en découlent; le second consiste en la formulation de recommandations en vue de renforcer la surveillance et la réglementation de la finance parallèle. Les recommandations en cours d'élaboration obéissent à certains principes généraux<sup>1</sup>, selon lesquels les mesures réglementaires doivent :

- être ciblées, de manière à viser les externalités et les risques que créent les activités du secteur parallèle;
- être proportionnées aux risques pesant sur le système financier;
- être prospectives et modulables en fonction des nouveaux risques et des innovations;
- viser l'efficacité dans leur conception et leur mise en œuvre, et rechercher un équilibre entre la cohérence au niveau mondial et la reconnaissance des particularités nationales ou régionales;
- être revues et évaluées régulièrement après leur instauration, ainsi qu'améliorées au besoin.

La Banque du Canada et d'autres instances au pays ont renforcé leur collaboration pour suivre de près le développement du secteur bancaire parallèle au pays et en cerner les risques potentiels. Dans une précédente livraison de la *Revue du système financier*, Chapman,

<sup>1</sup> Cinq chantiers prioritaires ont été définis, avec pour objectifs : 1) d'atténuer les effets de débordement entre le système bancaire traditionnel et le système parallèle; 2) de rendre les fonds du marché monétaire moins sujets à des retraits massifs; 3) de mesurer et réduire les risques systémiques qu'engendrent les entités du secteur parallèle; 4) d'évaluer et harmoniser les intérêts des acteurs à l'origine de la titrisation; 5) de diminuer les risques et les incitations procycliques associés aux opérations de pension et aux prêts de titres. Pour un aperçu des recommandations initiales du Conseil de stabilité financière, voir CSF (2012a).

Lavoie et Schembri (2011) ont exposé les traits dominants de ce secteur, ses vulnérabilités, telles que révélées par la crise, et les réformes qui pourraient être introduites. Dans le présent rapport, nous examinons plus à fond sa structure et son évolution au Canada, y compris celles de ses principaux segments. Nous décrivons également notre cadre d'évaluation des risques associés à ce secteur et mettons en lumière les aspects de la finance parallèle devant faire l'objet d'un suivi.

## Cadre de mesure et d'évaluation des risques

### Mesure du secteur bancaire parallèle

De manière générale, on peut mesurer la taille du secteur bancaire parallèle à partir soit des entités qu'il regroupe, soit des activités qui en relèvent. La mesure que retient le Conseil de stabilité financière (CSF, 2012b) pour son exercice annuel de suivi est fondée sur les actifs détenus par les « autres institutions financières », plus précisément les entités non bancaires comme les fonds de couverture, les fonds du marché monétaire, les sociétés de financement et les véhicules d'investissement structurés. Cette façon de faire pourrait toutefois omettre des activités exercées par des banques mais considérées comme relevant de la finance parallèle et susceptibles de comporter un risque systémique. Elle pourrait aussi entraîner un traitement différent de transactions équivalentes du point de vue économique, simplement du fait que celles-ci sont conclues par des institutions de nature différente.

Dans leur analyse du contexte canadien, Chapman, Lavoie et Schembri (2011) ont opté pour une mesure axée sur les activités, en particulier les services d'intermédiation s'apparentant à ceux des banques, mais fournis essentiellement par l'entremise des marchés. En plus d'englober les segments constitués, entre autres, des opérations de pension, de la titrisation et des fonds du marché monétaire, cette approche inclut les transactions économiquement équivalentes effectuées par toutes les entités, qu'elles soient réglementées ou non. Étant donné la présence dominante des banques dans la plupart de ces segments du marché canadien, elle présente aussi l'avantage d'embrasser les activités pouvant engendrer des risques systémiques qui ne sont pas considérées comme des opérations bancaires au sens classique, même si le processus d'intermédiation fait souvent intervenir une banque. Parce qu'elle englobe également des activités menées par les établissements réglementés et bénéficiant, dans certains cas, d'une garantie explicite de l'État, cette approche est plus globale que celle généralement adoptée dans les discussions autour du traitement réglementaire de la finance parallèle, qui se concentrent sur les opérations d'intermédiation du crédit échappant à la réglementation.

Bien qu'une approche fondée sur les activités permette peut-être une meilleure estimation des risques, il demeure essentiel de tenir compte des entités qui les accomplissent, dans le but d'alimenter la réflexion sur les recommandations et les règles qu'il convient de formuler. En ce sens, les deux types d'approches apportent des éclairages précieux.

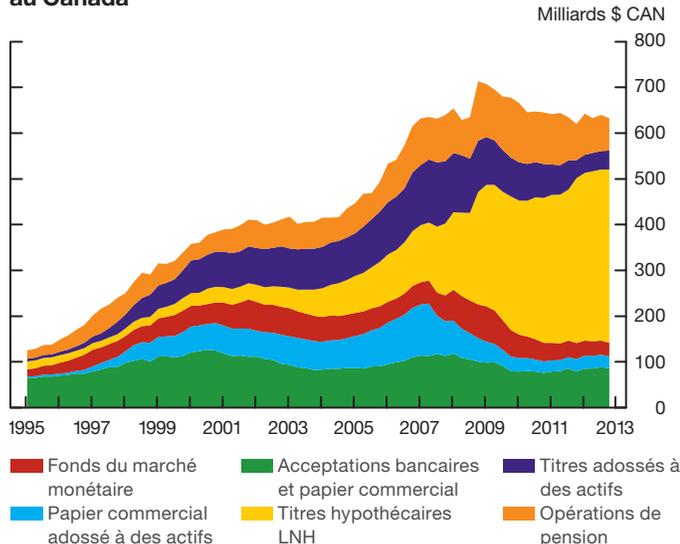
### Cadre d'évaluation des risques

Le cadre que nous utilisons ici pour analyser les activités du secteur bancaire parallèle au Canada s'articule autour de quatre facteurs de risque (conformément à la méthodologie élaborée par le CSF, 2011) et de la mesure dans laquelle les activités s'appuient sur ces facteurs, qui sont :

- la transformation des échéances, processus par lequel des passifs à court terme servent à financer des actifs à long terme;
- la transformation du profil de liquidité d'actifs illiquides qui ne peuvent être convertis en espèces aisément;
- l'effet de levier, qui peut être mis en place au sein de l'entité ou à diverses étapes du processus d'intermédiation;
- le transfert imparfait du risque de crédit : certaines expositions sont retirées du bilan d'une entité, ou encore une entité fournit à une autre institution un soutien implicite qui la rend vulnérable aux pertes de cette dernière.

Certes, les trois premiers de ces quatre facteurs de risque existent également au sein du secteur bancaire classique, mais la concrétisation de l'un d'eux expose les entités non réglementées et les marchés sur lesquels elles opèrent à un retrait massif des investisseurs (c'est-à-dire à un tarissement soudain de la liquidité). Un tel retrait peut contribuer à son tour à amplifier les chocs ou à les propager à l'ensemble du système financier et, partant, compromettre la stabilité financière. Cela se vérifie tout particulièrement lorsque le désengagement est généralisé ou que d'importants liens ou interdépendances sont subitement rompus. Le risque peut se matérialiser au niveau d'une seule entité non réglementée, mais il peut aussi s'immiscer dans une chaîne complexe de transactions où il s'incarnera à différents stades et engendrera de multiples formes d'interaction entre le secteur bancaire parallèle et le secteur réglementé.

**Graphique 1 : Segments du secteur bancaire parallèle au Canada**



Sources : Banque du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement, DBRS et Institut des fonds d'investissement du Canada  
Dernière observation : 2012T4

## Le secteur bancaire parallèle canadien

Au Canada, le secteur bancaire parallèle, qui s'était fortement développé durant la période ayant précédé la crise financière mondiale, s'est légèrement contracté depuis (Graphique 1)<sup>2,3</sup>. Suivant la mesure basée sur les activités, sa taille équivalait à environ 40 % de celle du secteur classique, alors qu'elle avoisinait les 50 % en moyenne durant la décennie antérieure à 2008 (Graphique 2)<sup>4</sup>.

Pour donner une idée de l'ordre de grandeur du secteur bancaire parallèle au pays, mentionnons que celui-ci représentait, d'après les estimations, environ 40 % du PIB nominal canadien à la fin de 2012, alors que ce secteur comptait pour approximativement 95 % du PIB des États-Unis à la fin de 2011. Il importe aussi de garder à l'esprit que la composition des opérations de ce secteur

<sup>2</sup> Notre estimation repose sur l'encours des passifs générés par ce secteur au Canada. On trouvera dans le dernier rapport annuel de l'Office of Financial Research un exemple de la manière dont la mesure axée sur les activités est utilisée aux États-Unis (OFR, 2012, encadré B).

<sup>3</sup> On notera que dans Chapman, Lavoie et Schembri (2011), les chiffres estimatifs concernant les opérations de pension se fondent sur les données relatives au volume total des opérations. Pour les fins du présent rapport, nous utilisons l'encours des mises en pension en dollars canadiens des grandes banques canadiennes. Par conséquent, bien que le marché des pensions paraisse ainsi plus petit tant en termes absolus qu'en proportion de l'ensemble du secteur parallèle, l'estimation obtenue est plus compatible avec celle des autres segments de ce secteur. Cette estimation est prudente, car elle exclut quelque 16 milliards de dollars de mises en pension des courtiers en valeurs mobilières autres que des banques (encours enregistré à la fin de 2011, selon l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières).

<sup>4</sup> Notre mesure du passif du secteur bancaire classique englobe le montant brut des dépôts (y compris les emprunts à long terme non garantis en dollars canadiens), les créances subordonnées et les dépôts en devises des résidents canadiens.

**Graphique 2 : Taille estimative du secteur bancaire parallèle en proportion du secteur classique (établie en fonction des passifs)**



Sources : Banque du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement, DBRS, Institut des fonds d'investissement du Canada et calculs des auteurs  
Dernière observation : 2012T4

et le niveau de risque qui lui est associé peuvent varier considérablement d'un pays à l'autre. Comme nous le verrons plus loin, nous devons notamment tenir compte, dans notre évaluation globale des risques, du fait que notre mesure du secteur parallèle canadien intègre certaines activités menées par les établissements réglementés ainsi que des instruments assortis d'une garantie explicite de l'État, ce qui contribue à atténuer les menaces potentielles à la stabilité financière.

Selon l'approche fondée sur les activités, le secteur bancaire parallèle est formé au Canada des cinq principaux marchés suivants (leur part du secteur est précisée en pourcentage) :

1. titres hypothécaires émis en vertu de la LNH (*Loi nationale sur l'habitation*) et OHC (Obligations hypothécaires du Canada), qui ensemble forment le segment de la titrisation des prêts assurés par l'État (près de 60 %)<sup>5</sup>;
2. PCAA (papier commercial adossé à des actifs) et TAA (titres adossés à des actifs) de plus d'un an, qui constituent le marché de la titrisation privée (10 %)<sup>6</sup>;
3. opérations de pension (10 %);
4. fonds du marché monétaire (5 %);
5. acceptations bancaires et papier commercial (15 %)<sup>7</sup>.

La composition du secteur bancaire parallèle canadien a beaucoup changé depuis la crise financière. Le recul marqué des segments de la titrisation privée, des

<sup>5</sup> Chapman, Lavoie et Schembri (2011, encadré) illustrent le processus de titrisation de ces prêts hypothécaires.

<sup>6</sup> Ce segment regroupe les instruments titrisés autres que les titres hypothécaires LNH et les OHC.

<sup>7</sup> Il y a un certain degré de double comptage, les fonds monétaires achetant du PCAA, des acceptations bancaires ainsi que du papier commercial, par exemple.

opérations de pension et des fonds du marché monétaire a été presque entièrement neutralisé par la vive progression de l'encours des titres hypothécaires LNH, qui a plus que doublé entre 2007 et 2012<sup>8</sup>.

## Structure et évolution des segments du secteur bancaire parallèle

Nous examinons ici plus en détail quatre des cinq principaux segments du secteur bancaire parallèle canadien<sup>9</sup> et en cernons les aspects qui méritent un suivi régulier en raison des risques potentiels qu'ils font planer sur le système financier.

### Marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés par l'État

Au Canada, on trouve deux grands types de produits titrisés créés à partir des prêts hypothécaires à l'habitation assurés par le gouvernement : les titres hypothécaires LNH et les OHC<sup>10</sup>. Les deux sont pris en compte dans notre mesure du secteur parallèle fondée sur les activités parce qu'ils comportent un processus de transformation de la liquidité, dans le cadre duquel des créances hypothécaires illiquides sont réunies pour former un bloc de valeurs négociables et, donc, plus liquides.

Cette forme de titrisation a crû considérablement depuis 2007 et constitue maintenant le principal segment du secteur bancaire parallèle canadien (Tableau 1). Elle joue par ailleurs un rôle majeur dans le financement hypothécaire, représentant actuellement plus du tiers de l'ensemble du crédit hypothécaire résidentiel (contre un cinquième en 2007). L'émission de titres adossés à des créances hypothécaires marque un changement par

**Tableau 1 : Croissance du marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés**

	Milliards \$	Part (en %) des titres hypothécaires LNH dans le secteur bancaire parallèle	Part (en %) des titres hypothécaires LNH dans le total du crédit hypothécaire résidentiel	Part (en %) des prêts hypothécaires titrisés dans le total du crédit hypothécaire résidentiel <sup>a</sup>
<b>2007T4</b>	157	25	19	21
<b>2012T4</b>	379	60	33	39

a. Inclut l'encours des obligations sécurisées et la titrisation privée de prêts hypothécaires assurés.

Sources : Banque du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement, DBRS et calculs des auteurs

<sup>8</sup> Le stock de PCAA a diminué par suite de la disparition du marché du PCAA non bancaire et de la chute des émissions bancaires de PCAA.

<sup>9</sup> Compte tenu de sa taille généralement modeste et de sa stabilité relative (par rapport aux autres composantes) depuis la crise, nous n'explorerons pas le segment formé des acceptations bancaires et du papier commercial.

<sup>10</sup> Comme on le verra plus loin, les blocs d'actifs de certains programmes privés de titrisation comprennent des prêts hypothécaires assurés par l'État. Toutefois, nous n'avons retenu que les titres hypothécaires LNH et les OHC dans notre définition du marché de la titrisation de ces prêts.

**Tableau 2 : Coût de divers modes de financement hypothécaire (estimations pour janvier 2013)**

Instrument (durée de 5 ans)	Écart avec les acceptations bancaires à 3 mois (en points de base)	Charges et frais afférents (en points de base)	Écart total (en points de base)
Obligations hypothécaires du Canada	+1	12	+13
Titres hypothécaires LNH	+37	14	+51
Obligations sécurisées en \$ CAN <sup>a</sup>	+42	8	+50
Billets de dépôt en \$ CAN	+72	8	+80

a. Ces obligations ont pour sous-jacents des prêts hypothécaires non assurés. Sources : cours proposés par les courtiers et calculs des auteurs

rapport au modèle classique dans lequel le financement hypothécaire provenait en très grande partie des dépôts bancaires des particuliers; elle traduit aussi l'importance grandissante du secteur bancaire parallèle dans l'octroi du crédit hypothécaire.

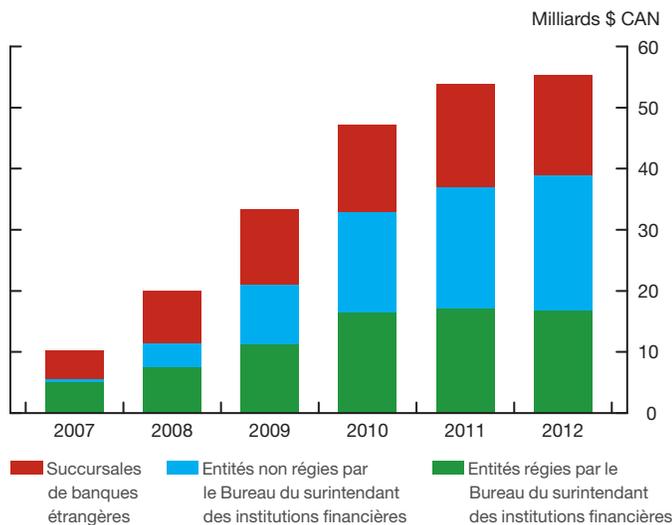
L'essor du marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés tient grandement au fait que, par comparaison aux autres sources — en particulier les prêts non garantis —, les OHC, et à un degré moindre les titres hypothécaires LNH, constituent un mode de financement à long terme très peu coûteux (Tableau 2).

Tous les prêteurs hypothécaires satisfaisant aux exigences de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) sont admissibles au Programme des OHC<sup>11</sup>. En plus de soutenir la croissance globale du crédit hypothécaire à l'habitation au pays, le Programme a été une source de financement bon marché qui a favorisé la croissance des prêteurs hypothécaires spécialisés. Le faible coût des fonds qu'il procure avantage tout particulièrement les prêteurs « non traditionnels » (c.-à-d. ceux qui ne financent pas leurs prêts avec les dépôts de particuliers), pour lesquels l'offre de financement à long terme est habituellement plus restreinte. En outre, la garantie publique dont sont assortis les titres hypothécaires LNH et les OHC permet à ces prêteurs de réunir des fonds à un coût bien moindre que s'ils devaient le faire par eux-mêmes, ce qui les aide à concurrencer des prêteurs hypothécaires plus importants et jouissant d'une meilleure note. Le Graphique 3 confirme que les neuf principaux prêteurs non traditionnels sont de plus en plus actifs<sup>12</sup>. L'encours de leurs émissions est en effet passé de

<sup>11</sup> Ces exigences visent notamment la valeur nette et les résultats financiers. La SCHL fixe également les modalités minimales des prêts hypothécaires sous-jacents pouvant bénéficier de sa garantie.

<sup>12</sup> Ces neuf entités ont été choisies sur la base de la part de leur financement qui provient de la titrisation de prêts hypothécaires assurés ainsi que du volume de leurs émissions de titres hypothécaires LNH.

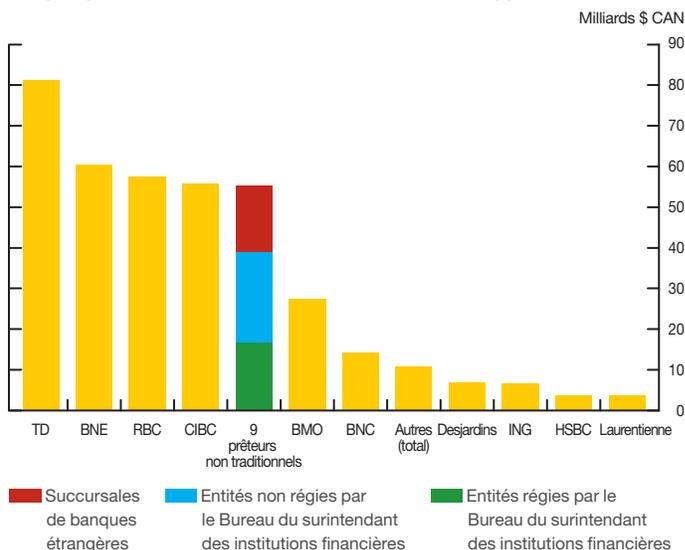
**Graphique 3 : Encours en fin d'année des émissions de titres hypothécaires LNH de neuf prêteurs non traditionnels**



Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement

Dernière observation : décembre 2012

**Graphique 4 : Encours des émissions de titres hypothécaires LNH**



Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement

Dernière observation : décembre 2012

10 milliards de dollars en 2007 (soit 7 % du volume total de titres hypothécaires LNH) à environ 55 milliards à la fin de 2012 (15 %). Ensemble, ces prêteurs se classent maintenant au cinquième rang des émetteurs de titres hypothécaires LNH au Canada (Graphique 4). Mentionnons que quatre d'entre eux ne sont pas supervisés par les autorités fédérales canadiennes<sup>13</sup>.

Jusqu'à récemment, l'essor du marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés était attribuable aussi au recours accru des banques à l'assurance de portefeuille<sup>14</sup>. Les institutions bancaires qui souscrivent des

assurances pour leurs portefeuilles de créances hypothécaires à faible rapport prêt-valeur non assurées à l'origine et qui procèdent ensuite à la titrisation de ces créances sont assujetties à des exigences de liquidité moins rigoureuses<sup>15</sup>. Conjugué au coût avantageux du financement mentionné précédemment, cet allègement des exigences incite les banques à financer de plus en plus leur activité hypothécaire au moyen de la titrisation de prêts assurés<sup>16</sup>.

En période de crise, divers instruments d'emprunt titrisés peuvent soudainement s'attirer la défaveur des acheteurs ou faire l'objet de liquidations, ce qui se traduit par des pressions sur la liquidité de financement des intermédiaires financiers. Des pressions de ce genre apparaissent notamment lorsque le sentiment des investisseurs se modifie brusquement à cause du risque de transformation de la liquidité (dont on a fait état précédemment) inhérent au processus de titrisation<sup>17</sup>. Toutefois, le marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés par l'État est largement à l'abri de ce risque propre à la finance parallèle,

<sup>13</sup> Les neuf prêteurs non traditionnels dont il est question au Graphique 3 et au Graphique 4 appartiennent à trois catégories. Il y a d'abord ceux qui ne sont pas régis par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), soit la Financière Macquarie, la Financière First National, IG Investment Management et MCAP (il est à noter que la société mère de la Financière Macquarie est assujettie à la surveillance prudentielle des autorités australiennes). Viennent ensuite les succursales de banques étrangères (la Deutsche Bank et Merrill Lynch Canada), dont la surveillance relève du BSIF mais qui ne sont pas soumises à des normes de fonds propres ou de liquidité parce que leurs sociétés mères le sont, elles, dans leur pays d'origine sur une base consolidée. Le troisième groupe est formé des firmes régies par le BSIF et assujetties aux normes de fonds propres et de liquidité (à savoir, la Société de fiducie financière Equity, la Compagnie Home Trust et la Compagnie de Fiducie Peoples).

<sup>14</sup> Il s'agit d'une assurance que les institutions financières souscrivent auprès de la SCHL ou d'assureurs privés pour couvrir les blocs de prêts hypothécaires dont le rapport prêt-valeur est peu élevé. La faveur croissante de l'assurance de portefeuille est liée en partie à la participation des institutions financières au Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA), lancé par le gouvernement canadien pendant la récente crise financière comme mesure de soutien temporaire. Dans le cadre de ce programme, l'État a acheté des titres hypothécaires LNH auprès des institutions financières. Par conséquent, ces institutions ont cherché à se procurer une assurance de portefeuille pour pouvoir convertir des blocs de créances hypothécaires résidentielles ayant un faible rapport prêt-valeur en titres hypothécaires LNH, qu'elles vendraient ensuite (avec d'autres titres hypothécaires LNH formés de prêts hypothécaires assurés à l'origine) sous l'égide du PAPHA.

<sup>15</sup> Par exemple, les titres hypothécaires LNH et les OHC sont considérés comme des actifs de niveau 1 aux fins du ratio de liquidité à court terme établi dans le dispositif de Bâle (Gomes et Wilkins, 2013), ce qui n'est pas le cas des prêts non assurés (inscrits au bilan), qui ne bénéficient donc pas du même traitement. Bien que les banques qui souscrivent une assurance pour les créances hypothécaires dont le rapport prêt-valeur est faible jouissent aussi d'un allègement des exigences de fonds propres, elles ne sont pas obligées pour cela de titriser ces créances. En conséquence, ce facteur à lui seul ne joue pas nécessairement un grand rôle dans la croissance des émissions de titres hypothécaires LNH.

<sup>16</sup> Dans son exposé budgétaire de mars 2013, le gouvernement fédéral a annoncé son intention d'interdire l'utilisation des prêts hypothécaires assurés garantis à même les fonds publics comme sûreté dans les véhicules de titrisation qui ne sont pas parrainés par la SCHL.

<sup>17</sup> Le risque de transformation se manifeste ouvertement lorsque des instruments jugés jusque-là liquides et sans risque, parce qu'insensibles aux informations, deviennent subitement sensibles à celles-ci aux yeux des investisseurs et, par conséquent, risqués (Gorton et Metrick, 2010).

en raison de la garantie explicite fournie par le gouvernement tant pour les titres hypothécaires que pour les prêts sous-jacents.

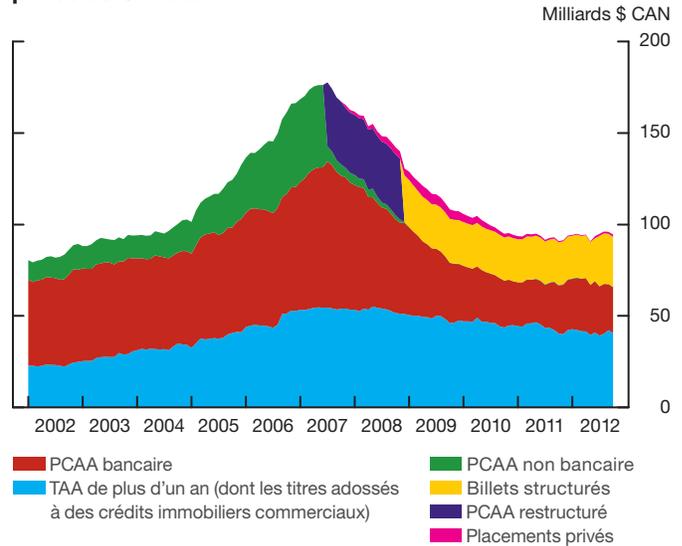
Si le marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés comporte peu des risques associés au secteur parallèle grâce à la garantie en question, il est susceptible de nourrir les risques présents dans le système financier en général, et cela, de trois manières. Premièrement, la croissance de l'encours des prêts hypothécaires assurés et des produits titrisés connexes tend à renforcer les liens existant entre le risque de crédit de l'État, le risque de crédit des institutions financières et le risque macro-économique qu'engendrent les déséquilibres dans les secteurs du logement et des ménages<sup>18</sup>. Deuxièmement, un recours important à la titrisation des créances hypothécaires accroît la complexité du système financier canadien et l'interconnexion entre ses acteurs, comparativement à la situation classique où le crédit hypothécaire est financé essentiellement à même les dépôts reçus en succursale<sup>19</sup>. Enfin, il se peut que les bas coûts de financement favorisent une augmentation du levier financier dans les institutions peu réglementées et dopent ainsi la croissance du crédit hypothécaire.

### Marché de la titrisation privée

Le PCAA et les TAA de plus d'un an émis par le secteur privé sont des instruments dont la valeur nominale et les flux de trésorerie sont adossés à un portefeuille d'actifs sous-jacents. Ils résultent d'une opération de transformation de la liquidité, dans le cadre de laquelle des actifs relativement peu liquides (créances sur cartes de crédit, prêts hypothécaires, prêts et crédit-bail automobiles, etc.) sont regroupés pour créer des titres à revenu fixe pouvant se négocier sur les marchés. L'encours des produits titrisés par des émetteurs privés a chuté au Canada, passant d'un sommet de 177,6 milliards de dollars en août 2007 à 94 milliards en novembre 2012 (Graphique 5).

Les principaux promoteurs des programmes actuels de titrisation privée sont les six premières banques canadiennes et Merrill Lynch Canada. Les TAA de plus d'un an ont essentiellement pour supports des créances sur cartes de crédit, des prêts immobiliers commerciaux et

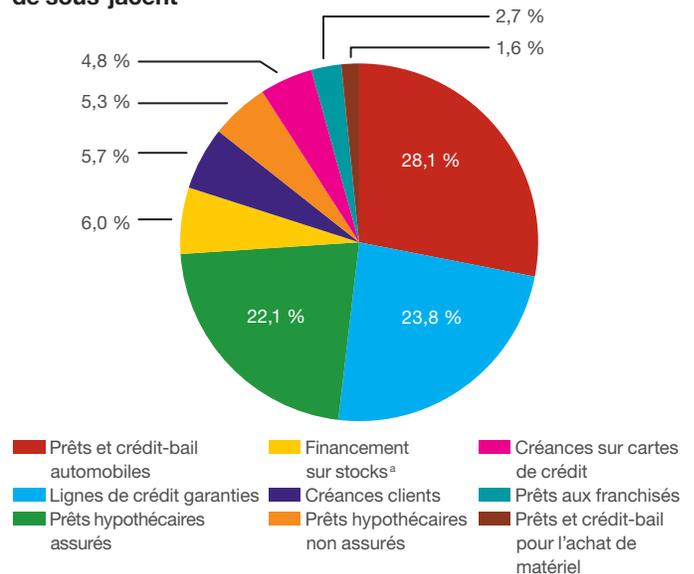
**Graphique 5 : Encours total du marché de la titrisation privée au Canada**



Source : DBRS

Dernière observation : novembre 2012

**Graphique 6 : Ventilation du PCAA selon la catégorie de sous-jacent**



a. Par financement sur stocks, on entend les prêts octroyés aux concessionnaires affiliés pour financer l'acquisition de véhicules, de machines agricoles et d'engins de construction, par exemple, qui seront ensuite vendus à des consommateurs privés ou à des clients commerciaux.

Source : DBRS

Dernière observation : novembre 2012

des prêts automobiles, alors que le PCAA a généralement comme sous-jacents des prêts pour l'achat d'automobiles et de matériel, des prêts hypothécaires à l'habitation et des lignes de crédit garanties (Graphique 6).

Au cours des deux dernières années, on a observé un net accroissement du recours au marché du PCAA pour le financement des prêts hypothécaires résidentiels assurés, que l'on peut attribuer en partie aux petits promoteurs utilisant, à cette fin, des véhicules de titrisation

<sup>18</sup> Des études établissent clairement que l'existence des garanties publiques implicites ou explicites dont jouissent les intermédiaires financiers clés crée des interdépendances entre le risque de crédit de ces derniers et celui des États concernés (Gray, 2013, encadré 2.1; Caruana et Avdjiev, 2012; Acharya, Drechsler et Schnabl, 2012; Billio et autres, à paraître).

<sup>19</sup> Les degrés de complexité et d'interconnexion sont amplifiés par le fait que le processus de titrisation requiert l'intervention de plusieurs institutions financières. Par exemple, dans le cadre d'une émission d'OHC, on fait appel non seulement à la SCHL pour obtenir le soutien gouvernemental, mais aussi à diverses grandes banques pour la conception de swaps de taux d'intérêt sur mesure. Pensons aussi aux liens entre le secteur bancaire et les prêteurs non traditionnels découlant, par exemple, de la participation de banques et fiduciaires réglementées au capital de ces entités, dont plusieurs, en plus, financent leurs portefeuilles hypothécaires à l'aide de lignes de crédit obtenues auprès de banques. Un exemple de propriété croisée est MCAP, dans laquelle MCAN Mortgage Corporation (qui est assujettie à la surveillance du BSIF) détient une participation minoritaire.

bancaire. Les prêts hypothécaires et les lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier constituent une part considérable des actifs sous-jacents du marché du PCAA, laquelle dépassait les 50 % en novembre 2012. Or le financement de créances hypothécaires à long terme illiquides par l'émission de titres à court terme négociables comporte des risques, sur les plans tant de la liquidité que de la transformation des échéances, qu'il convient de suivre de près.

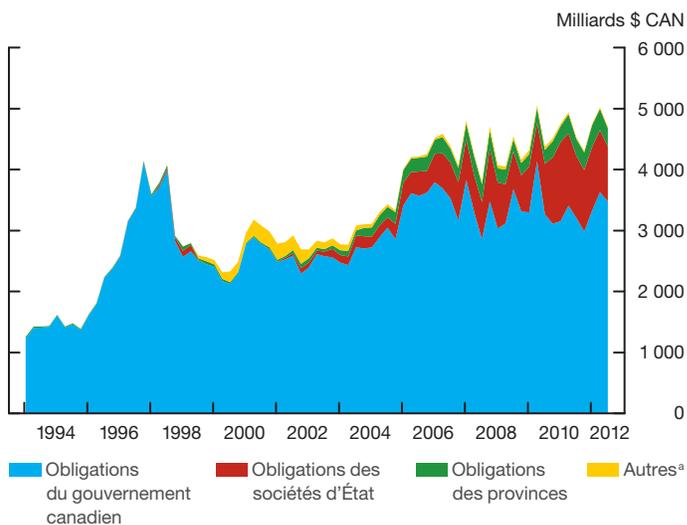
Les modifications apportées récemment à la réglementation sont cependant de nature à tempérer le risque systémique émanant de ce segment de marché. L'adoption des nouvelles normes internationales d'information financière, dans lesquelles les exigences de communication ont été resserrées pour les expositions hors bilan, devrait contribuer à améliorer la transparence. De plus, les règles de Bâle III sur les fonds propres et la liquidité obligeront les émetteurs réglementés à détenir des fonds propres additionnels au titre des lignes de liquidité confirmées mais inutilisées, dont celles relatives au PCAA. Enfin, comme il a été annoncé dans l'exposé budgétaire de mars 2013, le gouvernement fédéral entend interdire l'emploi des prêts hypothécaires assurés garantis par des fonds publics comme sous-jacents des véhicules de titrisation qui ne sont pas parrainés par la SCHL.

### Opérations de pension<sup>20</sup>

Une mise en pension est un mécanisme d'emprunt par lequel une partie vend temporairement des titres qu'elle convient de racheter à une date ultérieure. Inversement, une prise en pension est une opération de prêt reposant sur l'achat temporaire de titres. Les mises et les prises en pension de titres, que nous désignerons ci-après toutes deux par l'expression « opérations de pension » ou simplement « pensions », sont utilisées par les banques et les courtiers en valeurs mobilières pour répondre à des besoins de financement généraux, financer l'achat de titres négociables et faciliter la tenue de marché (par exemple, en leur permettant d'emprunter les actifs qu'ils vendent à découvert). Les pensions peuvent également servir à placer des liquidités à court terme afin d'en augmenter le rendement ou être employées par certains acteurs, notamment les fonds de couverture et les caisses de retraite, pour créer un effet de levier. Bien qu'elles remplissent des fonctions importantes, les opérations de pension supposent presque toujours une transformation des échéances et un effet de levier, de même qu'une transformation du profil de liquidité à l'occasion, selon le type d'actif faisant l'objet de la pension.

<sup>20</sup> Nous ne traiterons pas des prêts de titres, en partie à cause de l'insuffisance de données. Comme ces opérations ont sensiblement la même fonction et la même valeur économique que les pensions, elles auraient dû, idéalement, faire partie de notre analyse des activités du secteur bancaire parallèle; cela sera le cas dans une prochaine étude.

Graphique 7 : Ventilation des pensions selon le type de titre



a. Obligations de municipalités et de sociétés et titres adossés à des actifs

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

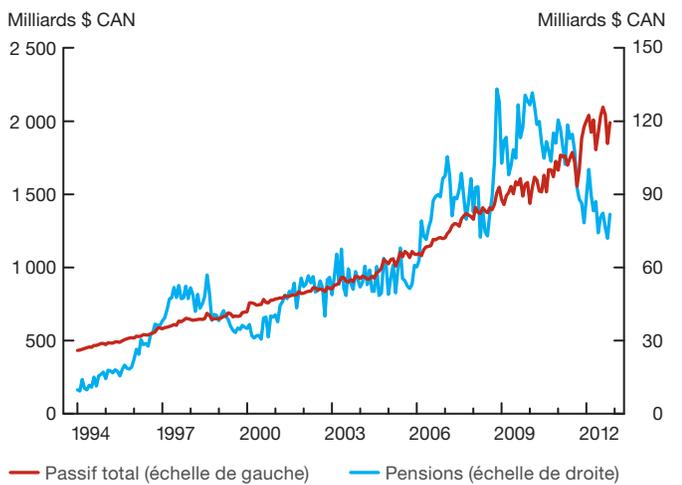
L'activité sur le marché des pensions au Canada a connu une croissance vigoureuse à partir du milieu des années 1990, le volume total des opérations ayant de fait triplé entre 1994 et 2012. Selon les chiffres fournis par les distributeurs de titres d'État, le volume d'activité quotidien se serait établi entre 48 et 75 milliards de dollars au troisième trimestre de 2012<sup>21</sup>. Le secteur affiche une forte concentration : les cinq et dix principaux distributeurs participent respectivement à 67 % et 96 % de toutes les transactions déclarées<sup>22</sup>. Dans la très grande majorité des cas, les titres mis ou pris en pension sont des obligations, presque toutes émises par le gouvernement canadien, des sociétés d'État ou des provinces (Graphique 7), ce qui donne à penser que le degré de transformation de la liquidité est modeste.

Les opérations de pension ne représentent pas une source de levier majeure pour les banques au Canada, car elles ne constituent actuellement que 4 % de leur passif en dollars canadiens (Graphique 8) et 8 % de leurs emprunts de gros dans cette même monnaie. Ce marché n'en joue pas moins un rôle essentiel. Par conséquent, tout dérèglement sensible de son fonctionnement peut avoir un effet déstabilisateur sur les institutions qui y prennent part et sur les marchés connexes<sup>23</sup>. Une perturbation dans le financement des actifs constitue le

<sup>21</sup> Comme on ignore le montant des opérations entre distributeurs qui sont comptabilisées deux fois, les volumes sont exprimés sous forme de fourchettes. On trouvera une liste des distributeurs de titres d'État à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/marchés/adjudications-de-titres-du-gouvernement>.

<sup>22</sup> Les autres opérateurs comprennent les caisses de retraite, les sociétés d'assurance, les gestionnaires d'autres types de fonds, les banques étrangères et les trésoriers d'entreprise. Il n'existe pas de données détaillées sur leur participation respective au marché.

<sup>23</sup> Pour plus de renseignements à ce sujet, consulter Fontaine, Selody et Wilkins (2009).

**Graphique 8 : Passif total en dollars canadiens des banques canadiennes**

Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2012

principal risque systémique associé aux opérations de pension. Au Canada, ce risque est amplifié par le fait que la plupart des pensions conclues sont de courte durée (d'un seul jour ou à échéance ouverte<sup>24</sup>). Mais comme ces opérations portent presque exclusivement sur des titres émis ou garantis par l'État, la menace est contenue. De plus, on prévoit que les pensions seront de plus en plus prises en charge par le Service canadien de compensation de produits dérivés, ce qui devrait contribuer à renforcer la résilience de ce marché<sup>25</sup>.

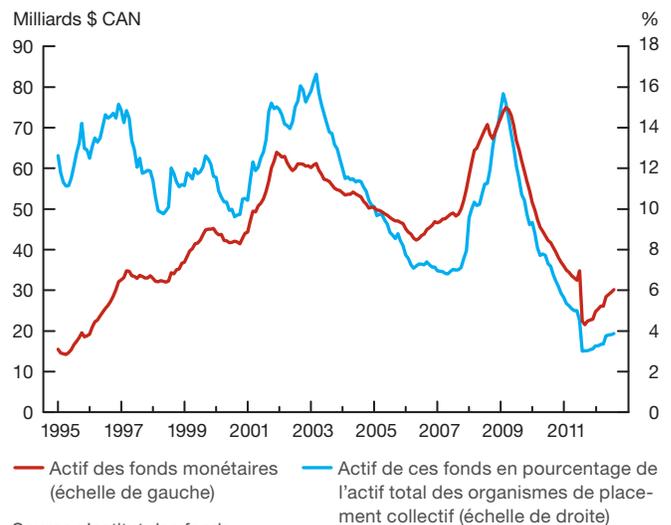
Il demeure cependant indispensable de surveiller l'évolution de la composition des titres mis et pris en pension et de la structure des échéances des transactions. Par ailleurs, il semblerait que certaines caisses de retraite canadiennes font de plus en plus appel aux opérations de pension dans le cadre de la mise en œuvre de stratégies de placement à effet de levier. Si elle continue de se répandre, cette pratique pourrait poser problème en période de tension sur les marchés. Elle mérite donc elle aussi d'être suivie attentivement.

### Fonds du marché monétaire

En règle générale, les fonds du marché monétaire investissent dans les titres à revenu fixe à court terme bien notés et très liquides. Ils effectuent également des prises en pension dans le but de placer des liquidités excédentaires. Ils servent ainsi d'intermédiaires entre, d'une part, les investisseurs individuels ou institutionnels désireux d'augmenter le rendement de leurs soldes de trésorerie et, d'autre part, les sociétés et les entités publiques

<sup>24</sup> Les pensions à échéance ouverte peuvent être dénouées par l'une ou l'autre des parties à n'importe quel moment.

<sup>25</sup> Voir également Côté (2013) ainsi que Chatterjee, Embree et Youngman (2012).

**Graphique 9 : Actifs gérés par les fonds monétaires canadiens**

Source : Institut des fonds d'investissement du Canada

Dernière observation : août 2012

cherchant à se financer sur les marchés à court terme. À la fin de 2012, les avoirs gérés par les fonds monétaires canadiens s'établissaient à approximativement 30 milliards de dollars, en forte baisse par rapport au sommet de 77,4 milliards atteint en 2009 (Graphique 9). Cette chute est vraisemblablement imputable en partie aux bas taux d'intérêt.

Le secteur des fonds monétaires au Canada est concentré, les quinze principaux fonds rassemblant environ 75 % des actifs gérés. Offerts par les grandes banques et les firmes de gestion d'actifs, ces fonds détiennent essentiellement des titres émis par des banques (adossés ou non à des créances), du papier commercial de sociétés non financières, des obligations du gouvernement fédéral et des provinces ainsi que des instruments d'emprunt émis par d'autres institutions financières nationales ou étrangères<sup>26</sup>.

Les fonds monétaires canadiens opèrent peu de transformation de liquidité et d'échéances et ne font habituellement pas appel à l'effet de levier<sup>27</sup>. Même si ce segment est peu susceptible de revêtir une importance systémique pour le Canada vu sa petite taille, certains des attributs de ces fonds peuvent présenter des risques.

<sup>26</sup> La Financière Sun Life, Phillips, Hager & North, Fidelity Investments Canada, Financière Manuvie, le Groupe Investors, MD Physician Services et la Société de Gestion AGF administrent également d'importants fonds monétaires.

<sup>27</sup> La réglementation exige que 5 % au moins des actifs puissent être convertis en espèces en une journée, et 15 % en une semaine au plus. De plus, les fonds monétaires ne sont pas autorisés à emprunter un montant supérieur à 5 % de leur actif net pour financer les rachats aux investisseurs. On trouvera plus de renseignements sous <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/81-102/2012-02-10/2012fev10-81-102-avis-publication-fr.pdf> et [http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws\\_new/document/ID/freeside/47\\_2\\_2000](http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws_new/document/ID/freeside/47_2_2000) (en anglais seulement).

Le premier de ces risques tient à la prépondérance des fonds monétaires à valeur liquidative constante de même qu'à l'absence généralisée de marge de fonds propres; ces caractéristiques, combinées à l'incertitude pouvant entourer la capacité et la volonté du promoteur du fonds de fournir un soutien en période de tension, accentuent la menace de retraits massifs des investisseurs<sup>28</sup>. Deuxièmement, le manque d'information à jour sur les actifs des fonds monétaires canadiens (les données sont publiées trimestriellement avec deux mois de décalage) peut aussi aggraver le risque de retraits massifs. Finalement, la majorité des fonds monétaires au Canada sont parrainés par les banques et acquièrent, comme on l'a mentionné déjà, des montants substantiels de titres (adossés ou non à des créances) émis par ces dernières. En conséquence, si les investisseurs se mettaient soudainement à retirer leur argent des fonds monétaires, les banques canadiennes pourraient se sentir obligées de fournir, dans de brefs délais, des liquidités à ces fonds pour qu'ils puissent procéder aux remboursements, alors qu'elles seraient elles-mêmes confrontées à des difficultés de financement à court terme.

## Conclusion

La récente crise mondiale a mis en lumière l'importance d'une approche globale des questions relatives au système financier, car les risques auxquels celui-ci est exposé peuvent provenir de n'importe laquelle de ses composantes et de l'interconnexion de ces dernières. Les autorités doivent donc rester vigilantes et surveiller de près l'évolution du secteur bancaire parallèle en vue de mieux en comprendre les ressorts, d'en évaluer les avantages et de cerner les risques qu'il pourrait poser. Ce suivi devrait avoir pour objet d'assurer un soutien aux activités d'intermédiation de marché qui se révèlent bénéfiques et de restreindre adéquatement celles qui présentent un niveau de risque excessif sans comporter d'avantages manifestes, ou qui servent principalement à des fins d'arbitrage réglementaire. Cette distinction est évidemment difficile à établir et la tâche est rendue plus complexe encore par les lacunes des données dont nous disposons pour faire un suivi rigoureux de l'évolution du système bancaire parallèle, aussi bien au Canada qu'à l'échelle mondiale.

Dans le présent rapport, nous avons examiné les principaux segments du secteur parallèle au Canada afin d'évaluer les quatre facteurs de risque que sont la transformation de la liquidité, la transformation des échéances, l'effet de levier et le transfert du risque de crédit, ainsi que de repérer les vulnérabilités potentielles du secteur. Selon la mesure axée sur les activités que nous avons utilisée, le secteur parallèle canadien est plus petit par rapport au système bancaire classique et à l'économie nationale que ne l'est son pendant américain. Sa composition est relativement traditionnelle aussi, une large part de ses activités étant menée par des institutions réglementées, ou faisant intervenir l'une d'elles, et jouissant d'une garantie explicite de l'État. Voilà de quoi tempérer les craintes que la finance parallèle soulève.

Nous avons néanmoins cerné des aspects qui nécessitent un suivi attentif en raison des risques de contagion à l'ensemble du système financier qu'ils présentent. Ce sont notamment la croissance vigoureuse du recours des prêteurs hypothécaires spécialisés à la titrisation des créances assurées, l'utilisation grandissante des opérations de pension par certaines caisses de retraite pour créer un effet de levier, et le financement d'actifs à long terme, tels que le crédit hypothécaire à l'habitation, par l'émission de PCAA à court terme.

La Banque du Canada continuera d'améliorer et d'étendre son suivi du secteur bancaire parallèle au pays. Elle compte notamment allier une perspective fondée sur les entités à son approche axée sur les activités et évaluer le rôle joué par diverses entités non bancaires (par exemple, les sociétés de financement, les fonds de couverture et les caisses de retraite) afin de compléter l'analyse des activités d'intermédiation de marché exposée ici. Étant donné que l'insuffisance des données disponibles mine la capacité d'effectuer un examen poussé du secteur bancaire parallèle et des risques potentiels qui en découlent, les diverses autorités publiques doivent absolument collaborer entre elles pour mettre en commun leurs renseignements et accroître leur connaissance et compréhension générales du secteur, dans le but ultime de broser un tableau plus complet de l'ensemble du système financier. À cette fin, la Banque entretiendra un dialogue constant avec les autres instances publiques qui veillent à la stabilité du système financier canadien.

<sup>28</sup> Aux États-Unis, par exemple, certains fonds monétaires ont connu des retraits massifs au plus fort de la crise financière, après qu'un des grands fonds s'est trouvé en situation de rendement négatif dans la foulée de l'effondrement de Lehman Brothers, à la mi-septembre 2008. Witmer (2012) fournit une analyse détaillée des désengagements brutaux dont peuvent être victimes les fonds monétaires (en particulier les fonds à valeur liquidative constante).

## Bibliographie

- Acharya, V. V., I. Drechsler et P. Schnabl (2012). « L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, avril, p. 55-61.
- Billio, M., M. Getmansky, D. Gray, A. Lo, R. Merton et L. Pelizzon (à paraître). *Sovereign, Bank and Insurance Credit Spreads: Connectedness and System Networks*, document de travail, Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology.
- Caruana, J., et S. Avdjiev (2012). « Solvabilité des emprunteurs souverains et stabilité financière : une perspective internationale », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, avril, p. 79-95.
- Chapman, J., S. Lavoie et L. Schembri (2011). « Le financement de marché au Canada sort de l'ombre », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 33-44.
- Chatterjee, P., L. Embree et P. Youngman (2012). « La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-56.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, recommandations, 27 octobre.
- . (2012a). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Integrated Overview of Policy Recommendations*, document de consultation, 18 novembre.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2012b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, 18 novembre.
- Côté, A. (2013). *Vers une infrastructure des marchés financiers plus forte au Canada : où en sommes-nous?*, discours prononcé devant l'Association des professionnels en finance du Canada, Montréal (Québec), Canada, 26 mars.
- Fontaine, J.-S., J. Selody et C. Wilkins (2009). « Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-55.
- Gomes, T., et C. Wilkins (2013). « Le point sur les normes de liquidité de Bâle III », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison.
- Gorton, G., et A. Metrick (2010). *Regulating the Shadow Banking System*, Brookings Papers on Economic Activity, automne, p. 261-312.
- Gray, D. (2013). « Interconnectedness between Sovereigns and Financial Institutions », *Global Financial Stability Report*, Fonds monétaire international, avril, encadré 2.1.
- Office of Financial Research (OFR) (2012). *Annual Report*.
- Witmer, J. (2012). *Does the Buck Stop Here? A Comparison of Withdrawals from Money Market Mutual Funds with Floating and Constant Share Prices*, document de travail n° 2012-25, Banque du Canada.

## Liste des abréviations utilisées

On trouvera une liste plus complète de termes financiers et économiques ainsi que de l'information sur les systèmes canadiens de paiement, de compensation et de règlement à l'adresse [www.banqueducanada.ca](http://www.banqueducanada.ca).

<b>BCE</b> : Banque centrale européenne	<b>OHC</b> : Obligation hypothécaire du Canada
<b>BRI</b> : Banque des Règlements Internationaux	<b>OICV</b> : Organisation internationale des commissions de valeurs
<b>BSIF</b> : Bureau du surintendant des institutions financières	<b>PAPHA</b> : Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés
<b>CBCB</b> : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire	<b>PCAA</b> : papier commercial adossé à des actifs
<b>CSF</b> : Conseil de stabilité financière	<b>PIB</b> : produit intérieur brut
<b>EIQ</b> : étude d'impact quantitative	<b>RSF</b> : <i>Revue du système financier</i>
<b>FMI</b> : Fonds monétaire international	<b>SCHL</b> : Société canadienne d'hypothèques et de logement
<b>G20</b> : Groupe des Vingt	<b>S&amp;P</b> : Standard & Poor's
<b>ISDA</b> : International Swaps and Derivatives Association	<b>TAA</b> : titres adossés à des actifs
<b>LNH</b> : <i>Loi nationale sur l'habitation</i>	<b>TSX</b> : Bourse de Toronto
<b>MES</b> : Mécanisme européen de stabilité	
<b>OCDE</b> : Organisation de coopération et de développement économiques	